



NATIONS UNIES
CONSEIL ÉCONOMIQUE ET SOCIAL



LIMITÉE

E/CN.14/WP.1/92

E/CN.14/AMA/59

30 octobre 1974

FRANCAIS

Original: ANGLAIS

COMMISSION ECONOMIQUE POUR L'AFRIQUE

LA GESTION DES TAUX DE CHANGE ET DES PAIEMENTS
EN AFRIQUE DANS DES CONDITIONS DE FLOTTEMENT GENERALISE
DES PRINCIPALES MONNAIES

par

S.R. Dixon-Fyle
Université de Sierra Leone

Note: Les opinions exprimées dans le présent document ne reflètent pas nécessairement celles du secrétariat de la Commission économique pour l'Afrique.

Les appellations employées dans ce document et la présentation des données qui y figurent n'impliquent de la part du Secrétariat de l'Organisation des Nations Unies aucune prise de position quant au statut juridique de tel ou tel pays, ou de ses autorités, ni quant au tracé de ses frontières.

10/10/10

10/10/10

10/10/10

10/10/10

10/10/10

10/10/10

10/10/10

10/10/10

10/10/10

10/10/10

10/10/10

10/10/10

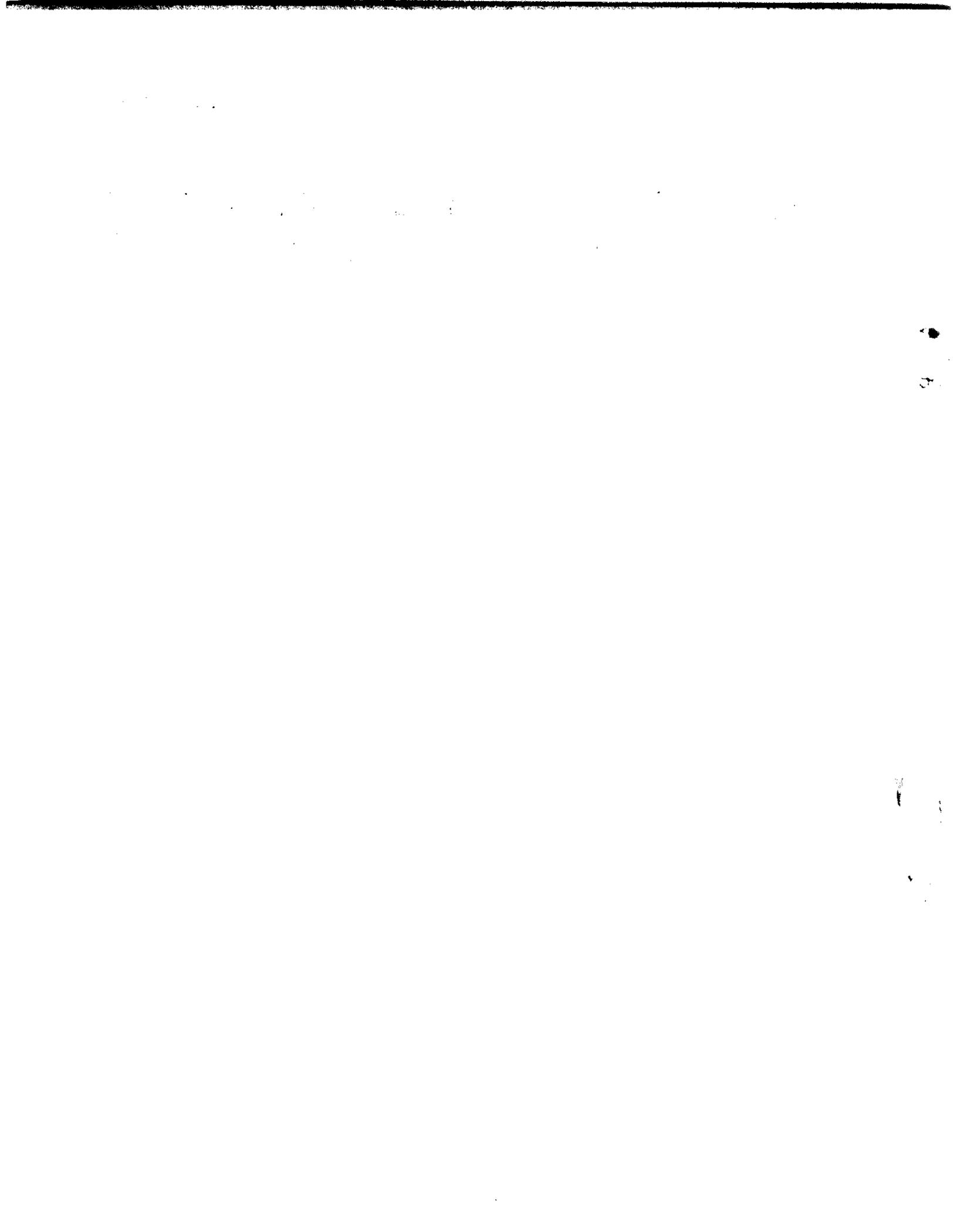
TABLE DES MATIERES

	<u>Paragraphes</u>	<u>Page</u>
REMERCIEMENTS		i
MANDAT		ii
INTRODUCTION	1 - 7	1 - 4
CHAPITRE PREMIER :	LE SYSTEME INTERIMAIRE DE GESTION MONETAIRE INTER- NATIONALE: POSITION AFRICAINE	8 - 35 5 - 17
	Stratégie de négociation	21 - 23 12 - 13
	Orientations pour le flottement et intérêts africains	24 - 35 13 - 17
CHAPITRE DEUX :	EVOLUTION DE LA FLEXIBILITE DES CHANGES	36 - 68 18 - 34
	Monnaies qui ne sont pas des monnaies d'échange dans un système de dés- équilibre	47 - 51 22 - 25
	Réactions des pays afri- cains	52 - 60 25 - 29
	Objectifs et possibilités de modification du taux de change	61 - 68 29 - 34
CHAPITRE TROIS :	LES DIFFERENTS SYSTEMES DE GESTION DES TAUX DE CHANGE	69 - 106 35 - 54
	Commodités qu'offre une monnaie d'intervention	81 - 82 41 - 42
	Stratégie de gestion des taux de changes	83 - 98 42 - 49
	Taux de change multiples	99 - 106 49 - 54
CHAPITRE QUATRE :	COMMERCE INTERIEUR ET ORGANISATION FINANCIERE	107 - 147 55 - 75
	Risques de change, mesure dans laquelle les entre- prises opérant en Afrique sont exposées à ces risques et se prémunisent contre eux	113 - 124 57 - 64
	Le coût de la couverture et le pays d'implanta- tion	125 - 137 64 - 70

TABLE DES MATIÈRES (suite)

	<u>Paragraphes</u>	<u>Page</u>	
	Les banques centrales et la gestion des risques	138 - 147	70 - 75
CHAPITRE CINQ:	QUESTIONS DE GESTION DES AVOIRS EXTERIEURS	148 - 177	76 - 87
	Objectifs à atteindre en matière de gestion des réserves	149 - 157	76 - 80
	La transformation des avoirs officiels	158 - 162	80 - 82
	Accords de garantie des réserves	163 - 177	82 - 87
CHAPITRE SIX :	LA FLEXIBILITE DES CHANGES ET LA GESTION DE LA DETTE ET DES EMPRUNTS EXTERIEURS	178 - 221	88 - 106
	La charge de la dette et les déflateurs	180 - 189	88 - 93
	Gestion flexible de la dette	190 - 202	93 - 98
	Politique d'emprunt et marché des euro-devises	203 - 221	98 - 106
ANNEXE	Orientations du Fonds Monétaire International pour la gestion des taux de change flottants		1 - 12
Liste des Tableaux:	1. Les fondements des relations monétaires africaines, le 16 Juillet 1973		
	2. Les fondements des relations monétaires africaines, juillet 1974		
	3. Effets estimés du réalignement de 1973 sur l'indice des prix à l'exportation		
	4. Variation estimée de la valeur exprimée à prix constants de l'encours de la dette publique et de la dette garantie par l'Etat des paiements au titre du service de la dette en 1973, nette de l'accroissement dû à la réévaluation de monnaies		
	5. Encours de la dette publique et de la dette garantie par l'Etat		
	6. Accroissement estimé des paiements dûs en 1973 au titre de la dette extérieure publique ou officielle- ment garantie de 70 pays en voie de développement en cours à la fin de 1971, pouvant être attribué au réalignement monétaire		
	7. Emissions sur le marché public ou placée par voie privée des pays en voie de développement sur le marché des euro-obligations et autres opérations d'emprunt en Europe		

- Liste des tableaux (suite)
8. Emissions sur le marché public ou placées par voie privée sur l'euro-marché, 1971 et 1972
 9. Prêts en euro-monnaies consentis aux pays en voie de développement d'Afrique, 1971 et 1972
 10. Crédits en euro-monnaies consentis aux pays en voie de développement



REMERCIEMENTS

J'ai beaucoup profité des entretiens que j'ai eus avec de hauts fonctionnaires des administrations publiques, des banques centrales et des banques d'affaires, et avec certaines personnalités des milieux d'affaires et des professions libérales dans quelques pays africains, ainsi qu'avec les spécialistes du Fonds monétaire international, de la Banque internationale pour la reconstruction et le développement, la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement, l'Organisation de coopération et de développement économiques, et la Commission économique pour l'Afrique. A mon grand regret, aucun de ces interlocuteurs n'a vu le présent rapport. Pour cette seule raison je m'abstiens de citer des noms.

J'accepte l'entière responsabilité de toutes les omissions et erreurs de fait ou d'analyse ainsi que des opinions que j'ai exprimées dans le présent rapport. Elles ne peuvent aucunement être attribuées aux personnes qui ont bien voulu s'entretenir avec moi, ou aux institutions au service desquelles elles se trouvent.

1950

1. The first part of the report discusses the general situation of the country and the progress of the work in the various departments. It also mentions the results of the work done in the past year and the plans for the future.

2. The second part of the report deals with the work done in the various departments. It mentions the results of the work done in the past year and the plans for the future.

3. The third part of the report discusses the work done in the various departments. It mentions the results of the work done in the past year and the plans for the future.

4. The fourth part of the report discusses the work done in the various departments. It mentions the results of the work done in the past year and the plans for the future.

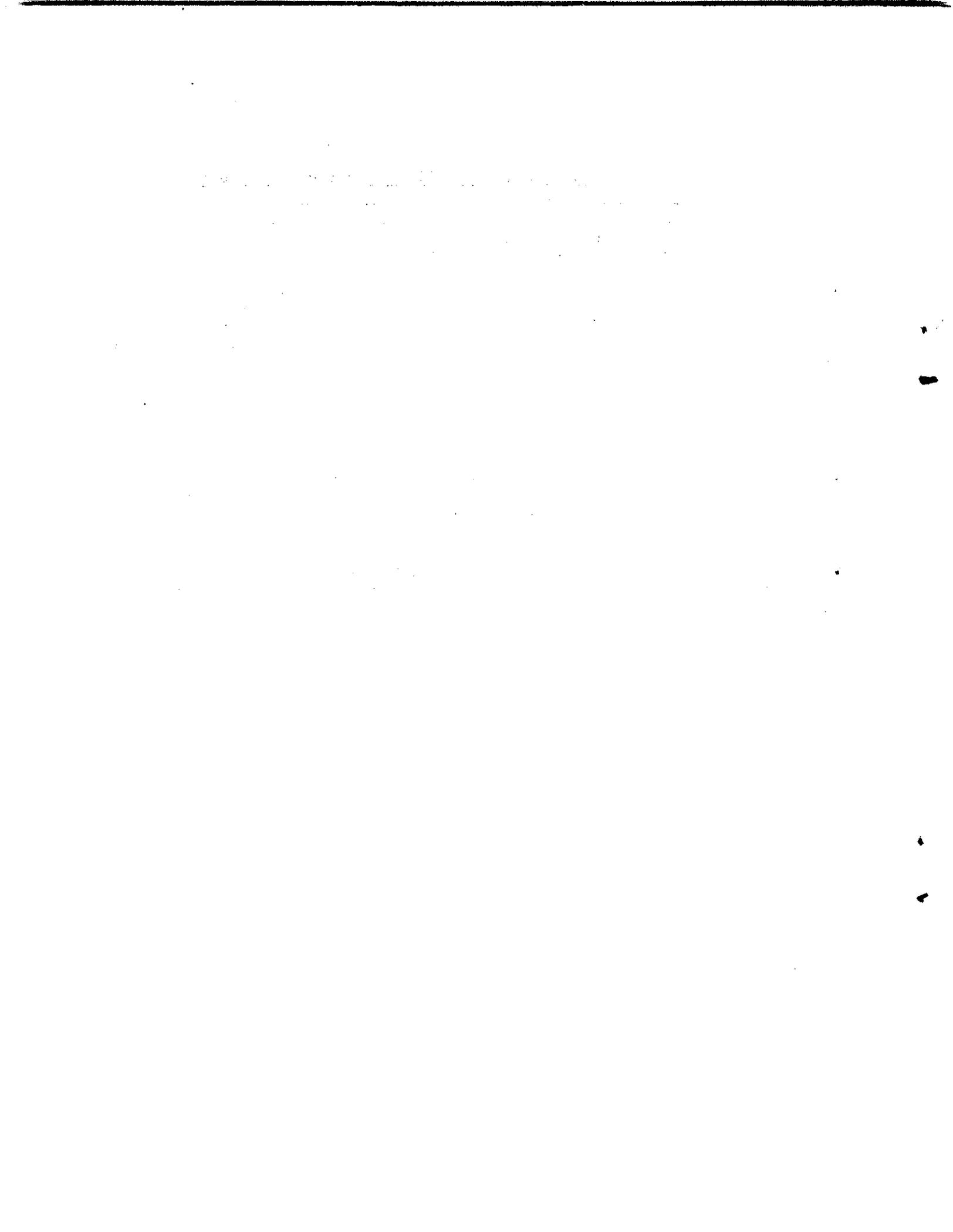
5. The fifth part of the report discusses the work done in the various departments. It mentions the results of the work done in the past year and the plans for the future.

11

12

Mandat pour la présente étude, tel qu'il a été recommandé par
la Table ronde des experts africains et internationaux
sur la réforme du système monétaire international
et les intérêts africains
Addis-Abéba, 21 et 22 janvier 1974

1. Etudier, en consultation avec l'Association des banques centrales africaines et le Fonds monétaire international (FMI), les politiques et stratégies adoptées par les autorités monétaires africaines en ce qui concerne la gestion de leurs marchés des changes durant la période de flottement généralisé des 18 derniers mois; évaluer les inconvénients et avantages de ces politiques et pratiques pour la gestion de leurs réserves, l'utilisation des instruments monétaires, les dispositions relatives à la commercialisation de leurs produits d'exportation, l'application du contrôle des capitaux et la dette extérieure.
2. Etudier la possibilité, pour certains pays, d'établir des marchés des changes à terme et examiner les mesures qu'ils pourraient adopter pour réduire au minimum les répercussions d'un système généralisé de flottement des taux de change dans l'avenir immédiat.
3. Examiner les problèmes que le rattachement des diverses monnaies africaines à des monnaies d'intervention flottantes différentes implique pour la coopération entre pays africains dans la mise au point d'accords de commerce et de paiements.



Introduction

1. Le présent rapport préliminaire est une contribution aux études particulières visant à faciliter la formulation de principes d'orientation sur les problèmes de gestion monétaire et financière extérieure en Afrique dans le cadre d'un système de flottement généralisé des principales monnaies, le but étant d'alléger la situation particulière d'incapacité de réagir où se trouvent les monnaies non négociables ^{1/}. La caractéristique distinctive de l'étude est peut-être qu'elle représente une tentative d'identification et d'examen des problèmes que posent aux pays africains la plus grande flexibilité des taux de changes des principales monnaies du point de vue opérationnel concret des autorités monétaires africaines, et aussi dans l'optique des services commerciaux et des institutions financières, qui sont appelés à prendre des décisions dans lesquelles la structure des taux de change joue un rôle non négligeable. Dans cette étude, on cherche à dégager les fondements essentiels de certains secteurs de la politique monétaire, (ajustement des paiements à l'échelle mondiale et régionale à l'aide de la modification des taux de change, organisation intérieure sur le plan commercial et financier, gestion des réserves et mouvement des capitaux, gestion de la dette extérieure publique et privée et emprunts) au sujet desquels on peut ou doit prendre des décisions efficaces afin de réduire au minimum les pertes éventuelles attribuables à la flexibilité des taux de change et de porter au maximum les avantages, quels qu'ils soient, que les organes directeurs peuvent tirer du fait que les taux de change varient plus fréquemment que ce n'était jusqu'ici le cas et qu'ils resteront probablement instables dans l'avenir immédiat.
2. De concert avec les autres pays en voie de développement, les pays africains ont participé activement à l'examen des problèmes causés par l'effondrement du système de Bretton Woods et par le malaise qui mine ses institutions, son fonctionnement et ses relations stratégiques, en coopérant au niveau international avec les principales puissances commerciales et financières, en vue de rétablir les systèmes existants de règlement international des relations monétaires, des échanges et des paiements. Pour être plus puissants, les pays africains se sont sans cesse efforcés d'élaborer une position commune sur les questions relatives à la réforme des arrangements monétaires internationaux et de la structure des règlements du commerce international, questions qui touchent particulièrement les intérêts des pays africains. On ne s'est pas toujours soucié d'identifier clairement et de définir avec précision ces intérêts par rapport aux possibilités qui s'offrent, compte tenu de la répartition du pouvoir économique dans le monde, des conflits d'intérêts économiques dominants et des limites du consensus international, et l'on ne s'est pas toujours trouvé en face de propositions des pays africains, qui soient suffisamment concrètes et acceptables du point de vue technique pour être réalisables.
3. Le rapport est fondé sur trois grands principes, à savoir :

^{1/} Résumé des principales conclusions de la Table ronde des experts africains et internationaux sur la réforme du système monétaire international et les intérêts africains, CEA, Addis-Abéba, 21 - 22 janvier 1974.

- a) que la position commune que pourraient adopter les pays africains au sujet de la réforme monétaire, et qui serait élaborée de la manière indiquée plus loin, devrait s'insérer en premier lieu dans le cadre que constituent les questions résultant plus ou moins directement du flottement généralisé des principales monnaies et de sa réglementation et non pas répondre à la seule nécessité d'établir des structures à plus long terme des relations monétaires et commerciales qui soient compatibles avec la promotion du développement économique de l'Afrique;
- b) qu'il faudrait élaborer des propositions de fonds sur les arrangements monétaires intérimaires qui renferment une position commune africaine, sur les caractéristiques acceptables d'une libre fluctuation, sur les arrangements institutionnels à conclure pour régler les variations de taux et les obligations d'intervention, sur les méthodes à adopter pour concilier les objectifs des pays en matière de paiements et la répartition des charges d'ajustement, etc., en fonction des problèmes pratiques particuliers que pose la gestion des changes, des paiements et des réserves des pays africains, dans des conditions de flottement généralisé, plutôt que de formuler des principes, des besoins ou des préférences pour des conditions idéales (telles que les caractéristiques de stabilité des taux de change fixes ou l'importance accordée à la symétrie des obligations d'ajustement);
- c) qu'à moyen terme les pays africains pourraient dans l'ensemble exercer un contrôle plus efficace sur leurs taux de change, leurs paiements et leurs réserves en créant leurs propres institutions, et en élaborant leurs propres politiques et méthodes, qu'ils ne le feraient lors de la mise au point d'institutions internationales et de mécanismes régulateurs sur lesquels ils n'exerceraient peut-être qu'une influence restreinte; qu'ils continueraient à préconiser vivement les réformes des accords internationaux qui leur permettraient plus facilement de rationaliser leurs relations économiques avec l'extérieur et qu'ils ne manqueraient pas de participer pleinement, en coopération avec les autres pays, à l'élaboration de ces systèmes.

4. Dans le présent rapport, il est essentiellement question des problèmes que pose la constitution d'un cadre pratique qui permette de gérer les taux de change, les paiements et les réserves, ainsi que la dette extérieure dans des conditions de plus grande fluctuation des taux de change, qui sont susceptibles de se maintenir à moyen terme, c'est-à-dire pendant une période de quatre à cinq ans peut-être. Le rapport s'emploie à démontrer que, dans chaque domaine, la sagesse conventionnelle ne suffit souvent plus à assurer un cadre approprié à la prise de décisions relatives à la structure des taux, à la composition des avoirs extérieurs, etc., et suggère d'autres programmes analytiques et bases pratiques qui aideraient à faire un meilleur choix. C'est ainsi que, dans le domaine de la gestion des taux de change, les règles traditionnelles comprennent trois principaux éléments: a) la supposition que les relations commerciales et financières d'un pays ayant une monnaie non indépendante ne seraient perturbées que de façon négligeable en cas de changement de parité de sa 'monnaie d'intervention' si le pays rétablissait l'ancien rapport de parité avec sa monnaie d'intervention;

b) une variété d'opinions découlant de la nouvelle théorie de dévaluation qui vient de faire son apparition dans les pays en voie de développement, et notamment de l'idée que la 'flexibilité limitée' présente peu d'intérêt pour la gestion des changes dans les pays en voie de développement; (c) l'hypothèse que toute ligne de conduite qui améliore l'efficacité de l'ajustement entre pays industrialisés renforcerait forcément la probabilité d'un ajustement moins coûteux dans les pays en voie de développement, notamment en stabilisant les structures du taux de change, en intensifiant le mouvement éventuel de capitaux non spéculatifs des pays industrialisés vers les pays peu développés et, de façon générale, en allégeant la pression qu'exerce sur les pays peu développés la nécessité de procéder à un ajustement. Lorsque les rapports des taux de change entre les principales monnaies sont mobiles, il n'est plus possible d'analyser de façon satisfaisante les structures des modèles de réponse des systèmes de change en Afrique (définis en fonction du choix de la monnaie d'intervention, des rapports avec cette monnaie, des modifications de la composition, par monnaie, des réserves et des dettes, etc.) d'après ces hypothèses. Différents principes d'analyse et d'orientation paraissent s'imposer lorsque l'on examine les problèmes de gestion compte tenu des besoins des institutions qui prennent les décisions, selon qu'elles les prennent chaque jour ou à des intervalles plus espacés.

5. Le chapitre premier est une évaluation, forcément provisoire, des éventuels points faibles de la conception africaine de la réforme monétaire internationale, qui englobe le recours à diverses institutions et méthodes de délibération et de recherche, à la négociation et au compromis politique. Il paraît possible de définir des objectifs plus réalistes et de trouver un domaine de diplomatie technique et économique, où l'efficacité des stratégies africaines pourrait être relevée pendant la phase 'provisoire' de réglementation monétaire internationale. Les thèses avancées dans le présent rapport ne sont pas censées remplacer l'évaluation détaillée des diverses formes de participation africaine aux activités des principales institutions (Comité des Vingt du FMI, Groupe des Vingt-Quatre, Conseil des gouverneurs du Fonds et de la Banque mondiale, Groupe des Soixante Dix-Sept, Conférence des ministres africains sur le commerce, la monnaie et la coopération, Association des banques centrales africaines, etc.), évaluation qui reste à faire. Le moment n'est donc pas encore venu de formuler des jugements plus catégoriques. De même l'examen des orientations nouvelles pour la gestion du flottement est préliminaire.

6. Dans le deuxième chapitre, on examine certains des renseignements restreints dont on dispose sur les réactions des gouvernements africains et des autorités monétaires face aux principaux changements intervenus dans les pratiques et rapports internationaux de change depuis 1971. Au nombre des questions d'analyse et d'orientation examinées, on étudiera notamment le rôle des taux de change par rapport aux autres formes d'ajustement des paiements et des prix intérieurs et la sensibilité des courants commerciaux et financiers aux variations des taux de change nominaux. Dans le troisième chapitre, il est question de certains problèmes touchant la redéfinition des systèmes et rapports de change, du caractère et des conséquences du rattachement des monnaies africaines à leur 'monnaie d'intervention' et de l'importance de l'instabilité des taux de change pour la politique à adopter. Le recours aux taux de change multiples est préconisé.

7. Dans le quatrième chapitre, on analyse les effets de l'instabilité des changes sur les coûts et prix intérieurs, compte tenu des réactions des services commerciaux et industriels, des institutions financières et des consommateurs, en s'intéressant tout particulièrement aux entreprises commerciales et industrielles qui procèdent par précaution à des mouvements de capitaux, ajustent leurs prix et rectifient leurs politiques financières. Les possibilités d'assurer des moyens de couverture à terme sont examinées au titre d'une stratégie tendant à modérer la distorsion inflationniste inhérente à l'instabilité des changes. Les questions relatives à la gestion des avoirs extérieurs qui sont examinées dans le cinquième chapitre portent notamment sur l'adaptation plus délibérée de la structure des portefeuilles et à la composition, par monnaies, des engagements extérieurs, sur le mécanisme de diversification, sur les possibilités de limiter l'exposition nette et sur les inconvénients et avantages des accords de garantie de change du genre de ceux qui existent dans la zone sterling. Les répercussions des variations de la valeur des monnaies sur les paramètres de la dette extérieure et les problèmes que posent l'aménagement de la dette et l'endettement font l'objet du sixième chapitre. La nécessité d'étendre la gamme des possibilités de remboursement et d'emprunt offertes aux pays africains est soulignée et la possibilité d'emprunter sur le marché des euro-monnaies est analysée en fonction de cette nécessité.

CHAPITRE PREMIER

LE SYSTEME INTERIMAIRE DE GESTION MONETAIRE INTERNATIONALE :
POSITION AFRICAINE

8. Maintenant que l'on peut dire qu'il existe officiellement un système intérimaire de gestion, il n'en est pas moins nécessaire que les pays qui portent grosso modo le même intérêt aux questions spécifiques de réforme monétaire internationale adoptent une position commune. Il se peut que les problèmes de prise de décisions, de surveillance et de sanctions dans le cadre du nouveau système et l'adaptation de ce système à l'évolution de la situation et aux objectifs économiques des pays au fur et à mesure que l'on tire des enseignements de son application, se révèlent plus difficiles à résoudre que le problème dont la solution a demandé un certain temps qui consistait à l'origine à parvenir à un accord sur des réformes intérimaires. C'est surtout pour sauvegarder les intérêts des pays peu développés, et plus particulièrement des pays africains, qu'il faut formuler sans tarder une position commune. Il est nécessaire de déterminer avec soin le caractère, la portée et l'importance des questions fondamentales au sujet desquelles il serait logique d'élaborer une position commune ainsi que de définir les possibilités de faire valoir cette position d'une manière aussi efficace que possible. C'est dans ce but que l'on examinera la position que les pays africains paraissent avoir adoptée au cours de la première phase de la réforme monétaire internationale.
9. La position la plus courante, qui a fait l'objet de négociations entre les pays peu développés, s'est révélée utile pour parvenir à un accord pour ainsi dire unanime sur les objectifs et les grands principes de réforme à suivre dans les accords monétaires de portée mondiale. Cette position n'a toutefois, de l'avis général, apporté qu'une contribution marginale à la formulation des dispositions techniques détaillées des réformes proposées et sans doute encore moins à l'identification, suffisamment détaillée, des caractéristiques d'un système monétaire réformé et à la définition des conditions préalables nécessaires à son fonctionnement, ce qui est d'une importance vitale pour les intérêts de ces pays.
10. D'une manière générale, les pays en voie de développement ont marqué leur préférence (bien qu'ils y aient sans aucun doute un très grand intérêt) pour un système multilatéral commercial et monétaire stable et plus libéral, qui, laissent-ils entendre à l'occasion, ne saurait être établi tant que l'on ne reconnaît pas l'interdépendance considérable qui existe entre leurs besoins sur le plan commercial et monétaire et les concours financiers nécessaires pour leur développement. Toute réforme du système répondant à cette exigence devrait comprendre un mécanisme efficace qui permette de transférer vers les pays peu développés un volume suffisant de liquidités internationales à bas prix et de ressources réelles. Cette attitude n'était guère surprenante étant donné que, surtout depuis la fin des années 60, l'évolution régulière de leurs paiements extérieurs et des termes de l'échange et la réalisation véritable de leurs possibilités de développement avaient été fortement compromis par l'évolution discontinue de l'économie des pays industrialisés, dont l'activité était caractérisée non seulement par l'instabilité de la demande et des prix des produits primaires mais

aussi par une tendance constante à la hausse des prix de leurs exportations de produits manufacturés et intermédiaires, par des contrôles importants sur les exportations privées de capitaux et par des restrictions strictes à l'accès à leurs marchés des capitaux et du crédit, de même qu'aux marchés intérieurs sur lesquels les produits manufacturés des pays peu développés étaient compétitifs.

11. Les pays en voie de développement n'avaient pas pleinement réalisé que la réforme monétaire consistait à résoudre des problèmes très particuliers et qu'au fur et à mesure que le caractère de l'ajustement économique international changeait la position des principales puissances économiques et, les conceptions, principes et intérêts essentiels de base, en fonction desquels cette nouvelle position était rationalisée changeaient eux aussi. Comme il n'y avait eu aucun changement fondamental des problèmes qu'ils déclaraient avoir, peu de modifications délibérées des objectifs ou de l'importance accordée aux diverses questions sont apparues dans la position adoptée par l'ensemble des pays peu développés. Les conceptions des pays développés, qui avaient essentiellement trait à leurs propres problèmes d'ajustement monétaire avec l'extérieur, n'étaient en aucune façon uniformes mais contrastaient néanmoins vivement avec celles des pays peu développés, notamment des pays africains, en ce qui concerne surtout la manière d'exposer les problèmes et de définir la stratégie à suivre pour les négociations.

12. Au début des négociations officielles sur la réforme, les Etats-Unis d'Amérique ont paru insister, avant même d'énoncer des détails techniques, pour que les options fondamentales qu'un système réformé pourrait offrir par rapport aux manifestations plus visibles de déséquilibre économique international, soient précisées. Ce déséquilibre se manifestait notamment par une coexistence difficile, pendant des périodes indûment prolongées, d'importants excédents de la balance des paiements extérieurs dans certains pays à côté de déficits relativement importants et non moins durables dans d'autres pays. Tout en étant plus souple, un système réformé devrait être plus apte à réglementer l'ajustement que le système des parités fixes, et à prévenir l'accumulation d'excédents et de déficits en exigeant un ajustement plus fréquent des parités, surtout de la part des pays excédentaires, tout en permettant à tous les pays de garder une liberté de choix suffisante en ce qui concerne les formes secondaires d'ajustement et de poursuivre des objectifs de politique économique nationale. Le cadre qu'ils recherchaient reposerait implicitement sur le respect de certaines règles de bonne conduite mais en limiterait le nombre et la portée à un minimum conforme à la notion d'efficacité et d'équité ^{2/}. Par opposition à l'attitude des Etats-Unis, l'Europe occidentale paraissait à ce stade plus disposée à appuyer des arrangements techniques spécifiques qui étaient plus détaillés et porteraient sur des périodes plus longues: un système de parités fixes sans être pour autant immuable fondé sur la convertibilité générale des monnaies clés, la disparition progressive de l'utilisation des monnaies nationales comme liquidités internationales et comme réserves, une certaine forme de réglementation internationale en ce qui concerne la création et l'emploi de liquidités et

^{2/} On peut se référer à cet égard aux nombreuses allocutions prononcées par le Président des Etats-Unis d'Amérique à l'occasion de la conclusion de l'accord du Smithsonian Institute et des réunions du FMI, de la BIRD et de l'ONU, et aux déclarations du Secrétaire au Trésor, des fonctionnaires du Trésor et des représentants des Etats-Unis au Comité des Vingt et au Conseil d'administration du FMI.

un certain degré d'égalité des droits et obligations de tous les pays pour ce qui est de la nécessité de procéder à un ajustement efficace et équitable.

13. En dépit de ces différences qui n'étaient ni entièrement explicites ni logiquement fondées entre les stratégies respectives des Etats-Unis et de l'Europe occidentale et du Japon, il y avait, dans une large mesure, identité de vues sur les aspects secondaires des réformes proposées, une fois que la raison d'être de la réforme avait été acceptée par les deux parties, et notamment la nécessité de supprimer, par tous les moyens disponibles qui pourraient être rendus acceptables pour les uns et les autres, les déficits considérables de la position extérieure des Etats-Unis et l'incidence des charges d'ajustement réel et financier qui en résultent et que ni les Etats-Unis ni l'Europe occidentale ne pouvaient continuer à accepter. Les Etats-Unis n'étaient apparemment pas seuls à croire que leurs déficits et ceux de certains pays industrialisés d'Europe ne provenaient pas seulement du rôle particulier que jouaient les Etats-Unis dans l'équilibre (ou le déséquilibre) du système monétaire mondial mais aussi du déséquilibre structurel du pouvoir commercial et compétitif entre les Etats-Unis et les pays excédentaires, en particulier le Japon et l'Allemagne de l'Ouest, déséquilibre qui résultait de l'existence de rapports de change prétendument "mal alignés" et "inéquitables" et aussi des mesures et pratiques restrictives imposées sur les échanges, les investissements et les paiements.

14. Même si les Européens ont laissé entendre, de façon peut-être plus systématique que les autres, qu'au cours du processus de réforme il faudrait tenir davantage compte des intérêts des pays en voie de développement, l'objectif de la réforme monétaire internationale n'avait guère été de servir ces intérêts. De leur côté, les pays en voie de développement se sont efforcés de leur mieux de saisir l'occasion de la réforme pour améliorer leurs possibilités de développement économique, en s'intéressant tout particulièrement, à tort prétendront certains, à la constitution de mécanismes devant permettre le transfert dans leurs pays des ressources réelles provenant des pays développés.

15. Il était inévitable que l'opération 'non officielle' de réforme se soit encore moins directement préoccupée des problèmes des pays en voie de développement. Le système intérimaire qui en est résulté et qui a souvent donné lieu à des 'réformes' de fait, comprenait essentiellement des mesures spéciales ad hoc en faveur des pays les plus développés (réalignement des taux de change, flottement, séparé ou commun, des taux de change, élargissement des bandes de fluctuation, accords de crédit réciproque entre banques centrales, recyclage des flux de capitaux spéculatifs, intervention coordonnée, etc.); mais établi bien souvent sous la pression intense et brusque exercée par le marché des changes, ce système était orienté vers des problèmes d'un autre ordre concernant surtout les pays industrialisés. Dès mars 1973 on apercevait une structure des principaux taux de change qui n'était ni stable ni nécessairement soutenable mais qui n'en contribuait pas moins à effacer le péché originel que constituaient les déficits incorrigibles des Etats-Unis et les excédents du Japon, sinon de la République fédérale d'Allemagne, structure des taux de change qui, gérée plus ouvertement, était donc plus susceptible d'être facilement renversée par différents pays ou par des blocs monétaires régionaux mais qui réagissait néanmoins de façon étonnante aux influences fondamentales du marché des changes. Les problèmes rencontrés

étaient essentiellement des problèmes à court terme et parfois à moyen terme, qui consistaient à ajuster les objectifs de la balance des paiements des pays développés, à rétablir l'équilibre de structure de leur compétitivité internationale et à atténuer les répercussions des mouvements spéculatifs de capitaux privés sur la valeur des monnaies et sur le fonctionnement normal du marché. Ce n'était manifestement pas les problèmes à plus long terme de développement des pays industrialisés qui exigeaient l'élimination des limites de structure à la croissance. Les solutions apportées aux problèmes d'ajustement à court terme étaient censées, tout au plus, renforcer le cadre devant permettre de réaliser les objectifs de croissance de la production et de la productivité, de modérer l'inflation, et de faire des progrès vers l'égalité sociale.

16. Les pays en voie de développement par contre paraissent avoir cherché des réponses à leurs besoins fondamentaux de développement dans le cadre d'une opération officielle de réforme qui, bien que ostensiblement conçue pour constituer un cadre à long terme de régulation monétaire, tendait de plus en plus à s'écarter de cette raison d'être diplomatique et à donner lieu à une réforme non officielle, à laquelle les pays peu développés n'ont que très peu participé, et qui, portant presque exclusivement sur les problèmes à plus court terme, visait à maîtriser le comportement des changes et à lutter contre les mouvements nuisibles de capitaux. Et pourtant les problèmes auxquels se heurtaient les pays peu développés et qui exigeaient une attention immédiate résultaient précisément du fait que les pays développés s'étaient en fait soustraits à la discipline d'ajustement traditionnel à laquelle devaient se soumettre les pays jouant un rôle clef et à l'engagement collectif d'assurer le bon fonctionnement du système, sérieusement affaibli, de Bretton Woods, qu'ils avaient remplacé par un assemblage de mesures spéciales, alors que les pays peu développés n'en restaient pas moins effectivement soumis aux dispositions de l'accord de Bretton Woods. Les plus urgents de ces problèmes provenaient de la rupture brutale et de l'instabilité croissante des rapports de change, nettement aggravées pour la plupart des monnaies des pays peu développés, mais particulièrement des pays africains, par les liens depuis toujours rigides qui existaient entre leur parité et celle de leurs monnaies respectives d'intervention, de réserve et d'échange; des pressions exercées sur les coûts et prix intérieurs et sur les paiements extérieurs par la perturbation de leurs relations commerciales résultant du réaligement des parités entrepris pour réduire les avantages compétitifs entre les pays industrialisés; et des difficultés réelles que causaient la gestion des taux de change et la situation des réserves et des paiements des pays peu développés. Ces problèmes et les conditions dans lesquelles ils se manifestent de plus en plus à l'échelle mondiale demandent à être davantage pris en considération par les pays africains, qui cela ne paraît avoir été le cas jusqu'à présent.

17. Ces dernières années, une nouvelle structure des paiements internationaux s'est ébauchée, structure au sein de laquelle les déficits importants et tenaces des Etats-Unis peuvent être éliminés dans un avenir immédiat, alors que l'Europe occidentale et le Japon commenceront fort probablement à accuser un déficit sur le compte commercial envers les pays arabes exportateurs de pétrole et qu'une expansion substantielle du déficit des paiements des pays peu développés paraît inévitable à l'égard des pays industrialisés et des pays

industrialisés et des exportateurs de pétrole ^{3/}. La mesure dans laquelle le solde déficitaire qui sous-tend la position des Etats-Unis peut-être due à la faiblesse de leur position commerciale relative a considérablement diminué, alors que les pressions intenses sur le compte courant dont font l'objet l'Europe occidentale dans son ensemble (à l'exclusion peut-être de la République fédérale d'Allemagne) et le Japon pourraient prendre un aspect plus structurel d'ici la fin des années 70, ce qui ressemblerait au déficit actuel des pays peu développés et ne serait pas un premier lieu une conséquence de l'évolution des rapports dans la compétitivité relative des échanges. Au cas où l'Europe occidentale et le Japon cesseraient d'accuser un excédent traditionnel qui, prévoyait-on généralement au début des années 70, devrait persister, et puisque, selon les prévisions, les pays arabes producteurs de pétrole deviendraient excédentaires et seraient en grande partie exempt de l'obligation de se soumettre aux mesures d'ajustement proposées pour les pays excédentaires, le caractère du problème urgent d'ajustement international en est manifestement modifié. Même si le dollar des Etats-Unis parvenait à se consolider de façon notable dans l'avenir immédiat, les Etats-Unis ne seraient peut-être pas pour autant disposés à rétablir la convertibilité du dollar dans le cadre d'un système de flottement généralisé, sauf peut-être dans le cas où il n'en résulterait pas de menaces sérieuses pour la prédominance du dollar dans la nouvelle structure des relations monétaires et économiques que les Etats-Unis préconisent, ni peut-être pour la stabilité d'un système plus souple, moins formellement réglementé, d'accords monétaires et de mouvement international de capitaux, système que les Etats-Unis et d'autres pays industrialisés se sont engagés à créer. L'évolution de la situation est caractérisée par le risque d'une pénurie de plus en plus grave de liquidités internationales, qui frapperait de nombreux pays développés et la plupart des pays en voie de développement, ce que prouvent par exemple les changements en matière de contrôle des mouvements de capitaux en Allemagne et au Japon, les pressions forçant un certain nombre de pays industrialisés à emprunter sur le marché des euro-monnaies pour stabiliser leurs paiements, ainsi que les

^{3/} Les tendances mondiales des balances des paiements ont été examinées de façon assez exhaustive dans une série d'études réalisées par le FMI sur les perspectives de l'économie mondiale à la suite de la hausse des prix du pétrole. Certaines enquêtes de l'OCDE relatives aux objectifs et à l'évolution de la balance des paiements des Etats membres ont été passées en revue dans des publications, et notamment dans l'Observateur de l'OCDE. La situation des paiements des Etats-Unis est évaluée dans les derniers numéros des bulletins (Reviews) des Banques fédérales de réserve de New York et de St. Louis et dans la publication intitulée "U.S. Balance of Payments Trends" de la Banque fédérale de St. Louis. Les tendances de la balance des paiements des pays africains touchés par la crise du pétrole sont analysées par Y.Z. Kyesimira "Les répercussions de la hausse des prix du pétrole sur les économies africaines et propositions relatives aux liquidités et aux problèmes financiers résultant de la hausse des prix du pétrole", CEA, E/CN.14/WP.1/86, 5 juillet 1974 et "Répercussions de l'embargo pétrolier sur les Etats africains membres de l'Organisation de l'unité africaine: Etude technique", OUA, Addis-Abéba, 1974.

déficits croissants dus à la hausse des prix du pétrole que connaissent la plupart des pays peu développés à un moment où les prix des produits de base fléchissent.

18. Par rapport à ces éléments des perspectives mondiales à moyen terme des balances des paiements, la position adoptée par les pays africains au sujet de la réforme du système monétaire et commercial a paru progressivement ne plus suivre la même cadence. Les pays africains et d'autres pays peu développés ont enregistré des progrès notables lorsqu'ils se sont rendu compte que, quel que soit le contexte de la réforme, les pays en voie de développement se trouvaient dans une situation particulière, et pouvaient exiger, le cas échéant, l'adoption de mesures spéciales en faveur des pays peu développés. On peut se faire une idée des principaux domaines qui ont préoccupé les pays africains à partir des discussions et des résolutions de plusieurs réunions multinationales, en particulier de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED) (Résolution 84(III) de la troisième session), d'une déclaration complète et détaillée de principes du Groupe des 77 adoptée à Lima, des délibérations de l'Association des banques centrales africaines, d'une série de résolutions prises par des organisations africaines et lors des réunions des Chefs d'Etat et de gouvernement ou au niveau ministériel, et surtout à partir des résolutions adoptées à la Conférence des ministres africains sur le commerce, le développement et les questions monétaires, qui s'est tenue à Abidjan du 9 au 13 mai 1973. Cette conférence a élaboré une Déclaration africaine sur la coopération, le développement et l'indépendance économique, que les Chefs d'Etat et de gouvernement africains ont ensuite approuvée. L'exposé probablement le plus complet de la position africaine figure dans une déclaration des gouverneurs africains sur les grandes lignes de la réforme monétaire internationale faite lors de la réunion du FMI, qui s'est tenue à Nairobi en septembre 1973. Sous leur forme la plus générale, les conceptions communes consistaient à demander simplement de prendre note de la portée de la réforme, en ce qui concerne les apports de ressources financières par rapport aux besoins de liquidités internationales des pays africains, et en ce qui concerne le fardeau que représente le service de la dette extérieure et la nécessité d'une coopération intra-africaine dans le domaine monétaire. Mais, ni l'identification des intérêts communs ni l'énumération des problèmes partagés, tels que la diminution du taux de croissance relatif, la détérioration de la situation des paiements et des termes de l'échange, la régression des transferts de ressources réelles qui s'effectuent dans des conditions moins avantageuses, ce qui implique l'augmentation des courants inverses, ne constituent en soi une conception commune ou une base suffisante, qui permettent d'adopter une stratégie commune de coopération et d'action lorsqu'il s'agit de négocier une réforme du système commercial et monétaire et du financement du développement.

19. Lorsque des principes concrets ont été proposés, ils ne définissaient généralement que des conditions ou obligations minimales non spécifiées que les gouvernements africains eux-mêmes ou leurs interlocuteurs devaient accepter. Ces accords de principe n'ont presque jamais prévu de règlement satisfaisant des dispositions techniques qui, seules peuvent les rendre crédibles. C'est ainsi qu'à propos des obligations d'ajustement, la condition exigeant que les pays excédentaires comme les pays déficitaires soient contraints de choisir et d'appliquer des mesures correctives de façon à orienter des flux de ressources réelles vers les pays peu développés ou que le recours à des pressions progressives sur les pays soit modéré par la nécessité de renforcer des mécanismes de transferts de ressources réelles,

semble manquer de crédibilité et serait-ce comme principe d'orientation pour formuler la position particulière à adopter pour les négociations. Même à propos de questions sur lesquelles il existe de grandes divergences de vues ou d'intérêts économiques entre les pays africains et les pays développés, comme par exemple à propos du principe de non-réciprocité des concessions commerciales, une position particulière ne représente souvent pas plus qu'un prélude à la négociation sur le fond. Certaines positions communes, manifestement bien définies réclament un déploiement d'efforts de la part des institutions internationales, des pays développés et de leurs organisations régionales et de la 'communauté internationale' pour parvenir à l'adoption de vastes structures de politique et de mesures, qui sont jugées conformes à des objectifs plus ou moins concrètement spécifiés, tels que des objectifs indicatifs pour la quantité et la qualité des transferts de ressources et l'accès non discriminatoire aux marchés des capitaux et des produits des pays industrialisés. La résolution du Groupe des 77 sur l'adoption de politiques transitoires en attendant la réforme du système monétaire international, tout en étant d'une précision peu banale dans sa compréhension analytique des phénomènes, enjoint néanmoins de façon quelque peu désespérée aux pays développés et aux organisations internationales de concevoir un mécanisme qui permette de redistribuer de façon plus égale, et favorable aux pays peu développés, les avoirs existants de liquidités internationales extrêmement mal répartis, de façon à lutter plus efficacement contre les pressions inflationnistes dans les pays industrialisés et aussi contre le mouvement de capitaux spéculatifs, "pour assurer une période de transition ordonnée, donc stable", qui permette d'éviter des distorsions dans l'économie, les plans de développement, la structure des échanges internationaux et les prix dans les pays peu développés de même que des termes de l'échange 4/.

20. Les positions ou conceptions communes sur les questions monétaires et commerciales, du genre de celles qui ont été examinées plus haut, ont leur utilité, ne serait-ce que pour prouver le succès de la coopération intra-africaine. Néanmoins lors des négociations menées avec les pays développés dans le cadre institutionnel existant ou prévu pour l'examen, la négociation et la prise de décisions, ces positions sont compatibles avec une gamme presque infinie de dispositions détaillées relatives à ces institutions et à leur fonctionnement, dispositions qui, impliquant des engagements plus ou moins importants pour les pays peu développés, répondent à divers degrés aux principes et exigences particuliers et aux objectifs de ces pays et à leurs intérêts en jeu dans la réforme monétaire. Ces principes comportent rarement une base de choix suffisante entre les nombreuses possibilités qui s'offrent. Cette faiblesse de structure est souvent accentuée par le fait que la position commune africaine est établie d'après des objectifs de développement à long terme qui, pour être réalisés, exigent un changement fondamental de la structure du pouvoir économique mondial, dans le rapport de force économique entre pays, blocs régionaux et intérêts collectifs, ou

4/ Rapport de la Commission des invisibles et du financement lié au commerce sur sa sixième session (TD/B/464) Annexe III.

un changement fondamental de la volonté politique des pays d'accepter la nécessité de parvenir à une identité d'objectifs et de régler véritablement d'un commun accord les conflits d'intérêts économiques. Il est évident que les accords de principe ne peuvent être que d'une utilité limitée. Ce dont on a désormais besoin c'est d'un accord sur une conception plus pragmatique et subtile des questions monétaires et commerciales et des problèmes de développement, qui répond en premier lieu aux besoins pressants, aux réalités et aux possibilités à court et à moyen terme et non pas aux impératifs plus importants de développement à long terme ou de constitution et de réforme du système.

Stratégie de négociation

21. La conception d'une nouvelle structure des accords et relations monétaires, telle que l'envisageait le Comité des Vingt, pourrait appartenir à un passé révolu. L'idée selon laquelle il était possible de fixer une date donnée à laquelle prendrait fin le processus de réforme et apparaîtrait un nouveau cadre n'a jamais été crue. La 'réforme' représenterait de plus en plus un processus décousu d'improvisations et de consensus obtenus à contre-cœur, qui évoluant à un rythme lent, délibérément réglé, serait déterminé par le système des intérêts acquis, l'équilibre du pouvoir et des privilèges économiques de même que par les stratégies diplomatiques et les ambitions des nations. Il n'est pas inconcevable que les négociations sur la multilatéralisation des échanges suivent la même évolution que l'opération officielle de réforme, étant donné que les pressions combinées qu'exercent la concurrence accrue sur les marchés, l'inflation et la récession dans les pays industrialisés, l'aggravation du protectionnisme et l'accroissement des déficits compliquent le processus d'ajustement aux nouvelles structures mondiales de la production, des échanges, des investissements et des courants de ressources réelles, qui suivraient la fin d'une longue période de pétrole et de produits primaires à bon marché. Dans l'élaboration de la réforme monétaire intérimaire, il faudra tenir compte de ces pressions sur le plan commercial.

22. Les pays africains souhaiteraient peut-être envisager d'appuyer une pratique relativement nouvelle de négociation économique internationale, selon laquelle les négociations seraient plutôt plus fréquentes qu'à l'heure actuelle et porteraient sur un nombre limité de sujets choisis avec discernement, présentant un intérêt particulier, ce qui contrasterait avec les efforts déployés par le Comité des Vingt pour constituer une fois pour toutes un système et avec le cycle quadriennal des délibérations monumentales portant sur pratiquement tous les aspects des rapports antagonistes existant entre les pays peu développés et les pays développés, délibérations caractéristiques de la CNUCED. La position commune africaine résulterait alors d'analyses expertes des questions pertinentes, énoncées dans le but d'offrir d'autres propositions fondamentales directement applicables dans un contexte spécifié de négociations, et définies en fonction du niveau des objectifs qu'il est possible d'atteindre dans ce contexte. A l'appui des négociations monétaires, ces analyses auraient pour but général de caractériser et de quantifier les principales formes sous lesquelles se répercuteraient les taux flottants sur les aspects essentiels des réalisations et des perspectives économiques des pays africains (échanges et paiements, réserves officielles et dettes, et leur gestion) et serviraient plus particulièrement à évaluer les méthodes pouvant être utilisées pour réduire

au minimum le coût net des libres fluctuations des parités. Sur le plan de la politique générale, il faut identifier un cadre correspondant d'organisation économique et monétaire à l'échelon national, régional et international, qui comprenne des institutions, des règles et modes de procédure, des droits et obligations et des mécanismes de consultation, de coopération et de négociation, propres à mettre les pays africains mieux en mesure d'accroître au maximum les avantages relatifs par rapport au coût du flottement généralisé.

23. Le flottement des taux de change étant devenu la règle et ne constituant plus une exception admise de mauvaise grâce, au moins pour les grands pays, dans un système dépourvu de convertibilité générale ou de principe bien établi de règlement des avoirs, il semblerait souhaitable d'accorder moins d'importance dans le cadre d'une réforme intérimaire, au souci de symétrie, impliquant une uniformisation des droits et obligations d'ajustement, qui s'insère manifestement mieux dans un cadre de parité 'fixe mais ajustable', et d'en accorder davantage à la nécessité de parvenir à une péréquation relative des charges résultant de l'instabilité des taux de change.

Orientations pour le flottement et intérêts africains

24. Pour étudier le coût et les incidences des charges d'ajustement et des problèmes connexes que pose la gestion des taux de change et des paiements dans des conditions de flottement, nous examinons brièvement et à titre expérimental le cadre devant permettre de réglementer les taux flottants, qui ont fait leur apparition au cours des négociations du Comité des Vingt, auxquelles ont participé les pays africains et d'autres pays peu développés. Cet examen montre de quelle façon des analyses de ce genre pourraient constituer la base nécessaire à la définition et au choix de positions communes et des détails de la réforme à réaliser. Un examen plus détaillé des possibilités techniques de gestion des changes, des réserves et de la dette fait l'objet des chapitres suivants du présent rapport.

25. Les principales préoccupations du Comité des Vingt englobaient une gamme importante de questions techniques et politiques : problèmes techniques que pose la régulation du flottement et des obligations d'interventions comparés aux procédés d'ajustement et de règlement de caractère plus général; problèmes de liquidité et de consolidation à l'échelon mondial et d'évaluation d'autres structures pouvant être utilisées pour le transfert des ressources réelles vers les pays peu développés ^{5/}. Par contre, le programme d'action approuvé par le Comité des Vingt, à sa dernière session en juin 1974, était d'une portée plus limitée ^{6/}. Il comprend d'importantes propositions en vue de renforcer le mécanisme nécessaire à la prise de décisions générales et au contrôle continu du processus d'ajustement, d'améliorer les méthodes à employer pour gérer les liquidités mondiales et de créer un mécanisme complémentaire destiné à aider les pays qui éprouvent des difficultés à

^{5/} Les documents techniques, rapports de groupes de travail et procès-verbaux officiels des délibérations sont volumineux et il est impossible de donner des références précises.

^{6/} On trouvera les principes directeurs dans une annexe au présent rapport.

financer leurs importations de pétrole. Malgré tout, il ne se trouvera probablement pas grand monde pour nier que la partie essentielle du programme est réservée à l'ensemble des principes à adopter pour la gestion des taux de change flottants ainsi qu'à l'accord sur une méthode provisoire d'évaluation des droits de tirage spéciaux (DTS) par rapport à un "panier" de monnaies.

26. Tout comme le système non officiel de mesures monétaires spéciales en faveur des pays les plus développés, ni les prémisses de l'analyse ni l'ensemble de principes sur lesquels sont fondés les critères fonctionnels imposés aux pays membres en ce qui concerne leur obligation de respecter des accords réguliers de change, ni la structure des principes directeurs mêmes relatifs à la gamme des mesures admissibles et des mesures prescrites, ne tiennent suffisamment compte des intérêts des pays peu développés ni du caractère des problèmes que leur posent les taux de change flottants et le genre de réglementation proposé. On reconnaît en fait la position particulière qu'occupent les pays ayant une monnaie d'importance secondaire ou mineure, qui peut être rattachée à une monnaie flottante et utilisée comme moyen de réserve, d'intervention et de cotation, dans la mesure où l'on admet le principe qui préconise explicitement la conclusion de marchés entre les pays émetteurs et les pays utilisateurs de monnaies flottantes d'intervention. Il existe en outre une certaine identité entre les pays peu développés et les pays industriels en ce qui concerne la raison d'être fondamentale des orientations, car ils pourraient les uns et les autres profiter de certaines formes et d'un certain degré de stabilité et de régularité des fluctuations des taux flottants et de la situation d'équilibre qui en résulte dans les paiements internationaux, bien que les pays peu développés soient nettement plus touchés par l'instabilité des rapports de parités. La perspective que les nouvelles orientations améliorent la stabilité des marchés des changes internationaux présente de toute évidence un intérêt pour les pays africains.

27. Dans la plupart des pays africains, les éléments caractéristiques de l'organisation monétaire extérieure qui présentent de l'intérêt pour la gestion de leurs taux de change et de leurs opérations avec l'extérieur résultent du fait que les monnaies nationales ont un rapport plus ou moins souple avec les monnaies primaires, dont la plupart flottent actuellement; qu'il faut tenir compte d'une gamme élargie d'objectifs économiques (et non économiques), qu'il est possible de réaliser grâce à des variations de parités (auxquelles ces objectifs sont sensibles) effectuées à l'aide de méthodes, qui ne sont pas des méthodes types et sont loin d'être couramment employées dans les pays développés; qu'en raison des rapports de dépendance de leur monnaie, de l'étroitesse des marchés pour leur monnaie et des diverses insuffisances des intermédiaires institutionnels, l'intervention habituelle sur le marché des changes n'offre que des possibilités limitées d'influer sur les taux de change effectifs. La stratégie de gestion 'indépendante' des parités, que nous jugeons justifiée par ces relations monétaires et conditions institutionnelles et par rapport à laquelle des principes nationaux et internationaux applicables à la gestion des parités et à l'intervention en ce domaine seraient définis, comprend les éléments suivants: fixation indépendante du cours au comptant d'une monnaie flottante à taux de change unique ou de taux de change multiples; élargissement de la

marge qui sépare les points 'd'appui' et intervention souple mais décisive (le cas échéant 'agressive') par l'intermédiaire des marchés des changes, si c'est possible, sinon en dehors des marchés; gestion des facilités des marchés à terme créés pour influencer sur les coûts et prix intérieurs par l'intermédiaire du changement des parités; couverture active des opérations avec l'extérieur par la banque centrale, ce qui implique la gestion des paiements, des réserves et de la dette; et adoption de mesures d'intervention fiscale. (Le mécanisme de gestion des parités dans ce cadre d'indépendance est examiné plus tard). Il serait peut-être bon d'esquisser ici dans les grandes lignes l'utilité que pourraient avoir les nouveaux principes de flottement pour la gestion des parités africaines d'après ce modèle et les changements qu'il serait souhaitable de leur apporter.

28. De plus en plus les monnaies non indépendantes et en particulier les monnaies africaines devraient flotter de façon relativement indépendante, ce qui, dans certains cas, impliquerait éventuellement au début l'établissement de rapports nettement plus souples avec les monnaies clés flottantes de même qu'avec les monnaies à parité fixe. Au fur et à mesure que ces rapports évolueraient, la nécessité (déjà impérieuse) se ferait sentir de constituer un cadre adéquat de régulation, qui favorise en premier lieu une plus grande liberté des rapports entre les monnaies et des possibilités accrues de gestion indépendante de ces monnaies. Ce cadre devrait être fondamentalement libéral et non restrictif, et comprendre des orientations supplémentaires ou une modification de la portée et de la structure des mesures admissibles en vertu de ces nouveaux principes, surtout en ce qui concerne le caractère et le degré d'intervention et les conditions dans lesquelles il convient d'y faire appel. Etant donné que les fluctuations des taux de change de ces monnaies ne présentent généralement aucun risque pour les intérêts internationaux ou n'entraînent pas forcément de discrimination contre d'autres pays, on ne sait pas si toutes les orientations approuvées doivent s'appliquer à ces monnaies ou s'y appliquer exactement comme aux autres monnaies ^{7/}. Le fait que seuls les pays dont la monnaie était flottante, en ce sens qu'elle était étroitement rattachée à une monnaie flottante, n'étaient pas soumis à ces orientations ne pouvait guère favoriser l'apparition de politiques de parités indépendantes dans les pays africains, où une telle situation impliquerait un certain flottement indépendant. C'est dans l'intérêt même des pays africains, surtout des pays dont la monnaie était étroitement rattachée aux monnaies flottantes, comme des pays ayant un taux de change qui flotte de façon indépendante, de ne pas être seulement exemptés des principes adoptés mais d'avoir encore le droit d'agir de manière peut-être catégoriquement opposée à ces principes, à condition qu'ils n'agissent pas pour autant en contradiction permanente avec les principes généraux définis en matière d'ajustement.

29. Il faudra d'autres réformes pour parvenir à réaliser des catégories déterminées d'objectifs et de besoins d'ajustement en précisant au préalable

^{7/} Il ne ressort pas clairement des orientations quelles sont les catégories de pays auxquelles ces orientations sont censées s'appliquer. Mais si l'on examine la série des accords publiés par le Fonds, on constate que l'on a effectivement envisagé des exemptions de ce genre.

le rôle que joue la fluctuation du taux de change dans les processus d'ajustement, et à refléter explicitement les possibilités et les problèmes de gestion des parités des pays peu développés dans le cadre d'un flottement généralisé, qu'il faut raisonnablement s'attendre à voir persister à moyen terme, et la structure des règles devant s'appliquer aux parités clés, telle qu'elle serait de temps à autre arrêtée d'un commun accord.

30. D'importants problèmes se posent lorsqu'il s'agit de déterminer les rapports entre les taux de change et les politiques d'intervention que les pays africains ayant une monnaie qui flotte de façon indépendante ou une monnaie étroitement rattachée à une monnaie flottante, auraient le droit d'appliquer et les autres politiques nationales qu'ils peuvent adopter pour influencer sur leur balance des paiements et éventuellement sur leur taux de change, politiques qui englobent des formes d'intervention "en dehors du marché des changes", c'est-à-dire des mesures de réglementation des importations, d'emprunt officiel et de gestion des réserves, ainsi que des mesures propres à influencer les mouvements de capitaux privés. Même si l'on admet comme peu probable que le Fonds n'insistera peut-être pas pour imposer aux politiques nationales des contraintes qui soient superflues du point de vue des intérêts internationaux, il n'est pas pour autant impossible que l'on décourage l'adoption de politiques ou de mesures qui ne sont pas entièrement conformes aux conceptions fondamentales d'ajustement du Fonds. Il se peut que le Fonds préfère par exemple un changement du taux de rattachement d'un pays à d'autres mesures que ce pays pourrait choisir et préconise avec insistance ce changement.

31. Il serait possible d'accorder aux pays dont la monnaie flotterait de façon indépendante de même qu'aux pays ayant une monnaie "vaguement" rattachée à une monnaie flottante (par exemple à l'aide de certaines formules ou procédures administratives, telles que l'indexation du taux de change) des exemptions analogues à celles qui étaient accordées aux pays dont la monnaie était 'étroitement rattachée' à une monnaie flottante, en limitant les obligations d'intervention conformément aux principes 'd'intervention sur le marché des changes' et en excluant l'intervention administrative en dehors du marché. Lorsqu'un pays a une monnaie qui flotte de façon indépendante, il semblerait souhaitable d'autoriser une 'intervention agressive' sur le compte de capital ou par l'intermédiaire d'une politique fiscale appropriée, notamment lorsque le pays admet l'obligation de s'abstenir d'appliquer des restrictions intéressant le compte courant ou les paiements courants pour équilibrer la balance des paiements. Il se peut par exemple qu'une intervention agressive soit nécessaire pour favoriser la dépréciation d'un taux qui est manifestement surévalué par rapport à un objectif approuvé ou à une zone monétaire, dans le cas où une dévaluation directe ne serait pas possible, peut-être pour des raisons politiques.

32. Les pays africains admettront sans aucun doute qu'ils ne peuvent pas faire grand-chose, en dehors de la surveillance exercée par le Fonds dont ils font officiellement partie, pour empêcher un pays quelconque de laisser flotter sa monnaie ou de continuer à la laisser flotter. Ils ont néanmoins l'obligation de demander un renforcement du code de conduite que doivent respecter les pays ayant un taux de change flottant pour que leur

comportement soit compatible avec une conception réaliste de l'équilibre des paiements internationaux. Dans un seul domaine important, les pays africains qui utilisent des monnaies d'intervention flottantes déterminées, devraient insister davantage, au cours de négociations internationales ou par l'intermédiaire des institutions de contrôle du Fonds, sur la portée exacte du flottement, et les conditions qui le rendent compatible avec leurs propres intérêts.

33. Aucune indication précise ne paraît exister dans les nouvelles orientations en ce qui concerne la base des rapports admissibles entre une monnaie rattachée à une monnaie d'intervention flottante et le pays émetteur de cette monnaie ou en ce qui concerne la manière dont le Fonds approuverait le rattachement de cette monnaie et exercerait un contrôle sur la gestion de sa parité par le pays dont la monnaie est rattachée. Lorsqu'un pays ou un groupe de pays porte un intérêt particulier à une monnaie d'intervention flottante ou a des rapports officiels avec cette monnaie, les accords qui seraient négociés entre les pays émetteurs et les pays utilisateurs d'une monnaie d'intervention flottante devraient être enregistrés auprès du Fonds, et éventuellement garantis par le Fonds et être conformes à sa procédure de consultation et de surveillance, le Fonds s'engageant à obliger les pays qui font flotter leur monnaie à consulter les utilisateurs connus de cette monnaie avant qu'il juge bon d'approuver l'application ou le maintien du flottement de cette monnaie.

34. Il se peut que les pays ayant une monnaie d'intervention et ceux qui utilisent cette monnaie n'aient pas les mêmes intérêts. Par exemple sur le nouvel ensemble de principes, deux sont absolument fondamentaux: le premier, demandant à un membre d'entreprendre une intervention de 'lissage', pour empêcher ou modérer des fluctuations brusques ou perturbatrices, d'un jour à l'autre et d'une semaine à l'autre, dans la valeur d'échange de sa monnaie; le second imposant la nécessité de procéder à une intervention qui 'modère' les fluctuations brusques ou perturbatrices d'un mois à l'autre ou d'un trimestre à l'autre. Il est plus que probable que les pays africains dont la monnaie est étroitement rattachée à une monnaie flottante préféreraient que le pays émetteur réagisse davantage et procède de façon systématique au 'lissage' plutôt qu'à la 'modération' des fluctuations de valeur de sa monnaie. Il se peut que les pays émetteurs admettent qu'en l'absence de forces spéculatives puissantes et continues qui compromettent gravement la stabilité de leurs cours au jour le jour, ils peuvent fort bien se contenter d'une intervention de modération plutôt que de lissage. Dans la mesure où des divergences d'intérêts de ce genre risquent de surgir, un mécanisme formel d'ajustement doit être prévu au titre du programme d'orientation et de la surveillance qu'il implique.

35. Il est absolument indispensable de définir les intérêts africains de façon plus détaillée qu'il n'a été possible de le faire dans le bref aperçu donné ci-dessus, si les gouvernements africains veulent exercer, à titre individuel et à titre collectif, une influence véritable sur la manière dont fonctionnera et sera contrôlé le mécanisme international d'ajustement. A cet égard, il est probable qu'une déclaration de principes communs ne se révélera que d'une valeur limitée.

CHAPITRE II

EVOLUTION DE LA FLEXIBILITE DES CHANGES

36. S'il est vrai que le flottement généralisé est déjà une réalité, la structure des principes devant permettre de réglementer la gestion des taux représente une sorte d'acte de foi. Les principes découlent à la fois de la cristallisation de l'expérience acquise au cours de la période de flexibilité des changes qui a commencé en 1971 et d'une évaluation, qui doit inévitablement comporter des jugements de valeur sur ce que pourrait être la future organisation du système monétaire et sur la cause probable des fluctuations des taux. Au moins à ce stade, il est forcément impossible de se faire une idée définitive de ce que sera le flottement généralisé. A la suite d'un bref examen de l'évolution de la flexibilité des changes ces derniers temps, on exposera ci-dessous les conséquences possibles du flottement généralisé, dont la caractéristique dominante est l'instabilité des rapports des changes. On examinera ensuite les questions qui se posent aux pays africains en ce qui concerne la gestion des changes et de leurs opérations avec l'extérieur. L'examen prend la forme de comparaisons entre les caractéristiques de l'initiative prise par les pays ayant une monnaie de premier rang au sujet des changements de parité et la réaction des autres pays, du point de vue de l'incidence des coûts d'ajustement concomitants et de la gamme d'options relatives à ces coûts et à la réalisation de leurs propres objectifs d'ajustement, qui s'offrent à ces derniers.

37. La période considérée se divise naturellement en trois parties: la première partie commençant au moment de la dévaluation unilatérale de la livre sterling en novembre 1967 et allant jusqu'à la suspension de la convertibilité du dollar en août 1971, période au cours de laquelle pratiquement toutes les parités ont été déterminées en fonction des principales monnaies d'échange et de réserve, à savoir le dollar des Etats-Unis et la livre sterling, la valeur de la livre étant à son tour déterminée en fonction du dollar E.U. Les changements de parités des pays étaient exprimés par rapport au dollar E.U. Deuxièmement au moment où le dollar devenait inconvertible, il a cessé d'être l'étalon universel des valeurs internationales, la perte de son statut ayant été encore soulignée lors de l'ajustement du Smithsonian Institute en décembre 1971. La troisième période, qui a commencé avec une autre dévaluation du dollar en février 1973, a été une époque de flottement généralisé des changes ^{8/}.

38. La livre ayant été dévaluée à la suite de pressions inflationnistes auxquelles la Grande-Bretagne ne parvenait pas à faire face, d'un manque croissant de compétitivité relative des exportations britanniques et d'une tendance à la hausse des dépenses extérieures consacrées à l'assistance, à la défense et aux investissements privés, qui ont exercé des pressions insupportables sur la balance des paiements de la Grande-Bretagne, un

^{8/} On trouvera une chronique des événements monétaires dans l'article 'Currency Re-alignments', *International Currency Review*, vol. 5 n° 5, septembre/octobre 1973, p. 38 - 42 et dans l'article 'However did we get there? A Banker's diary', *The Banker*, septembre 1973, p. 1005 - 1012; voir également les divers numéros des rapports annuels du FMI.

important retrait de capitaux publics et privés de Londres ayant persisté malgré les prêts considérables obtenus du FMI et de la Banque des règlements internationaux (BRI) pour soutenir le taux de change. Bien que la dévaluation n'ait eu que des répercussions plutôt limitées (comparée à la dévaluation de 1949) du point de vue de l'ajustement ultérieur des parités qu'elle a directement et indirectement provoqué, cette dévaluation a ébranlé l'équilibre déjà fragile des taux de change internationaux. Le dollar EU s'est trouvé dangereusement exposé aux attaques spéculatives, et parallèlement, les achats massifs spéculatifs d'or ont conduit la Federal Reserve Bank de New York à accroître considérablement les facilités de crédit réciproque alors que les pays du pool de l'or en venaient à interdire les transactions et ventes d'or à terme et sur provision, sauf par l'intermédiaire de la bourse de Londres. L'inaptitude à endiguer la marée montante des achats d'or a donné naissance au système du prix double de l'or en mars 1968. On a maîtrisé la pression continue exercée par les détenteurs officiels étrangers de livres sterling désireux de se débarrasser de la monnaie en leur offrant une garantie en dollars pour une proportion importante de leurs avoirs en livres sterling, garantie appuyée par un crédit conditionnel de 2 milliards de dollars EU accordé pour trois ans à la Grande-Bretagne par la Banque des règlements internationaux et d'importantes banques centrales.

39. Un an après la dévaluation de la monnaie britannique, de vastes entrées de capitaux en Allemagne ont fait monter le deutsche mark jusqu'à son plafond officiel en prévision d'une réévaluation et par crainte d'un affaiblissement progressif du franc français. La décision prise par l'Allemagne et par la France de défendre leurs parités, les Allemands imposant un coefficient de liquidité de 100 p. 100 sur les dépôts étrangers et les Français acceptant un crédit conditionnel de deux milliards de dollars du Groupe des Dix, a contribué à stabiliser le marché des changes pendant quelques mois. Mais une dévaluation du franc, que l'on ne prévoyait généralement pas et qui avait été décidée unilatéralement comme l'avait été la dévaluation de la livre sterling, a renouvelé les pressions sur la livre sterling. En proie à des doutes de plus en plus grands quant à l'aptitude du système monétaire mondial à assurer à l'avenir des ajustements réguliers, le FMI a, dans son Rapport annuel de 1968, réitéré son soutien au système des parités et son opposition à des taux de change flottants. Très peu de temps après, les Allemands ont fait flotter le mark pendant une courte période pour revenir quelques semaines plus tard à une parité fixe, une fois que le mark eut été réévalué de 9,29 p. 100 par rapport au dollar EU. Avec le flottement du dollar canadien, la réapparition de flux à court terme de capitaux spéculatifs et la situation précaire de l'ensemble du système, le Groupe des Dix a proposé trois systèmes d'ajustement des taux de change susceptibles d'être adoptés : un léger élargissement des marges de parité, des changements de parité de faible envergure et plus fréquents et le flottement transitoire préalable à la fixation d'une nouvelle parité plus durable. Par suite d'une nouvelle vague de spéculation, le deutsche mark et le florin ont été officiellement autorisés à flotter, ce qui a provoqué la réévaluation du franc suisse et du schilling autrichien.

40. La décision unilatérale des Etats-Unis de suspendre la convertibilité du dollar en or avait été apparemment prise dans l'intention de dramatiser la nécessité de procéder à un ajustement plus complet des parités, de

restructurer les relations commerciales entre pays industrialisés et de libéraliser davantage la réglementation commerciale et monétaire entre eux. Paradoxalement cette décision a renforcé la tendance à prendre des décisions unilatérales en matière de politique des changes. En l'espace d'une quinzaine de jours, la livre sterling flottait, le pôle de soutien inférieur étant inchangé (vestige de l'Accord de Bâle) mais aucune limite maximum n'étant fixée, ce qui n'est d'ailleurs pas surprenant. Les pays du Bénélux, agissant comme un seul bloc monétaire, ont laissé flotter leurs monnaies en commun et de façon contrôlée. La Suède, le Danemark et la Norvège ont décidé de laisser flotter leurs monnaies. La France a adopté une structure de marché double, le franc financier (utilisé pour les opérations en capital et les transactions touristiques) flottant librement, alors que le Japon laissait flotter le yen de plus de 1 p. 100 de part et d'autre de sa parité centrale de 360 yens pour un dollar EU.

41. L'ajustement du Smithsonian Institute, qui semblait inévitablement suivre ces initiatives nationales qui n'étaient pour ainsi dire pas coordonnées, avait pour but de rétablir l'équilibre de la structure des taux clés et plus généralement de soulager les pressions exercées sur le marché de l'or et sur le marché monétaire. Un petit groupe de pays industrialisés était parvenu à un accord sur un ensemble de parités qu'ils jugeaient mieux compatibles et plus soutenables, ce qui impliquait en premier lieu une dévaluation du dollar EU de 7,9 p. 100 par rapport à l'or, dont le cours officiel passait alors de 35 dollars à 38 dollars l'once, ce qui représentait une hausse de 8,6 p. 100. La marge de fluctuation des taux de change admise a été de 1 à 2,5 p. 100 de part et d'autre du taux moyen.

42. A chaque phase de l'évolution des rapports de change, les pays ayant une monnaie d'importance secondaire ou mineure n'ont même pu que réagir aux changements de parité des principales monnaies, leur réaction n'étant pas moins différente l'une de l'autre que ne l'avait été la manière d'agir des pays ayant une monnaie de premier rang. Entre le moment où la convertibilité du dollar a été suspendue et l'ajustement du Smithsonian Institute, le dollar australien et la roupie indienne ont flotté conformément au cross-rate de la livre sterling et du dollar à Londres. La livre maltaise, rattachée selon un nouveau taux à la livre sterling flottait par rapport au dollar EU. Les monnaies du Kenya, de l'Ouganda et de la République-Unie de Tanzanie ont été rattachées au dollar des Etats-Unis, rompant le lien traditionnel qui les unissait à la livre sterling, le kwacha zambien a également acquis une nouvelle valeur par rapport au dollar EU. L'Argentine a introduit un système de change double, suivant l'exemple de la France. Le franc CFA a été dévalué en même temps que le franc français dans les mêmes proportions et Israël a dévalué la livre de 20 p. 100 par rapport au dollar.

43. Les mouvements des rapports de change étant devenus plus fluides et les changements survenant dans les pratiques de gestion de plus en plus fréquents, l'écart séparant les meneurs du marché des changes et ceux qui suivent à contre-courant n'a fait que s'accroître davantage, au fur et à mesure que les délais s'écoulaient entre la prise d'initiative et la réaction attendue s'amenuisaient, les monnaies d'importance secondaire et mineure se trouvant dans la nécessité de réagir. Alors que la plupart des pays de la CEE sont convenus de ramener les marges à 2,25 p. 100, la livre a

flotté de façon indépendante, à titre de mesure temporaire, bien que la Grande-Bretagne ait accepté de se joindre au 'serpent' monétaire de la CEE quelques mois plus tôt. Après avoir essayé en vain de soutenir la lire, l'Italie a adopté un marché double des changes. Le Danemark a décidé de ne pas appliquer les marges plus étroites qui avaient été adoptées d'un commun accord. Nombre de pays ont changé la monnaie à laquelle ils étaient rattachés plutôt que de procéder à des changements de parité. C'est ainsi que Hong-Kong a rattaché sa monnaie au dollar plutôt qu'à la livre. Tout en faisant la même chose, Malte a toutefois choisi un flottage contrôlé se situant entre le taux de la livre et les taux libres de la monnaie de ses principaux partenaires commerciaux. Après avoir fait flotter le rand avec la livre pendant un certain temps, l'Afrique du Sud s'est détachée de la livre sterling et a fixé la parité de sa monnaie en fonction de l'or. L'Argentine a dévalué le peso financier deux fois de suite en un mois.

44. La dévaluation du dollar EU survenue le 13 février 1973 peut être considérée comme le tournant décisif dans l'effondrement du système de parités fixes. Elle a provoqué la transformation du système de flottage temporaire en une réalité de tous les jours, renforçant la tendance à une évolution rapide des rapports de change et à une diversification de la structure des réactions à ces changements. A la suite d'une dévaluation de 10 p. 100 du dollar EU, qui équivalait à un relèvement du cours officiel de l'or de 38 à 42 dollars, il a été décidé de laisser flotter le yen, de même que la lire commerciale et financière. La livre sterling, le franc suisse et le dollar canadien ont continué à flotter. A titre purement formel, les autorités britanniques ont exprimé le désir de rétablir une parité fixe dès que les conditions le permettraient. Le deutsche mark, le franc belge, le franc français et le florin ont maintenu leurs parités existantes, en réévaluant en fait de 10 p. 100 par rapport au dollar; ce fut également le cas du dollar néo-zélandais et, ce qui était moins prévisible, du kwacha zambien, du nouveau cedi et du dollar éthiopien. La Suède et la Finlande allaient dévaluer de 5 p. 100 par rapport à l'or, tandis qu'apparemment seuls le naira et le dinar yougoslave ont suivi le dollar dans sa dévaluation. Environ 35 pays ont décidé de maintenir leurs taux de change par rapport au dollar, alors que la plupart des autres n'ont pas changé leurs parités ni leurs taux centraux par rapport aux monnaies autres que le dollar. Les changements intervenus dans les parités primaires n'ayant pas permis de contenir les pressions exercées contre le dollar, une nouvelle série d'ajustements a eu lieu lorsque les marchés des changes ont rouvert deux semaines plus tard. Les monnaies de la CEE, à l'exception de la livre sterling, de la lire italienne et de la livre irlandaise, ont alors flotté en commun par rapport au dollar, le deutsche mark ayant été réévalué de 3 p. 100 par rapport à la parité du DTS; la Norvège et la Suède ont indiqué qu'ils étaient prêts à laisser également flotter leur monnaie avec les monnaies de la CEE dans une bande de fluctuation de 2,25 p. 100, soit dans des limites plus étroites que celles qui avaient été fixées par l'accord du Smithsonian Institute. Les autres monnaies européennes ainsi que le yen et le dollar canadien continuaient à flotter "jusqu'à nouvel ordre".

45. Les services de la Réserve fédérale des Etats-Unis et les banques centrales européennes ont déclaré leur intention d'assurer le fonctionnement normal du marché en procédant, le cas échéant, à des interventions. La

Banque des règlements internationaux a suivi le mouvement quelques mois plus tard en laissant entendre que les dispositions techniques nécessaires avaient été prises pour contrôler l'activité du marché. La Grande-Bretagne a abandonné toute intervention à l'appui du dollar EU, lorsqu'il est descendu au-dessous du niveau d'intervention approuvé. Le deutsche mark avait été réévalué une seconde fois de 5,5 p. 100 (le 2 septembre 1973) dans le cadre du flottement commun, la vente d'un milliard de deutsche mark n'ayant pas permis de le maintenir dans les limites fixées par les pays de la CEE. Deux monnaies secondaires ont été réévaluées, à savoir le schilling autrichien de 4,8 p. 100 et le dollar néo-zélandais de 3 p. 100, le nouveau taux de change de cette dernière monnaie étant fixé par rapport à l'or et au DTS et son rattachement au dollar EU se trouvant 'suspendu'.

46. A la fin du mois de mars 1973, toutes les grandes monnaies flottaient de façon indépendante ou en commun. La question fondamentale était de savoir si les marchés pouvaient à eux seuls déterminer un système de taux soutenable ou s'il était logique d'affirmer qu'une structure existante de parités imposées correspondait aux réalités des rapports réels entre l'offre et la demande et à un équilibre acceptable de compétitivité commerciale relative. Les ajustements du Smithsonian Institute et les changements concomitants ont peut-être mieux réussi à rationaliser les rapports de change que la dévaluation du dollar de 1973, mais il paraît significatif que la portée des changements de parités qui ont eu lieu après février 1973 était nettement plus limitée. Il se pourrait que le flottement ait rapproché le système d'une certaine structure d'équilibre des changes, et que le flottement constituât pour la plupart des monnaies une forme pratique d'ajustement, ce qu'il n'est guère possible d'affirmer dans le cas des pays ayant une monnaie d'importance secondaire et mineure.

Monnaies qui ne sont pas des monnaies d'échange dans un système de déséquilibre

47. Récapitulons maintenant les principales caractéristiques du processus de variation et d'ajustement des taux et la situation en matière de réglementation imposée par les institutions internationales jusqu'à la fin de la première phase de la réforme en 1974, afin de définir le contexte dans lequel s'inscrivent les analyses détaillées des problèmes auxquels doivent faire face les monnaies africaines qui ne sont pas des monnaies d'échange. La caractéristique la plus frappante a été la domination incontestée qu'ont exercée les principaux pays commerciaux et financiers sur l'évolution du marché des changes, même si des changements de niveau et de structure des taux ont souvent résulté d'initiatives unilatérales, comme ce fut le cas lors de la suspension de la convertibilité du dollar EU et des changements qui y ont fait suite. L'action collective la plus importante a été le réaligement du Smithsonian Institute, lorsque la structure des parités a été remaniée et que des limites de fluctuation plus larges ont été imposées. Que les monnaies qui n'étaient pas des monnaies d'échange aient été placées devant des faits accomplis, voilà un problème qui débordait le cadre familier de la prise de décisions, car il soulevait des questions concernant la répartition des charges d'ajustement entre les pays ayant une monnaie de premier rang. Le système d'ajustement international différait à maints égards des accords institutionnels, du code de conduite et des dispositions techniques plus précis et plus conventionnels, qui avaient été appliqués

avec plus ou moins de succès depuis la fin de la guerre. L'unité courante de valeur internationale n'avait aucune convertibilité approuvée. Les marges des taux de change effectifs, lorsqu'elles étaient applicables, étaient relativement plus larges ou bien avaient été pratiquement effacées par les taux flottants et par les pratiques d'intervention subtilement réglementées, alors que les changements de parité nominale étaient en moyenne plus importants et beaucoup plus fréquents. De plus en plus les modifications du taux de change réalisées par les chefs de file du marché étaient déclarées temporaires, sans être pour autant soumises à une réglementation ou à un consensus de la communauté internationale. La fréquence des crises et des décisions touchant les taux de change, qui étaient prises à la suite ou en prévision de ces crises et qui visaient généralement à répondre aux intérêts particuliers d'un pays donné et non pas à défendre un engagement collectif de maintenir la stabilité des monnaies et des changes, provoquait une grande flexibilité dans les réactions de pays, surtout des pays ayant une monnaie de second rang, qui étaient bien placés pour procéder à des changements dans le but de protéger leurs propres intérêts. Les dispositions techniques qui constituaient le cadre de réglementation du marché étaient principalement des accords ad hoc de crédits réciproques, des mesures d'harmonisation des taux d'intérêt et autres dispositions intéressant surtout les groupes des grands pays industrialisés et faisant fonction de mesures spéciales en faveur des pays les plus développés.

48. En un sens, la caractéristique, peut-être la plus remarquable, sur le plan mondial, résultait du fait que les institutions internationales comme les institutions nationales, qui avaient depuis toujours exercé un contrôle sur les événements monétaires, avaient pratiquement perdu cette faculté. Lors de phases critiques d'instabilité, le Fonds monétaire international, la Banque des règlements internationaux, les pays du pool de l'or, de même que les autorités monétaires nationales, telles que la Banque de réserve fédérale des États-Unis et la Banque d'Angleterre, n'ont visiblement rien fait pour enrayer ou renverser les tendances perturbatrices.

49. Le fait que le flottement soit désormais plus généralisé n'implique pas seulement une question quantitative. Le flottement généralisé pose des problèmes d'une bien plus grande ampleur que ceux qui se manifestaient à l'époque antérieure de flottement unilatéral dans le cadre d'un système de taux généralement fixes. Il est vrai que des problèmes particuliers paraissent varier selon l'optique et selon l'intérêt des différents pays ou groupes de pays, mais plusieurs problèmes n'en sont pas moins communs à la plupart des pays, tels que l'éventualité que l'existence de marchés des changes 'libres' provoque, dans certaines conditions, des changements excessifs des taux et bouleverse ainsi les rapports de change. Si les pays développés sont probablement davantage préoccupés par le fait qu'un système de taux flottants risque d'être à l'origine d'une série, nouvelle et différente, de dangers inflationnistes, les pays en voie de développement sont plus sensibles à la possibilité d'une rupture continue des rapports existant entre leurs monnaies et les principales monnaies dont ils se servent dans leurs transactions commerciales et financières. Pour la majorité des pays africains, ces rapports sont restés étonnamment stables pendant la plus grande partie de la période allant de 1964 à 1970. Les rapports de cross-rate entre la livre sterling, le franc, le deutsche mark et la lire, monnaies dont la parité et les marges obligatoires étaient fixées par une intervention contre le dollar,

accusaient des marges se situant généralement entre 0,7 et 0,8 p. 100 de part et d'autre de la parité, ce qui équivalait à des écarts maximums d'environ 1,5 p. 100 au-dessus et au-dessous de la parité par rapport aux monnaies autres que le dollar. La largeur de la bande, c'est-à-dire l'écart maximum qui sépare les limites inférieure et supérieure entre lesquelles un taux de change peut varier, avait bougé de 3 p. 100 seulement par rapport aux monnaies autres que le dollar et de 1,5 p. 100 par rapport au dollar. L'étude du FMI, où sont consignés ces résultats, a également démontré que l'ampleur des variations entre les monnaies autres que le dollar avait rarement été supérieure à 1,75 p. 100 et que dans un seul cas (sur un maximum de 36) la variation annuelle dans les limites prévues avait dépassé 2 p. 100 ^{9/}. Par contre les variations des rapports de cross-rate étaient plus importantes et plus inconstantes au cours de la période de flottement unilatéral en dépit de l'intervention active des autorités monétaires nationales, qui étaient souvent appuyées par les institutions internationales et les groupements de banques centrales dans la défense de leurs taux de change. Pour les pays africains, tous rapports grosso modo stables et prévisibles entre les monnaies de première importance pour leurs relations économiques avec l'extérieur avaient cessé d'exister. Il existe désormais un triangle de parités relatives entre la livre sterling, le deutsche mark et le franc français, tournoyant plutôt au hasard dans les limites élargies de marges effectives.

50. Cette combinaison de variations sensiblement accentuées et de flexibilité accrue des changes, qui impliquait des changements importants et à deux sens du cours relatif des monnaies nationales, situation qui a été schématiquement décrite par l'Economist comme extrêmement 'liquide, semi-flexible et fantaisiste', a été caractéristique du flottement généralisé, même si certaines monnaies n'ont peut-être bougé que dans une seule direction, comme par exemple le dollar des Etats-Unis, qui a effectivement été dévalué d'environ 19 p. 100 (moyenne pondérée) par rapport aux monnaies du Groupe des Dix entre mai 1971 et juin 1973. Pour les monnaies rattachées à des monnaies de second rang autres que le dollar, comme par exemple la livre et le franc, qui ont accusé de grandes variations dans les deux sens, des problèmes ont surgi en ce qui concerne non seulement le choix de la monnaie de soutien et d'intervention, la fixation du taux de change et la politique des changes en général mais aussi la gestion des réserves, des paiements et des dettes. Même si la majorité des monnaies étaient rattachées à un dollar se dépréciant plutôt qu'à une livre flottante, ce fut néanmoins le dollar qui fut soumis à une intervention inhabituellement active sur le marché officiel et singulièrement exposé à d'autres dévaluations éventuelles et dont la réputation et la situation ont été plus que jamais mises en cause.

9/ 'The Mechanism of Exchange Rate Adjustment: Cross Rate Relationships Between Certain European Currencies, 1964 - 70'. FMI, Washington, 12 mai 1970. Voir le graphique I à l'Annexe.

51. Le flottement généralisé a réduit la cohésion des blocs monétaires et, par l'intermédiaire des pressions exercées en vue de la création et du développement de nouveaux centres de réserve, a favorisé la poursuite éventuelle de la désintégration des zones monétaires et de leur reconstruction en blocs monétaires, évolution redoutée par certains et pourtant considérée par d'autres comme l'évolution logique d'un système de déséquilibre.

Réactions des pays africains

52. La mesure dans laquelle les pratiques de change des pays africains et les opérations de change sur les marchés des changes étrangers et locaux sont sensibles aux fluctuations du taux de change de la monnaie d'intervention et des autres monnaies qui les intéressent varie considérablement d'un pays à l'autre, selon le rapport monétaire fondamental qui existe entre une monnaie africaine et une zone monétaire étrangère et selon que le pays est tenu dans ses opérations avec l'extérieur de tenir compte de l'évolution de la monnaie dans plus d'un centre financier étranger. Le choix de rapports monétaires déterminés et d'une pratique de change est devenu plus critique que ne veulent l'admettre publiquement la plupart des pays, surtout dans les conditions, caractéristiques des taux de change flottants, où la valeur de la monnaie change rapidement. Il faut évidemment évaluer en permanence les coûts et avantages d'un choix déterminé de rapports de parité et les répercussions plus générales des pratiques véritablement suivies.

53. Les réactions des autorités monétaires africaines aux divers changements de parité et dispositions connexes, à partir du moment où la convertibilité du dollar a été suspendue jusqu'à la fin de la première phase de réforme, peuvent être examinées en fonction : a) des bases sur lesquelles est fondé le choix d'une monnaie d'intervention devant servir d'étalon, b) de l'établissement ou du maintien de rapports de parité fixes ou flexibles avec la monnaie d'intervention et du processus de fixation de nouveaux taux de change, c) des critères retenus pour les décisions à prendre en ce qui concerne la détermination des parités en fonction de l'or, des DTS ou de plus d'une monnaie d'échange, d) des méthodes de fixation des taux de change par rapport aux monnaies autres que la monnaie d'intervention, e) du choix des parités ou des taux centraux, f) de la fixation et de l'utilisation de plus grandes marges. Ce choix dépend de trois grandes questions fondamentales: premièrement, quel est le rôle précis des variations des taux de change, considérée par rapport à d'autres formes d'ajustement des paiements extérieurs et des prix intérieurs dans les pays africains pris en tant que groupe de même que dans le cadre propre à des pays ou groupes de pays déterminés? Deuxièmement, quelles sont les caractéristiques que doit avoir une monnaie d'intervention et quelle est la structure des rapports qu'il convient de maintenir entre une monnaie et sa monnaie d'intervention dans un contexte donné d'ajustement? Troisièmement, quel rôle la compétitivité des exportations et les changements de prix relatifs, considération depuis toujours essentielle dans la modification du taux de change, jouent-ils dans la détermination des ventes à l'exportation, des recettes de devises et de la rentabilité du secteur d'exportation, et dans quelle mesure la compétitivité des exportations est-elle sensible aux variations du taux de change?

54. Sauf dans le cas d'un changement ou du maintien de liens avec des monnaies d'intervention données, il n'est pas toujours facile de savoir pourquoi certains pays ont fait un choix déterminé à propos d'autres questions, notamment lorsqu'il s'agit de fixer le taux à utiliser pour le rattachement, ou qu'il s'agit de choisir des parités ou taux de change centraux et de déterminer dans quelles monnaies il est possible de fixer les cours ou permis de conclure des marchés, ce qui ne revient pas à affirmer que les choix réellement faits ont été sans fondement. On examinera d'abord les principaux changements et les traits généraux des réactions des principaux pays. Toutefois les renseignements disponibles sont malheureusement restreints 10/.

55. Reflétant une préférence manifestement intuitive pour le rattachement à une monnaie à parité fixe et non flottante, un certain nombre de pays, dont le Kenya, l'Ouganda, la République-Unie de Tanzanie et la Zambie, se sont détachés de la livre flottante pour établir des rapports fixes entre leur monnaie et le dollar des Etats-Unis à parité fixe, alors que le Burundi, l'Egypte et le Zaïre étaient au premier rang des pays qui ont maintenu l'alignement de leur monnaie sur le dollar, en conservant ainsi un rapport fixe avec cette monnaie, même s'ils n'avaient aucune relation monétaire officielle avec les Etats-Unis. Les pays membres de la Banque centrale des Etats de l'Afrique centrale (BCEAC) et de la Banque centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) ont maintenu un rapport fixe avec leur monnaie d'intervention, le franc français, suivant, selon la tradition, l'évolution de sa parité. L'Algérie, le Maroc, le Mali et Madagascar avaient des parités fixes par rapport au franc français. En raison de leur parité fixe avec la livre sterling, les monnaies de la Sierra Leone et de Maurice en particulier ont flotté avec la livre. Bien que la Tunisie n'ait pas eu de rapport fixe avec une autre monnaie quelconque, le taux de change entre sa monnaie et le franc français est généralement resté assez stable.

56. Les pays membres de la BCEAO et de la BCEAC, Madagascar, le Maroc, Maurice, le Nigéria, le Rwanda et la Tunisie n'ont pas modifié la parité-or de leur monnaie, mais la Somalie a dévalué sa monnaie de 5 p. 100 par rapport à l'or, ce qui équivalait à une réévaluation de 2,9 p. 100 par rapport au dollar. Quelques pays, tels que la Somalie et le Rwanda, ont établi des taux de change fixes pour toutes les monnaies utilisant des parités ou des taux de change centraux, la Somalie réalisant ses achats et ses ventes au pair. Le Rwanda a acheté des dollars EU au pair et les a vendus au pair majoré d'une marge de 2,25 p. 100. La majorité des pays ayant un taux de change fixe par rapport à leur monnaie d'intervention ont fixé le taux de change des autres monnaies en se basant sur les cross-rates appliqués dans les centres financiers pertinents, bien que la méthode employée ait varié d'un pays à l'autre, surtout en ce qui concerne les différences de cotations dans le centre étranger et dans un ou plusieurs autres centres et la question de savoir si les rapports entre la demande

10/ On s'est référé à une étude effectuée par l'Association des banques centrales africaines sur les réactions des pays membres à l'ajustement monétaire de 1971 et l'on espère qu'une autre étude plus à jour sera faite sous peu avec l'aide de l'Association des banques centrales africaines.

et l'offre intérieure de devises étrangères étaient jugés significatifs, comme en Tunisie et en Algérie dans une mesure plus ou moins analogue. Pour ces pays, les principaux autres marchés étaient Londres, Francfort et Bruxelles. La Zambie appliquait des taux de change fixés sur le marché de Londres pour les autres monnaies. La pratique zaïroise était par certains points exceptionnelle, même si la logique sur laquelle elle reposait n'était pas absolument évidente en soi. Le zaïre était en effet coté au pair avec le dollar EU, mais les taux de change du franc français et du franc belge étaient respectivement déterminés par le cours du zaïre à Paris et à Bruxelles; les autres monnaies cotées à Bruxelles étaient converties en zaïres au taux de change entre le franc belge et le zaïre à Bruxelles.

57. C'est sur la base des cours du change que des décisions sur les marges de change ont été prises. Certains pays comme le Burundi, le Maroc, Madagascar, le Nigéria et le Ghana n'ont autorisé les opérations de change qu'à des taux comprenant des marges fixées par leur banque centrale, alors que dans d'autres pays comme la Sierra Leone ou le Mali les agents de change agréés avaient le droit de négocier directement avec leurs correspondants étrangers à des taux apparemment de leur choix. Lorsque des marges avaient été fixées par les banques centrales, elles étaient souvent calculées d'après les marges appliquées dans le centre d'intervention avec ou sans commission. Les pays membres de la BCEAC n'imposaient aucune marge sur les transactions en francs français entre les banques centrales et les agents de change agréés. Mais ces derniers avaient le droit d'imposer des marges sur les transactions avec les clients, marges qui variaient généralement selon la monnaie faisant l'objet de la transaction, et qui étaient généralement plus faibles pour les grandes monnaies d'échange que pour les autres monnaies, comme au Kenya.

58. On a souvent prétendu que les pays ayant une monnaie qui n'était pas une monnaie d'échange n'avaient pas pleinement tiré parti de la possibilité de modifier le taux de change, qui s'offrait à eux tant dans le cadre du système de parités fixes que dans celui des parités flexibles. L'analyse traditionnelle des avantages qu'offrent des marges plus larges en ce qui concerne la gestion des taux de change suppose souvent un cadre de parités fixes. La mesure dans laquelle le nouveau cadre de taux flottants influe sur l'analyse et sur les résultats est une question qui n'a pas encore été étudiée d'une manière approfondie. Les faits peu nombreux dont nous avons connaissance nous indiquent qu'au cours de la période qui a immédiatement suivi l'ajustement du Smithsonian Institute la plupart des pays africains n'ont pratiquement pas tiré parti des marges nettement plus grandes que leur offraient les taux de change flottants. L'écart maximum par rapport à la parité entre deux monnaies n'étant pas des monnaies d'intervention et utilisant la même monnaie d'intervention correspond à la somme des marges de chacune des monnaies par rapport à la monnaie d'intervention. Mais les cross-rates pour les pays africains se sont rarement approchés de ce maximum théorique, qui est, dans de nombreux cas, assez important. Certaines banques centrales ont essayé, par l'intermédiaire des cours des changes et de l'élargissement des marges de change, d'ajuster et de gérer les taux de change flottants, bien que l'opinion selon laquelle de plus grandes marges ne présentaient probablement pas beaucoup d'intérêt pour leurs besoins d'ajustement semblât l'emporter. Mais il existe fort peu de renseignements

sur l'élargissement des marges et l'utilisation des marges élargies; les transactions de certaines banques centrales ne concernent que quelques monnaies seulement, une ou deux peut-être, et ne peuvent guère mettre réellement à profit les marges élargies. Seul le Zaïre fait exception; il a en effet autorisé des transactions dans de nombreuses monnaies et a utilisé différentes marges variables déterminées, à savoir : 2,25 p. 100 de part et d'autre de la parité pour le franc français, le franc belge et le franc CFA; 4,50 p. 100 pour la lire, la couronne et la livre sterling; et 2,25 p. 100 pour les autres monnaies cotées. Le fait que les pays ayant une monnaie qui n'est pas une monnaie d'intervention n'aient pas réussi à tirer parti de plus grandes marges semble dû seulement en partie à une préférence pour des taux de change stables mais plutôt à la constatation qu'il n'existe probablement pas de bases systématiques qui permettent de les utiliser.

59. Les pays indiqués ci-dessus et d'autres pays africains ont procédé à un certain nombre de changements dans leurs procédés de gestion des taux jusqu'à la dévaluation du dollar en février 1973 et depuis lors. Le tableau 1 joint en annexe expose l'infrastructure de base des relations monétaires africaines au milieu de l'année 1973. En ce qui concerne le choix des monnaies de rattachement on a constaté que nombre de monnaies se sont détachées de la livre sterling, alors que celles qui étaient traditionnellement rattachées au franc le sont restées. De nombreux pays ont maintenu la valeur de leur monnaie par rapport au dollar EU, un nombre de plus en plus grand de pays déterminant les parités ou taux centraux en DTS, tels qu'ils étaient évalués avant que la nouvelle méthode d'évaluation ait été adoptée provisoirement en juin 1974. Ces changements indiquent que les monnaies africaines dépendent de moins en moins d'une monnaie étrangère particulière, mais il existe néanmoins encore peu de monnaies 'indépendantes' au sens défini ci-dessus.

60. A la suite de l'ajustement monétaire de 1971, les politiques de change des pays en voie de développement ont accusé deux grandes tendances. Un groupe important de pays ont maintenu aussi strictement que possible les rapports de change existant avec les pays industrialisés qui jouaient un rôle nettement prédominant dans leurs relations commerciales, alors qu'un autre groupe de pays ont généralement maintenu leur taux de change par rapport au dollar EU, ce qui s'est traduit par une dépréciation réelle de leur monnaie par rapport aux monnaies des pays industrialisés autres que les Etats-Unis et de ce fait par rapport à toutes les monnaies en général. Cette gamme visiblement limitée de réactions souligne le fait que si rien n'empêchait les pays peu développés ni en principe ni même en pratique, de suivre une politique nettement différente, où ils auraient pu se révéler supérieurs, ils ont manifestement choisi de suivre ou peut-être cru qu'ils devaient suivre l'une ou l'autre de ces voies. Si l'on considère les pays en voie de développement dans leur ensemble, on constate qu'ils ont réagi de façon quelque peu plus diversifiée à la dévaluation du dollar de février 1973, lorsque les pays industrialisés les plus importants ont fait flotter leur monnaie individuellement ou en commun à titre de principale mesure d'ajustement à la situation créée par la dévaluation du dollar EU, diversité qui est en partie le résultat d'un processus d'enseignement par la pratique. Si l'on prend les deux périodes ensemble, c'est-à-dire celle qui a immédiatement suivi l'ajustement du Smithsonian Institute et celle

qui a suivi février 1973, il est probablement exact de faire remarquer le contraste qui existe entre la variété et la rapidité de réaction de la plupart des pays ayant une monnaie d'importance secondaire et même mineure aux changements de parité et aux politiques de change des pays ayant une monnaie de premier rang d'une part et de l'autre le conformisme, la rigidité et le retard prolongé avec lesquels ont réagi la majorité des pays africains. Il est également intéressant de faire observer l'absence pratique de toute politique des changes anticipée parmi les pays africains. En l'espace de quelques semaines après l'apparition du flottement généralisé des principales monnaies, plusieurs pays, dont Chypre, la Finlande, l'Islande, la Malaisie, Singapour et la Yougoslavie, ont décidé de fixer leur taux de change en fonction de l'évolution des taux de change de leurs principaux partenaires commerciaux. Le Maroc constituait une exception notable en Afrique.

Objectifs et possibilités de modification du taux de change

61. Il se peut que le degré relativement faible de flexibilité et l'absence relative d'initiative anticipée de la part des pays africains en matière de gestion des taux de change s'expliquent par un problème fondamental, c'est-à-dire par la nécessité de disposer d'un cadre opérationnel concret pour déterminer a) les répercussions qu'entraîne pour les pays africains l'ajustement des taux de change des monnaies clés qui jouent un grand rôle dans leurs relations commerciales et financières, que cet ajustement soit délibéré ou simplement le résultat du flottement d'une ou de plusieurs monnaies traditionnelles d'intervention; b) les répercussions probables des mesures consécutives qu'ils peuvent prendre eux-mêmes dans le domaine de la politique des changes mais aussi dans d'autres domaines; et c) les conséquences probables des décisions qu'ils peuvent prendre en matière de taux de change pour des raisons qui n'ont aucun rapport avec les ajustements ou autres modifications des principaux taux de change. Il existe des méthodes bien établies pour évaluer les répercussions des ajustements monétaires ou des changements de parité en général sur le commerce et la balance des paiements globale des pays en voie de développement, sur leurs réserves officielles, leur dette extérieure et le service de la dette, et certaines de ces questions seront examinées dans les chapitres suivants ^{11/}. Pour ce qui est de ces méthodes, deux questions se posent. Quels devraient être les objectifs d'une politique des changes dans des pays ou groupes de pays donnés à un stade particulier de leur évolution et de leur développement économiques? Est-il possible pour les pays africains de concevoir séparément ou en commun des politiques des changes bien définies et claires, qui soient indépendantes ou individualistes en ce sens qu'elles seraient orientées vers des objectifs prioritaires de leur développement national et adaptées à l'évolution de leurs relations monétaires, commerciales et financières et s'insèreraient dans un cadre international caractérisé par la flexibilité des taux de change et de la structure mondiale des échanges?

62. La plupart des pays industrialisés, et en particulier les pays dont la monnaie ne joue pas un rôle de premier plan dans le milieu international

^{11/} Voir par exemple FMI "Impact of the 1971 Currency Realignment on the Trade of Developing Countries" (SM/72/72), Washington, 1972.

du commerce et de la finance, de même que certains pays peu développés ont poursuivi une politique active en matière de change, cherchant constamment à maintenir leurs taux de change grosso modo conformes au niveau de compétitivité de leurs exportations essentielles et à son évolution prévisible, sachant que l'ajustement de leurs taux de change à ceux de leurs partenaires et concurrents posait d'importants problèmes du point de vue technique. Il est maintenant généralement admis, surtout parmi les grands pays industrialisés que la flexibilité des changes est extrêmement souhaitable comme moyen d'ajustement des objectifs immédiats en matière de balance des paiements, sinon des objectifs des pays peu développés. Les pays africains n'ont par contre que rarement fait appel à la politique des changes, se contentant de réagir aux variations des taux de change de leurs monnaies d'intervention ou au réalignement plus général des monnaies étrangères. Lorsqu'ils ont modifié leurs taux de change, la plupart avaient tendance à considérer le maintien de leur compétitivité sur le plan international comme l'objectif fondamental de leurs efforts tendant à déterminer si un taux de change en vigueur était 'approprié', si ce n'est comme l'objectif de leur politique des changes. Il se peut que ce souci de sauvegarder avant tout la compétitivité apparente de leurs exportations résulte de la solidité intuitive de la notion qu'implique la variation 'réelle' du taux de change, en fonction de laquelle on a souvent élaboré des méthodes empiriques pour orienter la politique des changes. C'est dans ce cadre conceptuel et analytique général qu'une autre hypothèse, qui offre des avantages considérables du point de vue analytique, paraît être devenue un principe d'action : à savoir l'hypothèse selon laquelle tout changement de parité d'une monnaie d'intervention utilisée par un pays peu développé ne provoque qu'une rupture minimale de ses relations commerciales et financières, si l'ancien taux de change par rapport à la monnaie d'intervention est maintenu.

63. L'examen initial des possibilités de modification du taux de change, qui suit, est fondé sur les prémisses suivantes : premièrement qu'une politique active de changes extrêmement flexibles est une nécessité pour les pays africains, surtout dans un système de flottement généralisé des principales monnaies, cette flexibilité même constituant l'un des principaux moyens de se prémunir contre les effets nuisibles du flottement des monnaies; deuxièmement, qu'un calcul permanent des inconvénients et avantages de rapports monétaires déterminés, y compris du choix des monnaies d'intervention, soit fait pour servir d'assise aux décisions concernant le taux de change.

64. En pratique, dans les pays africains, 'l'ajustement' est un processus global, qui englobe non seulement les mécanismes types de change devant permettre de réaliser l'équilibre des échanges et des paiements, mais aussi des mécanismes de financement facilitant l'accès aux marchés extérieurs de capitaux et aux sources de financement compensatoire et de financement du développement, des mécanismes de protection des ressources de capital et de réglementation des sorties de capitaux ainsi que des dispositions institutionnelles en vue de la planification économique. Ces liens d'interdépendance entre l'ajustement monétaire, commercial et financier constituent le cadre indispensable à la détermination d'une politique des changes. Malgré cette interdépendance, les deux aspects distincts mais liés du

processus d'ajustement qui se détachent sont le maintien de l'équilibre des paiements extérieurs, et les dispositions à prendre pour mobiliser les ressources intérieures, assurer leur répartition efficace et régler la structure des prix intérieurs. Dans la majorité des pays africains, les mesures d'ajustement visent généralement davantage à maintenir l'équilibre extérieur qu'à améliorer la répartition et l'utilisation des ressources. La politique de change a donc été conçue en premier lieu en fonction des possibilités de réduire les déficits extérieurs et de protéger le pouvoir d'achat des réserves officielles, le contrôle des changes établi à l'appui de cet objectif étant appliqué en grande partie en vue de la protection des ressources rares. Il est cependant possible de mieux gérer les taux de change pour atteindre un certain nombre d'objectifs, c'est-à-dire pour améliorer à la fois la balance commerciale et les termes de l'échange et pour répartir et utiliser plus efficacement les ressources. Il se peut que les variations du taux de change influent dans une certaine mesure sur la compétitivité et la structure des marges bénéficiaires du secteur d'exportation, la structure du coût, en monnaie locale et en devises, des importations de marchandises, et servent à fournir des stimulants à l'investissement et à la production dans les industries d'exportation et de remplacement des importations. Il est possible d'ajuster le système de la répartition des ressources intérieures et la structure des échanges à l'aide de l'instrument que représente le taux de change.

65. Ces possibilités sont fondées à divers degrés sur la question théorique fondamentale de la sensibilité des mouvements de marchandises et des termes de l'échange au niveau des taux de change des pays ainsi qu'à la dévaluation et réévaluation de leur monnaie, et sur la question pratique qui consiste à trouver une structure des taux appropriée, qui permette d'atteindre des objectifs multiples. En principe, les réactions du marché aux changements de prix causés par des variations du taux de change sont déterminées dans une certaine mesure par l'élasticité appropriée des courbes correspondantes de l'offre et de la demande. Les informations dont on dispose sur l'élasticité-importations moyenne de la demande et sur l'élasticité-exportations de l'offre en ce qui concerne les pays peu développés en général et les pays africains en particulier nous porte à croire que cette élasticité est sans doute relativement faible. L'élasticité étant faible, les réactions des mouvements de marchandises aux changements de prix relatifs sont généralement faibles, ce qui porte à croire que répercussions d'une dévaluation (ou d'une réévaluation) sur l'accroissement des échanges et des recettes d'exportation sont également faibles. Mais il semble que, sauf à court terme, l'élasticité de l'offre et de la demande est à peine aussi importante que l'ampleur des fluctuations de prix relatifs résultant d'un changement de parité, fluctuations qui dépendent de l'importance de la variation réelle du taux de change, de la structure du système commercial et du système des changes existant avant la dévaluation (ou la réévaluation) et de la portée et de l'efficacité des politiques financières et des politiques des prix appliquées après la dévaluation (ou la réévaluation). Lorsque les variations du taux de change effectif sont importantes, la croissance des exportations après la variation du taux de change tend à être relativement plus élevée. On peut prédire d'avance que les variations du taux de change effectif risquent d'être plus grandes dans le cas d'une dévaluation 'indépendante' et 'délibérée' (en réponse à des déséquilibres strictement intérieurs des

prix et du compte des transactions extérieures, qui n'ont été suscités ni par les changements ayant frappé une monnaie d'intervention ni par un ajustement notable des autres monnaies avant ou après la modification du taux de change) qu'à l'occasion de dévaluations déclenchées par des changements de parité des monnaies d'intervention, une fois que d'autres monnaies ont également modifié leurs taux de change.

66. Les chiffres ci-après sont tirés d'une récente étude des effets de la dévaluation sur les échanges de 46 pays, y compris plusieurs pays africains, dont certains ont modifié leurs parités de façon indépendante et d'autres ont dévalué au moment de la dévaluation de la livre sterling en novembre 1969, alors que les pays de la zone franc ont suivi le franc français dans son mouvement de baisse en 1969 ^{12/}. Pour les pays africains, les changements nominaux de parités et de cours de la monnaie locale exprimés en dollars EU ont été assez importants par rapport à l'écart entre le taux de croissance des exportations avant et après la dévaluation. La dévaluation effective, qui s'est traduite par des changements de prix, en monnaie locale, des produits entrant dans le commerce extérieur a été nettement inférieure au taux de dévaluation nominale. Lorsque les changements de taux effectifs étaient élevés, les taux de croissance des exportations enregistrés après la dévaluation étaient considérablement supérieurs aux moyennes enregistrées avant la dévaluation. Pour les pays de la zone sterling et de la zone franc qui ont suivi leurs monnaies étalons respectives dans leur mouvement de baisse, le taux de croissance des exportations après la dévaluation a sensiblement fléchi ou bien les exportations ont en fait cessé de progresser dans certains cas, étant donné que le taux de dévaluation effective était vraiment faible et les répercussions sur les prix en monnaie nationale peu importantes, du fait que plusieurs autres pays, qu'il s'agisse de partenaires commerciaux ou de concurrents, ont également dévalué leur monnaie.

67. Au cours des périodes de flexibilité généralisée des taux de change et de flottement des principales monnaies, il n'est possible d'exercer une action sensible sur les taux de dévaluation ou de réévaluation effectifs, même en procédant à des changements de parité indépendants et délibérés, que si les variations nominales des taux uniques sont importantes, compte tenu de la structure des relations commerciales et monétaires de la plupart

^{12/} Avinash Bhagwat et Yusuke Onitsuka, 'Effect of Devaluation on Trade Traced in Analysis of Nonindustrial Countries', Bulletin du FMI, 18 février et 4 mars 1974.

des pays africains 13/. Lorsque la monnaie d'intervention d'un pays, avec laquelle la monnaie de ce pays a normalement un rapport de parité fixe, flotte et que les parités de ses partenaires commerciaux flottent ou varient dans des limites assez larges, il peut être extrêmement difficile d'obtenir des taux importants de dévaluation ou de réévaluation effectives. Mais la nature essentiellement statique et comparative de la plupart des analyses du taux de change effectif dissimule en partie le fait que des facteurs dynamiques à court terme qui interviennent dans les rapports entre les variations de prix et les variations du taux de change effectif, surtout pour ce qui est des importations, pourraient être à l'origine de changements de prix à l'importation nettement plus importants que ceux que révèle un changement donné des taux de change effectifs, dans des conditions de taux de change flottants. Précisément dans des conditions de taux de change flottants, toute modification du taux de change effectif exerce un effet 'multiplicateur' sur les prix à l'importation par l'intermédiaire des facteurs dynamiques tels que le risque au change, le souci d'éviter ce risque et les éléments connexes dont les importateurs, les banques et les institutions financières tiennent compte dans leurs prévisions touchant les changements réels ou anticipés du cours moyen non pondéré des devises, qui, à la suite d'une dévaluation, tendraient normalement à faire monter les prix à l'importation de façon disproportionnée. Cette tendance semble particulièrement forte lorsque, comme ce fut le cas de la majorité des pays africains durant ces cinq dernières années, il y a eu une dépréciation intérieure nettement plus grande et plus rapide que le taux de dépréciation

13/ Une estimation non officielle de l'effet des trois changements du taux de change du cedi sur le cours moyen des devises en ce qui concerne les éléments passant par le compte commercial du Ghana a donné les résultats suivants:

<u>Taux de base</u>	<u>Avant le 27 décembre 1971</u>
1) Dévaluation de 93,5 p. 100 exprimée en cedi	le 27 décembre 1971
2) Appréciation équivalant à une dévaluation de 36,4 p. 100	le 7 février 1972
3) Absence de changement par rapport au DTS équivalant à une réévaluation nette par rapport au dollar EU	le 13 février 1973

Résultats: 1. Augmentation du prix moyen pondéré en devises de 87,8 p. 100 pour les importations et de 87,4 p. 100 pour les exportations.

2. Augmentation nette ... [par rapport à la situation avant le 27 décembre 1971] de 32,4 p. 100 pour les exportations et de 32,1 p. 100 pour les importations.

3. Augmentation nette ... [par rapport à la situation avant le 27 décembre 1971] de 29,3 p. 100 pour les importations et de 38,9 p. 100 pour les exportations.

extérieure de la monnaie de la plupart des pays. Certains arrangements intérieurs relatifs à l'établissement des prix, qui agissent avec plus de force au cours des périodes inflationnistes, en exerçant notamment un pouvoir de monopole et dans l'attente de nouvelles hausses de prix, contribuent peut-être encore à rendre plus probable l'existence de solides rapports de cause à effet entre le niveau des prix intérieurs et l'évolution des taux de change. Dans ces conditions, il faut faire preuve d'une grande circonspection lorsque l'on se réfère à la structure des taux de change effectifs pour illustrer la politique des changes suivie 14/.

68. Le fait que les variations du taux de change effectif risquent en soi d'être faibles dans les conditions de flottement de la monnaie soulève un certain nombre de questions, en particulier la question de savoir si les régimes des changes dont se sont dotés les pays africains permettent à ceux-ci d'ajuster convenablement leurs échanges et leurs paiements, et la question des répercussions que le flottement des monnaies de réserve et d'intervention ou l'élargissement des marges peuvent avoir sur la balance commerciale, l'ajustement des prix intérieurs et la répartition des ressources dans les pays ayant une monnaie qui n'est pas indépendante.

14/ Richard N. Cooper, 'The Future of the Dollar', Foreign Policy, 1973.

CHAPITRE III

LES DIFFERENTS SYSTEMES DE GESTION DES TAUX DE CHANGE

69. Si des variations 'peu importantes' des taux de change uniques fixes par rapport à une monnaie d'intervention ne suffisent guère à provoquer des changements importants du cours moyen pondéré des devises d'un pays, ou des prix relatifs des importations et des exportations, quels seraient les changements pouvant être apportés au régime de change ou aux pratiques de gestion (ou quelles seraient les autres dispositions relatives aux taux de change qui auraient une portée suffisante pour répondre à cet objectif opérationnel et pour poursuivre d'autres objectifs, opérationnels ou de politique économique, en matière d'ajustement, qu'il serait techniquement possible d'atteindre en se servant de l'instrument que représente le taux de change?

70. Dans la majorité des pays africains, et notamment dans les pays qui n'ont pas à se soucier des problèmes opérationnels qu'implique la gestion de leurs paiements extérieurs, les objectifs fondamentaux pouvant être atteints grâce à l'action sur des taux de change, consistent à réaliser l'équilibre des paiements internationaux tout en maintenant un niveau réaliste d'emploi et de croissance globale, à sauvegarder la stabilité relative du niveau des prix intérieurs, au moins des prix stratégiques, et à procurer aux secteurs de base des ressources étrangères et nationales en quantités suffisantes et à des prix appropriés, conformément à un ordre de priorité sciemment défini. Les objectifs opérationnels fixés en fonction de ces objectifs fondamentaux sont les suivants: influencer, de manière contrôlée et relativement indépendante, la structure des prix relatifs des importations et des exportations, d'une façon qui facilite la régulation de la demande d'importations et l'offre d'exportation; définir et modifier, selon qu'il conviendra, la structure des encouragements par le prix destinés, d'après leur rang de priorité, aux différents secteurs et activités économiques; provoquer des changements de la structure des échanges; opérer des changements en ce qui concerne la valeur réelle des avoirs extérieurs officiels et autres créances à l'étranger et le fardeau réel du service de la dette extérieure; et contribuer à la stabilisation des prix intérieurs et à l'égalisation du coût de la vie.

71. Le taux de change ne constitue en aucune façon le seul, ni forcément le meilleur instrument, dont on puisse se servir pour réaliser l'ensemble ou quelques uns de ces objectifs. En fait on indique ci-après qu'il est souhaitable de n'utiliser les systèmes des changes en Afrique que pour une gamme limitée d'actions. Quel que soit l'usage fait des taux de change, il est généralement reconnu qu'il est nécessaire de fonder sur des assises systématiques les jugements devant orienter la prise de décisions opérationnelles relatives aux possibilités qui s'offrent en matière de change, compte tenu du cadre de relations monétaires propre à chaque pays. Ces bases permettraient de procéder à une évaluation des coûts et avantages liés aux structures et aux utilisations spécifiques des taux de change, et aux incidences immédiates et plus éloignées de mesures particulières concernant les changes et l'ajustement des parités.

72. Si l'on admet la nécessité de suivre une politique des changes positive, il faut pour cela disposer d'une certaine indépendance d'action et de certains moyens techniques et institutionnels. La mesure dans laquelle les différents pays africains exercent cette indépendance est tout autant limitée par les caractéristiques de leurs relations monétaires, commerciales et financières avec les monnaies étrangères et les systèmes monétaires que, semble-t-il, par les nécessités économiques et les convenances politiques. Les rapports des monnaies africaines avec leurs monnaies d'intervention et avec les monnaies dans lesquelles ils détiennent la majorité de leurs avoirs extérieurs et ont libellé leurs échanges avec l'extérieur varient considérablement d'un pays à l'autre, selon la forme et le degré de liberté d'initiative que ces rapports leur laissent. Les pays africains de la zone franc font partie intégrante d'un réseau global de coopération active sur le plan économique, financier et politique avec la France, réseau au sein duquel, malgré les récentes modifications des accords de coopération, les pays africains paraissent n'avoir manifestement qu'une autonomie ou une initiative limitée en ce qui concerne les principaux aspects de leurs relations monétaires. Pour ce qui est de leur aptitude à choisir leur monnaie d'intervention, à déterminer les caractéristiques des rapports qu'ils veulent établir avec ces monnaies et la composition de leurs portefeuilles de valeurs étrangères, la majorité des pays africains qui ne font pas partie de la zone franc paraissent avoir une liberté de décision nettement plus grande.

73. Dans une situation caractérisée par le flottement des monnaies d'échange, d'intervention et de réserve traditionnellement utilisées dans les relations économiques de l'Afrique avec l'extérieur, à savoir la livre sterling et le franc, alors que les autres monnaies de réserve, en particulier le dollar des Etats-Unis, ne flottent pas et que les monnaies qui jouent un rôle important dans les transactions commerciales et financières et le service de la dette, comme le deutsche mark, flottent en commun, un certain nombre de questions d'ordre technique se posent aux autorités monétaires africaines, surtout au sujet des rapports à établir avec leurs monnaies d'intervention. La liste qui suit n'est nullement complète et les questions énumérées ci-après peuvent fort bien se poser simultanément.

- 1) Quel est le caractère de l'intervention lorsqu'il s'agit d'une monnaie qui n'est pas une monnaie d'échange ni une monnaie de réserve?
- 2) Un système monétaire peut-il fonctionner d'une façon qui inspire la confiance à sa frontière extérieure sans l'intermédiaire d'une monnaie d'intervention?
- 3) Quelles propriétés doit avoir une monnaie d'intervention compte tenu des objectifs fondamentaux et opérationnels de gestion des changes que poursuivent généralement les autorités monétaires africaines?
- 4) Quels doivent être les critères qui déterminent le choix entre les monnaies d'intervention, c'est-à-dire entre des monnaies 'fortes' et des monnaies 'faibles', ou entre des monnaies flottantes et des monnaies à parité fixe?

- 5) Quelles structures de rapports faut-il établir avec une monnaie d'intervention une fois qu'elle a été choisie? Faut-il forcément établir un rapport de parité fixe?
- 6) Une autorité monétaire doit-elle 'passer outre à' un rapport de parité fixe, c'est-à-dire limiter la revalorisation ou la dépréciation de la monnaie nationale par rapport aux monnaies autres que la monnaie d'intervention, lorsque cette monnaie s'apprécie ou se déprécie par rapport aux autres monnaies?
- 7) Dans quelles conditions convient-il, sur le plan national, de modifier un rapport de parité fixe ou flexible?
- 8) Si la parité de la monnaie d'intervention est modifiée par le pays d'émission, dans quelles conditions la monnaie qui lui est rattachée doit-elle suivre et dans quelle mesure?
- 9) Si une monnaie est rattachée à une monnaie d'intervention flottante, faut-il maintenir les fluctuations de cette monnaie dans certaines limites? Comment peut-on définir ces limites et maintenir la monnaie à l'intérieur de ces limites?

74. Dans le bref examen de ces questions qui suit, nous n'étudions que certaines des questions de principe et d'analyse économique qui paraissent présenter de l'intérêt pour la prise de décisions par les autorités monétaires qui poursuivent plus ou moins activement certains des objectifs fondamentaux et opérationnels esquissés ci-dessus en recourant à une action sur le régime des changes. L'intention est de définir et d'examiner les critères d'efficacité, en fonction desquels il est possible de déterminer les inconvénients et avantages des différentes décisions. Pour procéder à cet examen, on compare notamment certaines formes de régimes des changes indépendants qui, dans un contexte africain, pourraient remplacer le système traditionnel, selon lequel la parité des monnaies nationales avec une monnaie d'intervention est maintenue dans un rapport entièrement fixe ou légèrement flexible. Il existe relativement peu de monnaies africaines, dont la parité ou le taux moyen est fixé par rapport au DTS ou à l'or. La majorité de ces monnaies ont une parité fixée par rapport au dollar EU ou au franc français, quelques-unes seulement étant rattachées à la livre sterling flottante. On tend couramment à penser qu'il n'existe pas d'autres solutions indépendantes susceptibles de remplacer ces formes de rapports des changes. En Afrique, on ignore beaucoup des détails institutionnels et des dispositions techniques relatifs à la façon de gérer des monnaies d'importance secondaire ou mineure relativement indépendamment des taux de change des différentes monnaies de premier rang. L'indépendance monétaire est, en Afrique, souvent identifiée au système monétaire guinéen, à la situation et à l'évolution du syli guinéen, dont la parité est fixée par rapport à l'or. On affirme volontiers que son inconvertibilité, son acceptabilité limitée et les modalités peu courantes de fixation de son taux de change sont des conséquences inévitables de cette indépendance monétaire.

75. Parmi les formes plus réalistes, du point de vue du fonctionnement, de l'indépendance monétaire, les deux qui paraissent les plus faciles à

appliquer sont les suivantes: un système où la monnaie ait un taux de change unique, indépendant et flottant de façon contrôlée; et un système de taux de change multiples, un ou plusieurs de ces taux flottant indépendamment des autres monnaies alors que l'autre ou les autres taux sont fixés mais ajustables d'une manière définie à l'avance. Nous examinerons ci-dessous les arguments avancés contre des systèmes de change indépendants, des deux catégories, arguments qui sont souvent favorables au rattachement de la monnaie à une monnaie d'intervention ou monnaie de rattachement et parviendrons à la conclusion qu'ils ne sont pas vraiment défendables. Nous présenterons, dans la dernière partie du présent chapitre, les arguments démontrant l'intérêt que présentent les taux de change multiples pour les pays africains.

76. On a prétendu qu'il ne serait guère possible de laisser flotter une monnaie indépendamment, tout en contrôlant le taux de change grâce à une intervention sur le marché, si l'on ne disposait pas, en quantité importante, de monnaie d'intervention par rapport à laquelle on fixe le taux de change de la monnaie nationale et dirige son comportement. Une monnaie ne pourrait flotter de façon non indépendante que si elle avait des rapports de parité fixe avec une monnaie d'intervention, comme ce fut le cas du système de change double du franc CFA, qui flottait réellement en suivant le taux de change double du franc français, qui était en vigueur jusqu'au 21 mars 1974. On pourrait dire que le franc CFA avait eu ou avait accès, au moins en principe, à une quantité illimitée de la monnaie d'intervention, et que les pays où le franc CFA avait cours pouvaient 'intervenir' pour ajuster le taux de change du franc CFA en ne changeant que la parité à laquelle il était fixé par rapport au franc français. Dans le cas plutôt différent du Libéria, dont les autorités monétaires avaient, peut-on dire, également accès à des montants inépuisables de leur monnaie d'intervention (un dollar EU fixe), qui n'avait pas de réserves de devises au sens généralement admis, et qui n'était pas obligé d'intervenir pour stabiliser le taux de change extérieur de la monnaie nationale, un flottement non indépendant aurait été possible si le dollar EU avait commencé à flotter. Si la monnaie libérienne et sa parité n'étaient pas rigidement liées à un dollar EU fixe ou flottant et avaient la possibilité de flotter (à la recherche d'un taux réaliste du marché libre) il faudrait normalement d'importantes réserves internationales ou des dollars pour rendre une intervention possible. Il ne paraît toutefois pas y avoir de raisons techniques majeures pour qu'une intervention ou le degré d'intervention visant à soutenir un taux de change flottant indépendamment dépende du montant de réserves en devises ou des lignes de crédit existantes, ni pour qu'elle en subisse forcément l'influence. En fait il y a tout lieu de croire qu'aucun pays africain n'utilise ses réserves aux fins d'intervention.

77. Il y a en tout cas des moyens susceptibles d'être employés à la place d'une intervention sur le marché pour stabiliser le taux de change ou influencer sur les entrées ou sorties de capitaux. Il est possible de fixer les taux de change en fonction de la situation du moment d'un pays en matière d'échanges et de paiements et de fixer un cours au jour le jour ou des marges importantes de variation de part et d'autre d'un taux central, connu des responsables. Il existe des moyens encore inexplorés de renforcer le contrôle sur le marché et en dehors du marché des mouvements de

capitaux (voir les chapitres sur l'organisation commerciale et financière et sur la gestion de la dette). Il n'y a, semble-t-il, guère de doute que l'existence de réserves extérieures relativement importantes par rapport aux engagements à régler en devises au titre des importations et transactions financières, rende un pays plus apte à maintenir le taux de change de sa monnaie dans des limites déterminées et à financer certaines catégories de déséquilibres à court terme et à moyen terme de la balance des paiements, qui compromettent la stabilité du taux de change. Ces deux facteurs contribueraient à soutenir la confiance dans le taux de change chez ceux qui sont touchés par son évolution, et non pas nécessairement celle du "marché", comme le feraient des mesures économiques de caractère général influant sur la croissance et les perspectives économiques d'un pays. En général, une économie 'faible' aura peut-être plus de difficulté à soutenir une monnaie à taux de change unique, qui flotte d'une manière indépendante, qu'une économie "forte".

78. On prétend fréquemment que des marchés étrangers organisés de monnaies africaines indépendantes, pour autant qu'il puisse en exister et que des cotations systématiques aient lieu pour ces monnaies (le zaïre est en fait coté sur le marché de Bruxelles), seraient inévitablement étroits, et les transactions restreintes, alors que les fluctuations au jour le jour de l'offre et de la demande de cette monnaie ainsi que la probabilité de spéculations excessives rendraient les cours au comptant très inconstants d'un jour à l'autre, ce qui perturberait des relations commerciales et financières fondamentales. On se heurterait non seulement à des difficultés insurmontables pour fixer les taux de change au comptant mais peut-être aussi à des difficultés encore plus grandes pour établir des cross-rates. Mais si l'on dispose d'une monnaie de rattachement, qui soit une monnaie d'échange régulièrement cotée et en fonction de laquelle il est possible de fixer des parités, il est facile de déterminer les taux de change au comptant et la structure quotidienne des cross-rates. Un pays ayant une monnaie d'intervention qui offre ces possibilités n'a au moins pas à supporter le coût qu'entraîne la fixation des cours sur le plan administratif. Que vaut donc réellement cette commodité et quel prix un pays doit-il être prêt à payer pour en bénéficier?

79. Le raisonnement selon lequel une monnaie qui n'est pas utilisée dans les échanges et qui est rattachée à une monnaie d'intervention est mise au diapason des marchés des changes internationaux de sorte que la structure des taux est déterminée par les 'forces du marché' est faux, étant donné que, bien souvent, ce que les forces anonymes du marché (qu'il s'agisse de forces commerciales, de pressions spéculatives ou de facteurs aléatoires d'ordre industriel, politique voire social) déterminent c'est le taux de change de la monnaie d'intervention. En ce sens, la monnaie non échangée n'est peut-être pas plus isolée des forces du marché mondial que ne le serait une monnaie absolument indépendante, et le raisonnement porte sur les coûts et avantages économiques réels relatifs, les uns et les autres déterminés sans grande précision, qu'entraîne la fixation du taux de change au comptant et du cross-rate dans les deux systèmes. En pratique, la plupart des monnaies africaines sont davantage isolées contre les forces plus conventionnelles de leur propre marché qu'on ne le reconnaît généralement. La structure des taux de change des pays non indépendants sur le plan monétaire est essentiellement exogène, et n'est souvent influencée

que de façon très lointaine par la situation de la balance des paiements de ces pays, sauf lorsque les taux du marché sont extrêmement mal ajustés. Les variations des taux du marché dans les limites imposées par un lien de rattachement assez fixe avec une monnaie d'intervention fixe ou flottante (en l'absence d'intervention par trop énergique) sont rarement suffisantes pour provoquer l'équilibre, stabilisateur, du marché. Seuls des changements importants de taux sont susceptibles d'orienter d'une façon décisive des capitaux ou des paiements dans une direction donnée, l'instauration d'un équilibre n'étant qu'une possibilité fictive. D'autre part, dans les pays industrialisés, les taux de change sont plus facilement influencés par l'évolution des comptes extérieurs, la mesure dans laquelle cette évolution se reflète dans les taux de change au comptant et à terme de ces pays dépendant quelquefois en grande partie de la mesure dans laquelle ces changements sont absorbés par des mouvements de réserves ou une intervention à terme. Dans le cas des monnaies africaines, les rapports qui existent entre les tendances de la balance des paiements et les taux de change au comptant sont plus faibles (quelques pays seulement comme le Kenya ont des 'marchés' à terme). Les facteurs de structure, les tendances du développement économique, les politiques de crédit et d'emprunt établies compte tenu de la valeur du crédit, et les facteurs politiques de caractère général sont peut-être d'un plus grand intérêt que les tendances de la balance des paiements.

80. Si la structure des cross-rates d'une monnaie non échangée établie en fonction d'une monnaie d'intervention, et peut-être même du rapport fixe existant avec la monnaie d'intervention, n'est pas forcément une structure d'équilibre ou une structure de taux optima en ce qui concerne un objectif quelconque de la politique des changes, il y a en principe une raison d'intervenir dans la détermination de la structure des taux. Certains pays africains, comme le Ghana et le Nigéria, ont récemment accepté tel quel le taux de change au comptant fixé par rapport à leur monnaie d'intervention fixe (en y apportant peut-être quelques ajustements relativement peu importants), mais ils expriment certaines sommes en monnaie nationale par rapport à un nombre généralement faible d'autres monnaies à un taux qui diffère du cross-rate calculé en fonction de leur monnaie d'intervention. D'autres pays, dont les monnaies ont des rapports fixes avec leurs monnaies d'intervention, ajustent à la fois cette parité et l'ensemble des taux des autres monnaies, calculés à partir des cross-rates. Dans des conditions de flottement généralisé, l'inconstance des taux de change au comptant avec une monnaie d'intervention de même que des cross-rates des autres monnaies est nettement plus grande que dans un système de parités fixes, en particulier l'ensemble des cross-rates avec des monnaies flottantes, même si la monnaie d'intervention est elle-même fixe. Lorsque les taux de change au comptant de la monnaie nationale par rapport à sa monnaie d'intervention, pratiqués sur le marché, et les cotations au comptant diffèrent des taux qu'implique le taux de change fixé avec la monnaie d'intervention, il est évident que les autorités monétaires 'interviennent'. Si ces ajustements ne doivent pas être arbitraires, ils doivent être liés aux objectifs opérationnels de la politique des changes - modifier la structure des prix relatifs, en devises, des importations et des exportations ainsi que le niveau et la composition de la demande d'importations et de l'offre d'exportations, etc..

Commodités qu'offre une monnaie d'intervention

81. Une monnaie d'intervention est, pour de nombreux pays, indiscutablement pratique. Il semble plus difficile de prétendre que c'est une nécessité inévitable. Pour les pays en voie de développement et pour la majorité des pays ayant une monnaie de second rang, les monnaies d'intervention et les monnaies de rattachement étaient les plus utiles, lorsque leurs parités étaient individuellement stables, et ce qui plus est, lorsque l'on pouvait prévoir que les rapports de parité entre ces monnaies resteraient stables, étant donné que les monnaies d'intervention leur servaient de principales monnaies d'échange et que la plus grande partie de leurs avoirs et engagements extérieurs étaient libellés dans ces monnaies. De toute évidence, les avantages des monnaies d'intervention ne résident toutefois pas essentiellement dans la force même des différentes monnaies, mais dans les caractéristiques du cadre global dont elles font partie. Des mouvements de capitaux d'une monnaie d'intervention dans une autre représentaient des opérations ne comportant aucun risque de même que les mouvements de livres sterling en livres nigérianes dans la zone sterling à la belle époque coloniale de l'après-guerre. La stabilité des changes et une assez grande liberté des paiements et des mouvements de capitaux maintenaient ensemble le système, bien qu'il fût en fait décomposable en blocs monétaires et que les marchés nationaux de capitaux étaient loin d'être intégrés dans un système mondial. La distinction entre monnaies fortes et monnaies faibles n'était pas particulièrement bien établie. Dans un régime de parités fixes, seulement ajustables dans le cas d'un déséquilibre fondamental de la balance des paiements d'un pays et non pas compte tenu de l'ensemble du système, toutes les monnaies importantes étaient 'fortes' jusqu'à ce qu'elles soient sur le point d'être dévaluées. Le cadre stable des rapports de parité permettait aux pays en voie de développement comme aux pays ayant une monnaie de second rang d'effectuer les opérations de change au taux de change de leur monnaie par rapport à l'une des grandes monnaies d'intervention.

82. Depuis le XIX^e siècle, les pays africains appartenant à la zone sterling, ont été amenés, par habitude, par commodité, par intérêt plus ou moins déclaré et par la conviction intuitive que les accords traditionnels étaient les plus efficaces, à considérer leur monnaie d'intervention historique comme le moyen logique leur permettant d'effectuer leur règlements internationaux. Après avoir accédé à l'indépendance, ils ont conservé les rapports anciens avec leur monnaie d'intervention. Les changements de structure et de fonctionnement du système monétaire international, notamment l'intégration croissante des marchés de capitaux et des marchés financiers, l'apparition de marchés financiers extérieurs plus ou moins autonomes, l'accumulation de vastes capitaux disposés et aptes à passer d'un marché à l'autre, ainsi que les modifications intervenues dans la compétitivité internationale des pays industrialisés, tous ces changements ont donné lieu à une différenciation plus nette entre les diverses monnaies d'intervention, en ce qui concerne plus particulièrement leurs caractéristiques de monnaies 'fortes' ou de monnaies 'faibles'. Il est quasiment indispensable de faire un choix entre les monnaies d'intervention, choix qui n'est d'ailleurs pas seulement déterminé par la force ou la stabilité relatives d'une monnaie d'intervention, car rien ne permet de croire qu'il est en toutes circonstances préférable de choisir une monnaie d'intervention plus forte. La

question du choix pose donc un problème très réel à la plupart des autorités monétaires.

Stratégie de gestion des taux de changes

83. Lorsque la livre sterling a été dévaluée en novembre 1967, la question s'est posée, en particulier aux pays de la zone sterling, de savoir s'il fallait dévaluer et de combien ou s'il valait mieux conserver les parités existantes par rapport aux monnaies non dévaluées. Le principe directeur dominant consistait à supposer que, pour éviter le plus possible une perturbation des relations commerciales et financières, les pays dont la monnaie avait une parité fixe avec la livre devaient maintenir leurs anciennes parités relatives. Par suite des dévaluations ultérieures du franc français et du dollar EU et du flottement du franc, il était généralement admis qu'il fallait faire un choix délibéré de la monnaie d'intervention à utiliser, surtout lorsque la livre a elle-même commencé à flotter. Les pays qui ont détaché leur monnaie de la livre parce qu'elle flottait paraissent avoir décidé que les perturbations des relations commerciales et financières causées par le maintien d'un rapport stable avec une monnaie flottante étaient susceptibles de présenter des inconvénients moindres que le maintien de l'ancien rapport avec une monnaie d'intervention traditionnelle.

84. La conséquence la plus sensible d'un changement discontinue de parité d'une monnaie d'intervention, même dans des conditions de taux de change fixes, est le bouleversement de la structure des taux entre la monnaie d'intervention et les monnaies des principaux partenaires commerciaux du pays. Dans les conditions de flottement des taux, les perturbations de ce genre sont dans l'ensemble plus accusées et plus continues, surtout pour les pays dont la monnaie a une parité fixe avec une monnaie d'intervention flottante, telle que la livre sterling. Durant la dernière semaine du mois de mars 1974, la livre s'est raffermie de façon prononcée par rapport au dollar EU (dépassant nettement à un certain moment la parité de 2,40 dollars fixée par l'accord du Smithsonian Institute), mais dans une mesure bien moindre par rapport aux monnaies européennes, notamment le deutsche mark par rapport auquel la livre perdait en fait de sa valeur. A un moment donné (le 28 mars 1974), le deutsche mark était monté de 6,5 p.100 par rapport au dollar, et la Bundesbank achetait toutes les monnaies européennes pour essayer de les maintenir ainsi que le mark lui-même à l'intérieur du 'serpent' européen. Par contre cette variation de la livre était relativement peu importante par rapport au yen. Même si une monnaie d'intervention est fixe et qu'il existe un rapport fixe entre elle et une monnaie quelconque, cette dernière subira involontairement une dépréciation ou une appréciation, tout comme une monnaie qui a une parité fixe avec une monnaie d'intervention flottante, lorsque la valeur d'autres monnaies varie par rapport à la monnaie d'intervention ou que celle-ci varie elle-même. Ces variations impliquent des fluctuations des prix relatifs, en monnaies nationales et en monnaies étrangères, qui intéressent certains éléments des relations commerciales et financières d'un pays: il se peut par exemple que le franc français perde de sa valeur par rapport au yen tout en s'appréciant par rapport à la livre, ce qui se traduit par les effets habituels sur le cours des devises et sur les importations, les exportations et autres flux passant par le compte des paiements. Ces variations, qu'elles soient causées par le flottement des monnaies intéressées ou de la monnaie d'intervention

et de toute monnaie nationale ayant une parité fixe par rapport à cette dernière, ne sont toutefois pas forcément catastrophiques, même si la structure des taux devient instable, car une gestion nationale active et flexible des changes, compte tenu des variations et des tendances au jour le jour de la monnaie d'intervention et du comportement des autres taux de change pertinents sur le marché, peut en rendre les effets favorables. En fait, en refusant par exemple de laisser sa monnaie flotter en baisse avec la livre ou le franc, un pays peut améliorer ses termes de l'échange d'une façon générale voire à l'égard de la Grande-Bretagne ou de la France, suivant le cas, et consolider ses relations commerciales et financières avec d'autres pays, sauf dans le cas où l'ancien rapport de parité avec une monnaie d'intervention était en un sens un taux d'équilibre.

85. En général, l'avantage de la simplicité et de la commodité administratives encourage la majorité des pays à n'utiliser qu'une seule monnaie d'intervention pour fixer leurs taux de change au comptant. Il n'y a guère de doute qu'il existe plusieurs méthodes, plus compliquées et peut-être plus réalistes, qui seraient à la portée, du point de vue technique et administratif, de la plupart des pays africains. Un plus grand nombre de pays pourraient par exemple laisser flotter leur monnaie d'une manière dirigée à un niveau se situant entre celui d'une monnaie 'clé' et les niveaux respectifs de monnaies des principaux partenaires commerciaux des pays en question. Un système de ce genre présenterait les avantages d'une plus grande flexibilité des changes tout en permettant aux autorités monétaires d'assurer un plus grand degré de stabilité monétaire.

86. En partant de la prémisse que les pays africains doivent se servir plus délibérément de leurs politiques des changes comme d'un instrument important de politique économique et de politique de développement, abandonnant la tradition selon laquelle les taux de change ne devaient être modifiés que lorsque les pays industrialisés changeaient leurs parités, on examine brièvement certaines des stratégies et mesures plus positives dont on dispose ainsi que les principaux éléments de base à partir desquels il est possible de les évaluer et de faire un choix qui corresponde à la situation particulière du pays, à l'époque et aux objectifs de politique économique.

Changement de monnaie de rattachement

87. Il est de plus en plus admis par les pays ayant une monnaie de second rang, tels que l'Afrique du Sud, Malte ou Hong-Kong, que les inconvénients et avantages qu'entraîne le maintien des liens avec une monnaie d'intervention traditionnelle ou non traditionnelle doivent être évalués compte tenu des avantages pouvant être retirés du changement plus ou moins fréquent de la monnaie de rattachement en fonction de conditions économiques particulières, des conditions du marché des changes et d'objectifs déterminés de politique économique. Au cours des deux dernières années, ce sont surtout les monnaies, dont les taux de change étaient traditionnellement fixés par rapport à la livre, qui ont changé de monnaie de rattachement et se sont rattachées au dollar EU, la parité du dollar étant fixée par rapport à l'or tandis que la livre flottait. Même s'il convient peut-être d'attacher une plus grande importance aux critères à court terme et éventuellement à moyen terme qu'aux facteurs à plus long terme dans le choix à faire,

certaines considérations à long terme relatives au caractère et à l'utilité des monnaies d'intervention ne sont pas sans importance pour le choix d'une de ces monnaies. Richard Cooper a fait remarquer qu'au fur et à mesure que la situation du dollar s'améliorait, il était moins apprécié ; et il prévoit que d'autres monnaies nationales, et en particulier le deutsche mark, joueront un rôle relatif et absolu plus important en tant que monnaie internationale $\frac{1}{2}$. Il paraît probable que l'on sera de moins en moins tributaire du dollar EU aux fins d'intervention et de plus en plus de monnaies européennes, même si les règlements définitifs se font peut-être en dollars. Il faudra peut-être reconsidérer les rapports qui existent entre les monnaies nationales africaines et les monnaies européennes en tenant compte d'une évolution de ce genre.

Rapports existant avec des monnaies d'intervention

88. S'il y a lieu d'utiliser une ou plusieurs monnaies d'intervention, il faut restructurer les rapports de la monnaie nationale avec la monnaie d'intervention, surtout en définissant avec une plus grande flexibilité les bases de rattachement, c'est-à-dire en maintenant par exemple des liens nettement plus lâches, tout en restant dans l'ensemble libre de suivre une politique des changes relativement indépendante, comme c'est apparemment le cas de l'Éthiopie qui a déclaré une parité de sa monnaie en DTS, utilise le dollar EU comme monnaie d'intervention et fixe des taux et marges de change en fonction du dollar, à un niveau très éloigné de la parité, et les y maintient sans trop se soucier des variations, d'un jour à l'autre ni même d'un mois à l'autre, du dollar EU et des autres monnaies qui jouent un rôle important dans ses échanges.

Intervention directe

89. Plutôt que de permettre que la monnaie nationale ne subisse des changements, qui, par leur ordre de grandeur et leur orientation, seraient identiques aux changements frappant une monnaie d'intervention fixe, ou qu'elle ne flotte de façon 'nette' avec une monnaie d'intervention flottante, les autorités monétaires peuvent 'intervenir' de diverses manières, notamment grâce à la fixation 'administrative' du taux de change en fonction de la monnaie d'intervention ou des cross-rates avec certaines monnaies. Etant donné par exemple les variations et tendances au jour le jour de la monnaie d'intervention et d'autres taux de change pertinents, un pays peut, grâce à une intervention, revaloriser ou déprécier son taux de change en agissant sur les rapports avec certains pays dans un secteur stratégique de ses transactions avec l'extérieur. Pour ce qui est des courants d'échanges, le maintien d'un rapport fixe avec une monnaie d'intervention, dans laquelle la majorité des exportations sont libellées et les paiements réglés, permet peut-être de maintenir une stabilité relative des changes à l'égard de cette monnaie et de cet ensemble de transactions dans le cadre d'un système de change double ou multiple. L'intervention peut prendre la forme d'un contrôle sélectif de la quantité et du cours des devises, conçu non pas dans le cadre de conservation et de rationnement

intuitifs de ressources rares mais comme un moyen de répartition qui complète des mesures plus conventionnelles d'ajustement.

Evaluation et choix : importance des relations commerciales

90. Il convient d'évaluer ces différentes stratégies et de choisir l'une ou plusieurs d'entre elles en tenant compte des objectifs concrets et assez détaillés de la politique économique d'un pays. Or ce principe paraît être rarement suivi. La base de choix la plus courante, et dans certains cas apparemment la seule base qui permette d'évaluer les rapports de taux de change consiste à établir dans quelle mesure ils conviennent à la structure géographique, plus rarement à la structure par produit, des échanges et des relations commerciales d'un pays, alors que la question décisive est souvent de savoir s'il faut conserver ou modifier la parité avec une monnaie traditionnelle d'intervention et non pas s'il faut changer de monnaie d'intervention. A cet égard l'objectif que l'on rencontre fréquemment procède du désir de bouleverser le moins possible les relations commerciales et financières d'un pays avec son principal partenaire commercial.

91. La protection des structures existantes des échanges grâce au maintien d'un rapport de parité existant avec une monnaie d'intervention ne représente une politique appropriée que dans quelques cas seulement:

- a) Dans le cadre d'un régime international de taux de change fixes, en vertu duquel les principales monnaies d'échange, d'intervention et de réserve sont périodiquement ajustées dans des proportions modestes;
- b) lorsque le degré de concentration géographique et par produit des exportations surtout, mais aussi des importations, est élevé et que le principal partenaire commercial (pour les exportations) est le pays de la monnaie d'intervention;
- c) lorsque les relations commerciales globales et les relations commerciales avec le pays de la monnaie d'intervention sont relativement stables, ces dernières étant de toute évidence optimales, en un certain sens, à la parité existante, et lorsqu'une nouvelle parité n'est pas susceptible d'améliorer les relations commerciales globales (surtout les termes de l'échange) ni les relations commerciales avec les pays autres que le pays de la monnaie d'intervention, et lorsque la politique commerciale nationale est 'neutre' pour ce qui est des marchés d'exportation et des sources d'approvisionnement pour les importations;
- d) lorsqu'il est nécessaire de protéger la compétitivité d'un pays, et en particulier celle de ses exportations, puisque la compétitivité est un facteur qui joue un rôle important dans la détermination de sa situation commerciale relative et dans l'ajustement de sa balance commerciale;
- e) lorsque des modifications du taux de change effectif de la monnaie nationale, qui résultent généralement de modifications relativement importantes de la valeur nominale peuvent influencer et influent concrètement sur la compétitivité des exportations.

92. Il est facile d'énumérer les conditions dans lesquelles il ne serait pas approprié de conserver les rapports de parité avec une monnaie d'intervention. Il en est ainsi en cas de flottement généralisé ou de taux de change flexibles, lorsque seuls des changements nominaux importants de la parité permettent de modifier de façon notable le taux de change effectif. Lorsque la monnaie d'intervention flotte, en accusant généralement une tendance à la baisse, la dépréciation couramment incontrôlée de la monnaie qui lui est rattachée peut rendre nécessaires de nouvelles restrictions ou des restrictions supplémentaires en matière d'importation et de paiements et la mise en place d'un système de prix contrôlés (les prix payés aux producteurs primaires étant fonction des prix en devises sur les différents marchés étrangers), ce qui peut fausser les relations commerciales, d'ordinaire en encourageant la contrebande et l'apparition de marchés des changes non organisés. La fixation des prix et l'exportation des diamants de Sierra Leone en fournissent la preuve. Par contre, la revalorisation d'une monnaie, sans intervention, due au maintien d'un rapport fixe avec une monnaie d'intervention qui se raffermirait, risque de faire monter exagérément le prix en devises de certaines exportations ou des exportations en général, ce qui peut avoir de graves conséquences lorsque la compétitivité des exportations est un facteur critique. De façon générale, au fur et à mesure que la structure du commerce extérieur se diversifie à la suite de mesures délibérées de politique commerciale nationale ou d'une concurrence plus vive entre pays industrialisés pour s'assurer des débouchés dans des pays tiers, il est de moins en moins recommandé de prendre des décisions concernant le marché des changes en ne tenant compte essentiellement que de la place relative qu'occupe dans le commerce extérieur d'un pays l'un de ses principaux partenaires commerciaux.

93. En soi, la répartition géographique des échanges, ou les coefficients de concentration des exportations et des importations, qu'ils soient utilisés dans l'analyse des relations commerciales globales ou comme facteurs de pondération dans le calcul des variations du taux de change effectif, ne sont pas toujours des indicateurs particulièrement précis de l'importance relative des différents marchés comme sources de devises ou de la structure des engagements extérieurs; en outre, ils ne présentent qu'un intérêt limité lorsqu'il s'agit d'analyser les structures des prix relatifs ou les caractéristiques des gains et pertes en matière de bien-être qui sont liés à des structures particulières des relations commerciales. C'est ainsi que de nombreux produits minéraux et primaires d'Afrique, sont certes exportés vers des marchés spécifiés dans les rapports sur le commerce extérieur et sont négociés sur ces marchés, ce qui impliquerait un degré élevé de concentration des exportations sur ces marchés nationaux, mais ils sont ensuite généralement réexportés sans avoir subi de transformation vers un certain nombre d'autres marchés. L'exemple le plus frappant, mais pas pour autant unique en son genre, est celui des diamants bruts et non taillés, qui sont officiellement exportés de la Sierra Leone vers le Royaume-Uni, de sorte que le commerce d'exportation de la Sierra Leone se trouve très concentré vers ce pays, du fait que les exportations de diamants représentent plus de 60 p.100 des exportations totales, même si en l'espace de quelques semaines, plus de 90 p.100 des diamants bruts et non taillés importés en Grande-Bretagne

de toutes origines (et notamment de la Sierra Leone, par l'intermédiaire de la Central Selling Organisation) sont réexportés vers toute une série de pays. Les méthodes de tri, d'évaluation et de commercialisation utilisées par l'Organisation centrale de vente ne permettent pas d'indiquer la destination vers laquelle sont réexportés les diamants provenant d'un pays quelconque, comme par exemple la Sierra Leone. De même, lorsque des produits primaires sont exportés par l'intermédiaire d'offices de commercialisation que la loi investit du privilège d'un monopole d'exportation et vendus par l'intermédiaire de courtiers ou même de sociétés nationales de vente sur les principaux marchés de matières premières, la destination finale des exportations est généralement diversifiée, comme le sera la structure des paiements en devises effectués par les acheteurs, structure qui ne correspondra toutefois pas nécessairement à la structure des recettes de devises que recevra en fin de compte le pays exportateur. Les exportations de cacao du Ghana, les exportations d'amandes de palmiste et de cacao de la Sierra Leone et les exportations de cuivre de la Zambie en sont des exemples.

94. Quels que soient les marchés d'exportation, le prix des exportations peut être fixé et libellé dans une monnaie autre que celle du pays qui est véritablement ou nominale le pays importateur. Les relations qui existent entre institutions, et en particulier les arrangements d'exploitation, les modalités de fixation des prix et les pratiques d'exportation, ainsi que le mécanisme de commercialisation de la plupart des produits minéraux et primaires par des sociétés multinationales et par l'intermédiaire de ces sociétés, permettent peut-être aussi que les recettes d'exportation soient payées dans une monnaie autre que celle dans laquelle les prix ont été fixés et les transactions libellées, ou autre que la monnaie du pays qui importe en définitive le produit. Il y a bien des cas où la réglementation des changes du pays exportateur n'oblige pas les exportateurs à remettre aux banques centrales les recettes d'exportation. Il se peut que certaines sociétés multinationales paient seulement leurs impôts dans une monnaie étrangère, peut-être même dans la monnaie de leur choix.

95. Toute politique des changes doit tenir compte des principaux paramètres qui déterminent la situation et les perspectives d'un pays sur le marché d'exportation (la proportion de ses exportations de principaux produits par rapport à l'offre ou aux disponibilités totales sur certains marchés d'exportation, l'élasticité de l'offre d'exportations et de la demande extérieure d'importations, etc.) en fonction de la nature du régime pertinent du marché mondial: que les marchés soient libres, dominés par des cartels de producteurs ou de consommateurs, ou réglementés par des accords internationaux, comme c'est par exemple le cas des marchés du cacao, du cuivre, du sucre, des huiles végétales, etc.. Lorsque les marchés, les prix et les contingents sont réglementés par des accords internationaux ou d'autres accords institutionnels, des fluctuations des prix relatives provoquées par des fluctuations des changes peuvent ne pas influencer de façon notable sur les caractéristiques de la compétitivité ou de la répartition relative des échanges, même si certains pays jouissant d'un avantage relatif très prononcé, qui se trouve encore accentué par un changement de parité, en bénéficient peut-être s'ils réussissent à conclure des ventes importantes en dehors des marchés réglementés, dans le cas où il existe des marchés 'libres'.

96. Il faut envisager le recours à des mesures appropriées, comme par exemple l'obligation de déclarer les contrats de vente à l'exportation, la réglementation de la fixation des prix et des dispositions monétaires relatives à l'exportation, et la modification de la réglementation des changes, pour déterminer quels sont les 'véritables' marchés d'exportation d'un pays; pour contrôler de façon plus systématique et aussi flexible que possible l'établissement effectif du prix des produits exportés et la composition des recettes en devises, pour mettre au point des modalités selon lesquelles les exportateurs sont dans l'obligation de remettre leurs recettes d'exportation en vue de réduire au minimum les pertes au change, en volume et en valeur, des recettes d'exportations de marchandises et d'exportations invisibles, pertes qui tendent à être plus importantes en période de flottement ou de flexibilité des changes. Il faut que l'on se rende plus généralement compte en Afrique que grâce à leurs politiques des prix et à leurs politiques financières de caractère général touchant le financement des investissements et le mouvement de capitaux, les sociétés multinationales réduisent, systématiquement et effectivement au minimum les risques qu'elles encourent sur le marché des changes en cas d'instabilité des changes, souvent d'ailleurs aux dépens des pays en voie de développement. L'exploitation maximale des possibilités d'acquérir des devises, ne permet pas seulement de mieux se protéger contre les pertes au change dans une situation de flottement mais elle doit désormais faire partie intégrante du mécanisme d'ajustement des échanges et des paiements de même que des prix intérieurs.

97. Il y a des raisons plausibles d'affirmer que cette catégorie de mesures, pas forcément en soi, seraient au moins au début plus efficaces comme dispositif d'ajustement que des changements de parité dans des systèmes de taux de change unique. Des modifications des taux de change uniques paraissent dans l'ensemble nettement moins efficaces que la décision de détacher une monnaie d'une monnaie d'intervention pour la rattacher à une autre, qui permet à la fois une plus grande flexibilité de la politique des changes et donne toute latitude pour réaliser et envisager des changements positifs du taux de change effectif conformément à la structure détaillée des objectifs fondamentaux et de l'ordre de priorité établi. Dans les cas, par exemple, où la structure des échanges extérieurs d'un pays change sensiblement ou que ces changements sont prévus ou souhaités, et surtout lorsque cette évolution résulte des changements intervenus dans la compétitivité commerciale relative entre des pays industrialisés par suite de modifications de leurs taux de change, (c'est ainsi que la dévaluation et le flottement ultérieur de la livre sterling ont amélioré la compétitivité de la Grande-Bretagne par rapport, disons, à l'Allemagne et au Japon, sur les marchés de pays tiers) tout changement de parité d'une monnaie africaine par rapport à sa monnaie d'intervention traditionnelle offre moins de possibilités de tirer parti d'une modification délibérée des rapports de change que ne le ferait l'adoption d'une nouvelle monnaie d'intervention. Le passage à une nouvelle monnaie de rattachement permet peut-être de procéder à une dévaluation ou à une réévaluation effective bien plus importante qu'il ne serait possible de le faire autrement.

98. Quels que soient les objectifs à atteindre, il paraît souhaitable de suivre une politique des changes plus flexible que ce n'est généralement le cas en Afrique, ce qui demande beaucoup plus de "doigté" dans l'ajustement des taux de change, des changements plus fréquents de parité en cas de maintien de la même monnaie de rattachement, une plus grande disposition à

changer de monnaie de rattachement si les conditions et les objectifs fondamentaux le justifient, et une volonté plus manifeste d'étudier à fond la possibilité d'agir sans avoir de relations officielles avec une monnaie d'intervention. Dans des systèmes de taux de change unique, les possibilités de procéder à des modifications importantes du taux de change effectif pour des catégories, déterminées à l'avance, de transactions avec l'extérieur sont limitées, même lorsque tout indique que des modifications de ce genre sont justifiées. Un taux de change unique, bloqué par rapport à une monnaie d'intervention fixe, peut ne pas être incompatible avec le maintien de la compétitivité d'un pays, pour ce qui est de sa ou ses principales exportations mais peut entraver le développement d'exportations secondaires ou perpétuer le déséquilibre des paiements globaux ou de certains flux mettant en jeu l'équilibre du compte de capital. La plupart des pays exportateurs de produits minéraux comme de produits primaires, qui font l'objet d'une demande relativement forte et durable, auront peut-être un taux de change qui leur permettra de parvenir à un équilibre global des paiements extérieurs sans recourir à des restrictions d'importations ou des paiements, ce qui n'encourage néanmoins guère la création de nouvelles industries de produits d'exportation ou de produits de remplacement des importations ni l'expansion rapide de la production alimentaire du pays.

Taux de change multiples

99. Quelques éminents économistes ont recommandé l'utilisation de taux de change multiples dans les pays en voie de développement. Les raisons fondamentales, qui justifient l'adoption d'un système de change double ont été exposées de façon convaincante par Nicolas Kaldor dans un article publié en 1964, qui n'a guère été remarqué. Plus récemment, un autre partisan de ce système, Barend de Vries, a insisté sur les meilleures possibilités de répartition qu'offraient des taux de change multiples, qui permettraient d'utiliser de façon sélective les stimulants de prix, alors que Paul Streeten souligne qu'ils sont utiles pour ajuster les besoins d'importations aux courants de recettes d'exportation ^{15/}. La contribution des taux de change multiples à la rationalisation des rapports de dépendance monétaire et financière, compte tenu de l'instabilité des rapports qui existent entre les monnaies d'intervention et les monnaies de réserve, paraît offrir un avantage non négligeable, qui demande à être étudié plus avant. Envisagés peut-être

^{15/} Voir Nicolas Kaldor, 'Dual Exchange Rates and Economic Development', Economic Bulletin for Latin America, décembre 1964 pp. 215 - 223; Barend A. de Vries, 'Trade Prospects, Incentives and Development Objectives: The Case of West Africa', document présenté à la Conférence sur la division internationale du travail, Kiel Institute of World Economy, juillet 12 - 15, 1973, Paul Streeten, 'The Developing Countries in a world of Flexible Exchange Rates', International Currency Review, Vol. II, n° 6, janvier/février 1971, pp. 21 - 27; Margaret de Vries, 'Exchange Rate Depreciation in Developing Countries', IMF Staff Papers, novembre 1968

à titre de mesure transitoire, surtout dans les grands pays africains, dont les exportations, par produit, sont plus diversifiées que dans les pays, où l'exportation dépend d'un seul produit, les systèmes de taux de change doubles ou multiples constituent un dispositif d'ajustement plus flexible qu'un système à taux de change unique, lorsque les monnaies sont étroitement rattachées à une monnaie d'intervention flottante ou bloquées par rapport à cette monnaie, dans une situation de flottement généralisé. L'adoption de taux de change multiples augmenterait la liberté et la capacité des autorités monétaires d'utiliser l'action sur le taux de change non pas tellement pour provoquer des mouvements de capitaux compensateurs à court terme, bien que ces mesures puissent contribuer à décourager des flux de capitaux générateurs de déséquilibre, mais pour modifier la structure des prix relatifs, renforcer les stimulants souhaités pour la production et constituer un cadre plus flexible qui permette d'influer sur les variables de la balance commerciale et du compte courant.

100. La réticence à l'utilisation de taux de change multiples manifestée par les pays en voie de développement résulte en partie de l'opinion classique selon laquelle ce système de taux de change multiples, ainsi que des restrictions quantitatives et les licences d'importation, et le financement de déficits à l'aide de réserves, d'emprunts officiels ou de crédits commerciaux, étaient au mieux des dispositifs d'ajustement de second rang, comparés à la dévaluation directe, rapide et substantielle d'un taux de change unique. Le FMI, considérant les taux de change multiples comme des 'expédients' peu souhaitables, recommande de recourir davantage à la faculté de faire varier les taux de change uniques dans les limites des marges existantes ou de marges convenablement élargies, même s'il paraît admis que compte tenu de l'ampleur et du caractère permanent des pressions qui s'exercent sur les paiements des pays peu développés, ces mesures ne provoquent que rarement des mouvements compensateurs de capitaux suffisants, pour financer les déficits. D'autre part, la plupart des gouvernements des pays peu développés ont préféré maintenir des taux de change uniques stables en raison peut-être d'une préférence exagérée pour la stabilité tant des changes que des relations commerciales et financières et, souvent, semble-t-il pour des raisons de commodité administrative. Des arguments de plus grand poids ont toutefois été avancés contre les systèmes de taux de change multiples. On estime que les avantages a priori qu'on leur prête généralement ne peuvent se concrétiser que lorsqu'un certain nombre de conditions très restrictives sont réunies simultanément. Deuxièmement, un danger est inhérent à la plupart des systèmes de taux de change multiples, celui de la dispersion des efforts due à la nécessité de poursuivre trop d'objectifs à la fois: en tant que mesures de réforme fiscale, moyen général de faire rentrer des fonds et forme de droits à l'importation et de subventions à l'exportation. Troisièmement, le fait qu'à la suite de l'unification des taux dans certains pays peu développés d'Amérique latine on ait enregistré une croissance accélérée des exportations et une amélioration de la balance commerciale a été cité comme preuve de l'improductivité des taux de change multiples. Même le fait historique que les systèmes de taux de change doubles ou multiples aient été abandonnés par certains pays a souvent servi d'argument contre ces systèmes. Or il faut reconnaître que, même s'ils ont été ultérieurement abandonnés, ces systèmes de taux de change multiples se sont révélés utiles durant les phases critiques de développement de certains pays, comme ce fut le cas du Mexique, ou dans le cadre de l'évaluation de leurs rapports monétaires extérieurs.

101. Les taux de change multiples semblent être en particulier appropriés dans les conditions qui sont assez caractéristiques de plusieurs pays africains: à savoir dans une économie ouverte, a) lorsque les pressions structurelles qui s'exercent sur les ressources en devises ne sont pas écrasantes et que les fluctuations du volume de devises disponibles sont généralement temporaires et ne représentent pas un déséquilibre à long terme entre l'offre et la demande de devises; b) lorsque les pressions cycliques importantes sur la balance des paiements sont essentiellement provoquées par des mouvements contraires des termes de l'échange et qu'il faudrait apporter des changements importants aux parités nominales des différentes monnaies pour y remédier; c) lorsqu'un écart entre les cours des changes ou d'autres formes de différenciation des cours sont de toute évidence souhaitables (par exemple lorsque le taux de change qui convient pour développer rapidement les exportations primaires ne convient peut-être pas pour encourager les exportations secondaires ou de nouvelles exportations, ou encore pour offrir des stimulants aux industries de remplacement des importations) dans les pays qui n'exportent que quelques produits primaires dont les prix restent élevés pendant des périodes prolongées, et dans les pays dont les prix intérieurs accusent une hausse rapide et dont la demande de produits importés est excédentaire du fait que les prix intérieurs sont nettement supérieurs au niveau international, ce qui permet aux importateurs de réaliser des profits de monopole excessifs; d) lorsque l'action de facteurs institutionnels ou autres, accentue la possibilité de maintenir en permanence un taux de change unique au-dessus de sa valeur réelle, (ce qui se traduit par un cours des devises nettement inférieur à leur véritable coût d'option); e) lorsque la fixation des prix, la répartition des ressources et les problèmes de planification sont simples, du point de vue de la structure, et qu'il suffit d'avoir un système de taux de change double ou triple.

102. Si les taux de change uniques ont plutôt tendance à être surévalués, dans une certaine mesure, ce qui ne contribue guère à améliorer la compétitivité, les perspectives du marché et la possibilité de développer des exportations d'importance secondaire et mineure, une structure de taux de change, qui prévoit des taux différents selon la composition, par produit, des exportations (et des importations) peut faciliter la mise en place d'un système convenable de stimulants et d'antistimulants. Des taux de change doubles ou multiples peuvent contribuer à consolider la compétitivité des exportations traditionnelles (le cacao et le bois ghanéens, et le café tanzanien par exemple), dont l'offre est souvent inélastique à court terme, alors que la demande est influencée par des facteurs de portée mondiale et que la concurrence en matière de prix est déterminante pour les résultats obtenus dans le domaine des exportations, ils peuvent également servir à stimuler les exportations de produits secondaires, comme les produits manufacturés et les produits manufacturés, et les exportations de produits primaires d'importance mineure, produits dont le prix et la qualité jouent un rôle encore plus stratégique dans la concurrence. L'application pour certaines importations, surtout pour des importations d'articles 'non essentiels', d'un taux de change qui est défavorable par rapport au taux de change applicable aux principales exportations ou à toutes les exportations, peut contribuer à équilibrer les dépenses en devises consacrées aux importations et les recettes d'exportation.

103. Lorsque le contrôle des changes est géré dans un but déterminé dans le cadre même du mécanisme d'ajustement extérieur, il est possible, en adoptant

un système limité de taux de change multiples, de parvenir, dans une mesure non négligeable, à simplifier les modalités de contrôle des changes et à libéraliser ce contrôle, qu'il s'agisse de mesures d'ensemble ou de mesures spécifiques. Des systèmes de taux de change doubles, prévoyant aux fins des échanges un taux de change inférieur au taux applicable à la deuxième monnaie, une monnaie financière, ont été utilisés par des pays développés et par des pays en voie de développement. L'expérience africaine paraît limitée aux pays de la zone franc, où le franc CFA a maintenu un étroit rapport de parité avec le franc français à double taux de change. Pour de nombreux pays africains, et non seulement pour les grands pays comme le Nigéria, le Ghana, le Kenya, la Côte d'Ivoire et le Sénégal, il semble souhaitable d'établir une structure de taux plus différenciés. Il serait par exemple possible, en fonction des catégories de transactions, d'appliquer le taux le plus faible ou la plus favorable à toutes ou à certaines transactions commerciales, tout en appliquant un taux moyen aux transactions financières et aux transactions de capitaux effectuées par des particuliers ou par des sociétés, notamment au rapatriement de capitaux et bénéfices, aux envois d'une partie des revenus reçus par des étrangers (qui sont extrêmement importants dans de nombreux pays africains tels que les pays de la zone franc, le Kenya, le Libéria et la Sierra Leone) et aux transactions des touristes; un troisième taux, qui comprendrait un élément de sanction, s'appliquerait à tous les autres achats de devises par les ressortissants et non ressortissants du pays. La répartition des devises selon l'emploi étant réglementée en grande partie par des dispositions relatives à la fixation des cours des changes, les pays pourraient se permettre d'assouplir le contrôle des opérations de change et réduire ainsi l'énorme mécanisme administratif chargé du contrôle des changes, de l'établissement du budget de devises et de la délivrance de permis d'importation, qui existe dans certains pays, sans pour autant renoncer aux informations (à peu près inexploitées dans de nombreux pays) sur les opérations avec l'extérieur que lui fournit le contrôle administratif de ces opérations. Dans le cadre d'un système de ce genre, les agents de change agréés seraient habilités à conclure des transactions à des taux de change prescrits sans avoir besoin de d'approbation préalable de la banque centrale, ce qu'il faut de toute évidence considérer comme un avantage majeur si l'on tient compte du coût réel et financier qu'entraîne l'application de mesures de contrôle des changes, et notamment des formalités administratives et des retards qu'elles impliquent et qui sont à l'origine de pertes inutiles pour les banques commerciales et les clients et de rapports tendus entre les banques commerciales et les autorités monétaires.

104. Il faut absolument évaluer les propositions relatives à l'établissement de taux de change multiples en tenant compte des politiques des changes, des modalités de gestion et de contrôle des changes et des dispositions institutionnelles prises dans les différents pays africains, et non pas en les comparant à des politiques ou dispositions qui paraissent optimales a priori ou pour des raisons de théorie économique abstraite. Au début, il serait souhaitable de comparer les impôts indirects existants, les subventions directes et indirectes accordées aux exportations et à la production de produits de remplacement des importations qui sont aussi exportables, les prix nationaux à l'exportation et les systèmes de commercialisation dans différents pays d'une part avec les structures de stimulants qui pourraient être adoptées dans le cadre d'un système de taux de change multiples, pour

encourager les exportations de produits traditionnels et de produits autres que les principaux produits d'exportation. Il faut en outre comparer des systèmes donnés de taux de change multiples avec des systèmes de taux de change unique fixé par rapport à une monnaie d'intervention éventuellement flottante ou étroitement rattachée à cette monnaie, systèmes maintenus par un contrôle des changes compliqué et par des restrictions quantitatives, avec des systèmes fondés sur un taux de change unique qui soit stable et ajustable de façon continue et répétée ou avec l'utilisation plus fréquente de bandes de fluctuation et de marges de change élargies et la libéralisation de la réglementation des échanges et des paiements. En aucun cas on n'implique que les arguments a priori ou théoriques avancés en faveur ou contre les systèmes de taux de change multiples étaient dénués d'intérêt. En principe, le système de taux de change multiples permet d'atteindre une plus grande efficacité dans l'affectation des devises que la plupart des formes de budget et de répartition des devises et les régimes d'autorisation, en faisant jouer les stimulants de coût et de prix pour équilibrer l'offre et la demande de devises, tout en laissant une plus grande liberté de choix et en faisant baisser le coût des arrangements administratifs nécessaires. En règle générale un système de taux multiples est plus facile à mettre en place et à supprimer que des restrictions quantitatives et des mesures de contrôle. Un inconvénient notable résulte du fait que ce système risque de freiner la production nationale de produits alimentaires et de matières premières industrielles en faisant baisser les prix des importations concurrentielles. Un taux de change favorable pour les importations de capitaux provoquerait notamment des augmentations non désirées de l'intensité relative de capital dans l'industrie. Mais ces obstacles ne sont point insurmontables. Il est possible d'y faire face, le cas échéant, en complétant le système de taux de change multiples par des mesures appropriées de planification fiscale et industrielle.

105. Pour utile que puisse être l'adoption d'un système de ce genre même en tant que mesure transitoire, pour faciliter l'établissement de rapports plus flexibles entre les monnaies africaines et des monnaies d'intervention étrangères, ou la gestion des changes sans que les monnaies africaines ne dépendent directement de ces monnaies d'intervention, et pour obtenir une plus grande flexibilité dans l'ajustement des prix relatifs des biens et services et des devises, il convient de faire preuve d'une grande prudence pour déterminer dans chaque cas une structure de taux appropriée et des bases et modalités correspondantes qui permettent d'intervenir et de les modifier. Il paraît extrêmement souhaitable de limiter délibérément les objectifs fondamentaux et opérationnels d'un système de taux de change multiples et de ne pas poursuivre certains des objectifs fiscaux et autres, pour lesquels ils ont été largement utilisés, en servant notamment à imposer les bénéfices des exportateurs, à augmenter les recettes générales et à subventionner les importations. Si l'on tient compte des caractéristiques fondamentales de leurs rapports monétaires extérieurs, les systèmes de taux de change multiples susceptibles de permettre une plus grande liberté en ce qui concerne la modification des taux de change peuvent, en tant qu'instrument d'orientation, être constitués à partir des éléments suivants: la première 'monnaie', réservée uniquement aux transactions commerciales, aurait un taux de change fixe, mais facilement modifiable, par rapport au DTS, tel qu'il est actuellement évalué, ou dans certains cas par rapport à l'une des principales monnaies d'échange et

d'intervention qui ne flotte pas; le second taux, un taux partiellement spéculatif sur le marché libre, applicable aux achats de devises pour l'importation de biens non essentiels et aux sorties de capitaux, comme par exemple des transferts de revenu des investissements, serait fixé selon l'une des manières suivantes, en tant que:

- a) taux flottant indépendant, libre ou contrôlé;
- b) taux ayant un rapport fixe vis-à-vis d'une monnaie d'intervention flottante ou d'une monnaie d'échange;
- c) taux ayant un rapport généralement fixe mais contrôlable avec une monnaie d'intervention flottante, ce qui implique une certaine intervention;
- d) taux géré d'après une moyenne pondérée des variations de deux ou plusieurs des principales monnaies d'échange ou d'intervention.

Un troisième taux pourrait s'appliquer à des flux à court terme irréversibles de capitaux purement spéculatifs.

106. Dans un cadre de ce genre, qui permettrait de choisir un DTS ou une autre norme de valeur simple ou composée pour fixer un taux de base qui permette d'établir la valeur de la monnaie commerciale et, le cas échéant, pour établir différentes bases et modalités qui permettent de fixer des taux secondaires, on parviendrait à une plus grande flexibilité de la gestion des taux de change. La possibilité de modifier l'ensemble des taux dans les limites de marges importantes fixées selon la structure choisie (par des différences de dévaluation ou de réévaluation de monnaies) permet peut-être des changements moins brusques sinon tout à fait réguliers des taux à la suite d'initiatives autonomes ou en réponse à des variations des taux de change des monnaies d'échange et d'intervention pertinentes. La possibilité de consolider un système de taux de change multiples, aux points délicats, par une intervention fiscale supplémentaire et par une réglementation directe des changes, si besoin est, rehausse encore l'utilité du système.

CHAPITRE IV

FLEXIBILITE DES TAUX DE CHANGE, COMMERCE INTERIEUR ET ORGANISATION FINANCIERE

107. L'instabilité des changes accentue les pressions qui s'exercent sur les prix intérieurs pour une vaste gamme d'activités commerciales et économiques. Les entreprises nationales de production, d'importation, de distribution et d'exportation, et d'autres établissements commerciaux et industriels, ainsi que les banques et institutions financières qui ont un rôle à jouer dans le financement des échanges et de la production, dont le prix de revient, les recettes et les transactions financières subissent l'influence de l'instabilité de la valeur de la monnaie, adoptent une série de stratégies et de mesures pour réduire au minimum les coûts de l'incertitude qu'implique la fluctuation des changes. La question de l'importance de ces coûts, de la façon dont ils sont répartis entre les entreprises commerciales et industrielles, les institutions financières, l'Etat et les consommateurs et des moyens de redistribuer les charges qui s'y rattachent fait l'objet du présent chapitre.

108. Les changements de parité qui ont fait l'objet d'analyses répétées sont des ajustements indépendants discontinus, et les répercussions les plus fréquemment examinées sont celles qui, touchant les coûts et prix d'un pays, influent sur sa balance commerciale. Le résultat est pour l'essentiel bien connu: les variations des taux de change, généralement importantes, qui provoquent une augmentation notable des coûts nominaux de même que des prix intérieurs et des prix à l'exportation, aggrave normalement la situation de la balance commerciale en réduisant les avantages en matière de concurrence, et vice-versa. Les salaires sont généralement considérés comme l'élément de coût essentiel, surtout dans les pays industrialisés. En ce qui concerne les prix, on suppose ordinairement que les entreprises fixent leurs prix de façon à s'assurer une marge unitaire constante (majoration proportionnelle du coût moyen) ou marge de bénéfice exprimée en monnaie locale ou dans une monnaie de référence dans le cas des sociétés internationales. Dans des conditions de flexibilité des changes, l'instabilité des changes engendre en soi une série quelque peu différente de coûts internes supplémentaires dans les pays industrialisés comme dans les pays producteurs de produits primaires qui ont une monnaie non indépendante, question dont l'examen a été relativement négligé.

109. Pour les pays africains, les formes d'instabilité des taux, qui ont un effet direct sur les prix intérieurs sont dues à l'instabilité ou en flottesment des monnaies d'échange et d'intervention, dont le taux varie dans les limites de marges élargies ou sans aucune marge, et aux rapports particuliers qui existent entre ces monnaies et les différentes monnaies africaines. L'évaluation des incidences que peuvent avoir sur les coûts antérieurs et sur les prix à la consommation, les changements indépendants de la parité d'une monnaie d'intervention, l'ajustement des taux de change intéressant plusieurs monnaies et les ajustements consécutifs ou indépendants de la parité des monnaies africaines a généralement pris la forme de calculs des variations de taux de change effectif, qui se sont par la suite traduites par des variations des prix relatifs à l'importation et à l'exportation. Les variations des taux de change effectifs et des prix relatifs risquent toutefois d'entraîner pour les pays non seulement des frais directs qui se reflètent en fin de compte

sur la balance des paiements mais aussi des coûts supplémentaires dans les secteurs qui utilisent des importations, coûts qui se traduisent par une hausse des prix à la consommation, et auxquels s'ajoutent des coûts indirects résultant du déséquilibre international continu et du fait que les pays qui ont une monnaie non indépendante supportent une part disproportionnée du fardeau que représente l'ajustement des paiements internationaux. Une catégorie importante des coûts qu'entraîne la fluctuation des valeurs de la monnaie résulte de l'incertitude qui règne au sujet des taux de change au comptant et des futurs taux de change escomptés, et comprend les coûts qu'implique l'obtention d'un certain degré de certitude, soit que l'on supporte une partie des risques, soit que l'on veuille éviter ou réduire au minimum certains risques. Deux aspects de la façon dont les unités économiques gèrent les risques au change l'emportent sur tous les autres: le souci d'éviter ou de réduire simplement au minimum les risques, ce qui implique la nécessité de déterminer les dimensions des risques de change dans des conditions de taux flottants et les coûts qu'entraînent les mesures visant à éviter ou à réduire au minimum les risques par rapport aux frais qu'entraînerait la prise de risques; deuxièmement, il y a le problème de répartition qui se rattache aux processus particuliers et aux dispositions institutionnelles par l'intermédiaire desquels les coûts encourus pour éviter et pour couvrir les risques sont reportés sur d'autres par ceux qui sont censés supporter les risques. C'est ce problème de répartition, c'est à dire les incidences véritables des risques de change et leurs répercussions particulières sur les coûts et prix intérieurs qui paraît revêtir le plus d'importance dans le contexte africain.

110. Il est nécessaire de déterminer soigneusement la forme et le degré d'exposition au risque des entreprises commerciales et industrielles, des institutions financières et des administrations, avant de pouvoir définir des principes cohérents d'action pour redistribuer les charges qui résultent de l'incertitude des taux de change. Les risques de change proprement dits et les coûts directs et indirects qu'ils entraînent sont nettement différents selon les caractéristiques des unités économiques, même si des coûts communs découlent du fait que l'on ne comprend pas bien le caractère ou la menace de l'exposition aux risques, de l'insuffisance des méthodes qui permettraient de prévoir les variations des taux de change, d'une mauvaise appréciation de la situation et même de décisions rationnelles en vertu desquelles on estime que les risques de perte prévus seront peut-être inférieurs aux coûts qu'entraîneraient les mesures prises pour les couvrir.

111. Le flottement des monnaies fait apparaître une situation caractérisée par un risque à double sens. Mais dans le cas des taux flottants, il n'y a pas plus de symétrie en ce qui concerne l'importance des risques que la structure des coûts qui leur sont associés. Pour les pays qui ont une monnaie non indépendante, les pertes globales nettes, c'est-à-dire les pertes dues à l'effet direct de la dévaluation et de la réévaluation de monnaies étrangères et les pertes qui en résultent d'une manière continue ont tendance à être plus importantes que les avantages qu'il est possible d'en tirer et à réclamer une action de plus grande portée pour éviter les risques, même si le résultat exact dépend de la structure des échanges avec l'extérieur, de la dette extérieure de ces pays et de leurs engagements en devises, et de la composition de leurs avoirs extérieurs. L'asymétrie des répercussions prend des formes variées, dont la plus caractéristique est peut-être l'irréversibilité

des prix ou de l'évolution des prix intérieurs, lorsqu'une monnaie d'intervention ou une monnaie d'échange est dévaluée. C'est ainsi que la dévaluation du franc français en 1969 et 1974 (lorsque le franc flottant est en baisse par rapport aux monnaies européennes) a certes modifié la structure relative des cours des devises mais n'a pas pour autant fait baisser les prix finals (la demande) des importations en provenance de France, pas plus au Nigéria qu'au Ghana ou en Sierra Leone. D'autre part, les gains dus à la réévaluation réalisés sur les exportations libellées dans une monnaie réévaluée ou sur les avoirs détenus dans cette monnaie sont souvent largement contrebalancés par l'accroissement des charges du service de la dette extérieure libellée dans la monnaie réévaluée et par l'augmentation des prix des importations en provenance du pays qui a réévalué, étant donné notamment que les paiements et engagements en devises ou titre des importations et du service de la dette sont plus diversifiés du point de vue des monnaies dans lesquelles ils sont libellés que ne le sont les recettes d'exportation et les avoirs extérieurs officiels.

112. En raison du coût social des risques de change dans des conditions de taux flottants, et des diverses formes de couverture des risques sur le marché et hors marché, auxquelles recourent les unités économiques privées pour faire face à ces risques, les autorités monétaires africaines devraient intervenir dans la gestion des risques de change qu'encourent les institutions officielles et privées de façon à réduire au minimum le coût social qui se traduit par des pertes directes au change, à modérer, dans le cadre de la gestion privée des risques, les mouvements de capitaux qui compromettent la stabilité des changes et des paiements, et à réglementer les formes de couverture des risques qui ont pour effet de faire monter les coûts et prix intérieurs. Si les autorités monétaires africaines voulaient intervenir en ce sens, elles devraient connaître de façon assez détaillée le comportement des agents effectuant des opérations sur devises, dont les décisions sont nettement influencées par l'instabilité des rapports de change, ainsi que leurs caractéristiques respectives en ce qui concerne l'exposition aux risques et la couverture de ces risques, en vue de concevoir des stratégies correspondantes et des mesures détaillées d'intervention qui permettent de réglementer l'activité des changes, sur le plan officiel et privé, compte tenu de ces objectifs. Il serait certes préférable de procéder à l'analyse par pays des différentes situations, de l'exposition et de la couverture en matière de risques, mais les pays africains présentent malgré tout une analogie suffisante à cet égard pour qu'une analyse d'ensemble soit utile, tout au moins dans une première phase.

Risques de change, mesure dans laquelle les entreprises opérant en Afrique sont exposées à ces risques et se prémunissent contre eux

113. Le cadre national des risques de change dans lequel les unités économiques fonctionnent est caractérisé, dans la majorité des pays africains, par le modèle de marché des changes suivant. Il comprend des éléments institutionnels de base de l'organisation du marché en même temps que quelques caractéristiques déterminées qui sont une conséquence directe de la manière dont les marchés des changes africains fonctionnent :

- i) les taux de change au comptant sont fixés selon un rapport fixe ou presque fixe avec une monnaie d'intervention fixe ou flottante et

les taux de change des autres monnaies sont établis d'après les cross-rates avec la monnaie d'intervention au centre financier de cette dernière;

- ii) la structure du taux de change au comptant est gérée par la banque centrale par l'intermédiaire de modifications, des cours et des marges de change, de la réglementation des coûts et commissions des banques commerciales sur les opérations de change;
- iii) les opérations de change sont limitées à un petit nombre de monnaies étrangères;
- iv) il n'existe que des opérations limitées, et dans certains pays aucune opération, entre banques et les banques commerciales sont généralement autorisées à ne détenir à l'étranger que des soldes en devises d'un montant minimum pour leurs activités courantes auprès de leur établissement principal ou de leurs correspondants; il n'existe pas d'agents de change locaux;
- v) les autorités monétaires de même que les banques commerciales et les institutions financières qui, de par leur situation, sont exposés à des risques plus élevés [avoirs et créances à recouvrer, transactions au-delà de frontières de change, marges de profit, remises de dividendes, etc.], perçoivent généralement assez mal l'évolution escomptée du taux de change au comptant; les renseignements imparfaits concernant l'évolution des taux de changes donnent lieu à une évaluation subjective des risques plus fréquente et plus variée;
- vi) l'incertitude qui règne au sujet du niveau futur des taux de change ne provoque aucune pression marquée sur les unités économiques qui ont une situation à découvert les poussant à tenter de se protéger; les entreprises commerciales et industrielles ne se montrent pas moins prêtes à accepter les risques de change dans des conditions de taux flottants que dans un régime de taux de change fixes;
- vii) les taux à terme, lorsqu'ils sont fixés et qu'il existe sur place un marché à terme, sont calculés d'après les taux à terme de la monnaie d'intervention, dans le centre financier de cette monnaie, et convenablement ajustés par les banques centrales ou par les banques commerciales locales;
- viii) le contrôle des changes et, dans certains pays, la politique délibérée suivie par la banque centrale interdisent (ou limitent sérieusement) les mesures visant à couvrir les risques de change sur le marché local [mais n'interdisent pas une activité sur le marché à terme ou la couverture des risques à l'étranger].

114. La grande majorité des opérations de change sont négociées et conclues d'après un taux de change au comptant une fois que l'échéance arrive dans les pays où il existe un marché à terme comme dans ceux où il n'y en a pas. Dans ces derniers en particulier, il est surtout difficile d'évaluer l'importance et les caractéristiques de la demande éventuelle de mécanismes pour les opérations à terme. Il faudrait toutefois s'efforcer de les déterminer.

Les entretiens que nous avons eus avec des représentants de banques centrales et de banques commerciales, des fonctionnaires des ministères des finances, des industriels et des commerçants au Ghana, au Nigéria, en Sierra Leone et au Sénégal ont certes prouvé qu'il existait un certain intérêt pour des mécanismes de ce genre, mais n'ont pas indiqué pour autant que la demande insatisfaite de couverture à terme par l'intermédiaire de marchés des changes officiels était très importante. Ces entretiens n'étaient bien entendu pas d'une portée suffisante ni suffisamment systématiques pour qu'il soit possible d'en tirer des conclusions valables. En outre il se peut que les gros acheteurs et vendeurs de devises et leurs agents ne soient pas particulièrement prêts à révéler leurs transactions à terme dans des conditions où ces opérations étaient découragées ou interdites dans le pays et que les entreprises commerciales étrangères se montraient traditionnellement discrètes sur la nature et l'ampleur de leurs flux monétaires, dont certains risquaient d'être considérés comme spéculatifs. Mais on peut en donner deux autres explications qui vont peut-être plus au fond du problème. La première résulte du manque plus ou moins grand de compréhension du caractère, de la menace et du coût des risques de change, et des possibilités de s'en prémunir de la part d'un grand nombre d'agents qui pratiquent des opérations de change, la seconde du fait que certains d'entre eux peuvent se prémunir contre ces risques hors marché d'une façon qui est considérée aussi satisfaisante si ce n'est meilleure qu'ils ne pourraient le faire de toute autre façon en s'assurant une couverture à terme.

115. D'une manière générale, c'est le degré élevé de réglementation des opérations de change, qui vise notamment à décourager explicitement ou à interdire pour de bon les opérations à terme dans certains pays africains et les possibilités de ce fait restreintes de couvrir les opérations et les avoirs sur le marché, qui rendent certains agents plus disposés à recourir à des formes de couverture hors marché. Ces formes de couverture sont d'ailleurs moins coûteuses et plus rentables et procurent peut-être une plus grande certitude que n'importe quelle couverture officielle sur le marché, puisqu'elles représentent pour certains agents une option à sens unique, où ils ne perdent pas et ne peuvent que bénéficier des variations du taux de change contre lesquelles ils se prémunissent. Mais le fait qu'il existe des formes de couverture hors marché n'est pas entièrement dû au fait que les possibilités de couvrir les risques au change par l'intermédiaire d'une opération à terme fassent défaut ou soient insuffisantes. Même dans les pays où il y a des marchés à terme bien établis, la majorité des opérations de change ne sont pas couvertes sur le marché; du point de vue du nombre d'opérations, les pays africains ne constituent pas un cas unique, mais peut-être bien en ce qui concerne la mesure dans laquelle la vaste majorité des vendeurs et acheteurs de devises recourent à ces formes de couverture, alors qu'ils ne font que rarement, voire jamais, appel au marché des changes à terme et qu'ils n'en feraient probablement pas usage dans des conditions normales, même si un tel marché existait.

116. Les acheteurs et vendeurs de devises des pays africains sont très différents les uns des autres en ce qui concerne leurs caractéristiques fonctionnelles et la physionomie de leur entreprise, l'importance des avoirs dont ils disposent en devises et de leurs besoins, présents ou futurs de devises, le caractère et le degré d'exposition aux risques et la façon dont ils y répondent et notamment la manière correspondante dont ils choisissent de s'éloigner ou

de se protéger de ces risques, même si en fin de compte le caractère des risques que le changement de valeur d'une monnaie implique est grosso modo le même. Les agents qui effectuent des opérations sur devises se divisent en trois grandes catégories, selon le comportement qu'ils adoptent pour couvrir les risques au change. Les agents de la première catégorie sont essentiellement de petites entreprises ou des importateurs pour compte propre, mais aussi des exportateurs de produits secondaires vers des pays de la région, qui ne faisant que rarement appel au marché à terme, couvrent presque exclusivement les risques de change qu'ils appréhendent en dehors des marchés des changes officiels. Leurs opérations de change sont en général relativement peu importantes et plutôt irrégulières, voire accidentelles par rapport à leur principale activité, qui consiste à acheter et à vendre sur place, au bas de la chaîne de distribution, des produits importés. Comme c'est le cas d'autres entreprises, certaines de leurs transactions n'en sont pas moins exposées à des risques de changes directs et indirects, mais ils peuvent rarement s'en protéger officiellement dans le cadre ou en dehors du marché des changes, étant donné qu'ils se trouvent à l'extrémité du processus de couverture des risques; ils peuvent souvent couvrir réellement leurs marges de profit en reportant directement sur un tiers les frais de couverture, qu'ils le fassent sciemment ou non. Dans la majorité des cas, c'est pratiquement tout ce qu'ils peuvent faire. Il est caractéristique des entreprises de cette catégorie qu'elles éprouvent des difficultés à estimer à l'avance leurs besoins de devises de même que l'évolution des taux de change des monnaies dans lesquelles sont libellées leurs principales importations. Ils sont donc disposés à accepter le taux de change en vigueur au moment où les transactions sont conclues, ou bien le règlement est dû, même s'ils se rendent compte que les taux de change risquent, d'une manière générale et plus particulièrement en ce qui concerne leurs transactions, de changer à leurs dépens.

117. Pour ce qui est des entreprises de la catégorie II, les risques auxquels elles sont directement exposées sont d'ordre financier, dans le cas des importateurs, qui se verront peut-être dans l'obligation de payer un montant supérieur en monnaie locale dans le cas d'une réévaluation de la monnaie dans laquelle sont libellées leurs transactions ainsi qu'une prime d'incertitude sous forme de frais d'intérêt supplémentaires sur le crédit à l'exportation qui est obtenu à l'étranger et sur les engagements au titre des concours financiers d'institutions nationales, qui adopteront généralement une position de refuge analogue. En fin de compte, l'exposition aux risques concerne essentiellement les marges de profit, les transferts, l'amortissement et le remboursement de prêts, ainsi que les remises de dividendes dans le cas des entreprises appartenant à des étrangers. Les agents de cette catégorie ne couvrent pas automatiquement toutes leurs transactions (qui sont exposées aux risques) sur les marchés à terme ou en procédant, par précaution, à des achats et à des ventes au comptant, mais suivent généralement de près le comportement du marché au comptant de même que le marché à terme, en achetant à l'occasion une monnaie, lorsque son taux de change est bas et en effectuant des ventes restreintes lorsque le taux est élevé. Les entreprises de cette catégorie exploitent de façon plus ou moins systématique les possibilités de protéger toute transaction, qui ne serait pas couverte, par des ajustements de politique financière ou par d'autres formes de couverture hors marché. Entrent dans cette catégorie les exportateurs moyens ou grands, surtout de produits secondaires, les très grands importateurs et les agents des importateurs détenant des agences exclusives pour un certain nombre de produits manufacturés importants qui sont importés

en vertu de contrats périodiques d'achat à terme fixe portant sur des montants importants et financés par des crédits commerciaux à l'exportation, des avances bancaires et des lettres de crédit; ainsi que les grossistes qui achètent aux importateurs contre prorogation des délais de paiement et importent parfois directement. Les entreprises de cette importante catégorie s'assurent une couverture en recourant au marché à terme, en cas d'incertitude marquée de l'évolution des taux de change pertinents, à condition que le coût des opérations ajusté pour être actualisé ne soit pas indûment élevé, auquel cas elles absorberaient, avec la majorité des entreprises, les coûts supplémentaires d'incertitude et de couverture liés à la fluctuation de la valeur de la monnaie en majorant les prix de façon subjective et en faisant supporter le poids par les distributeurs ou directement par les consommateurs.

118. Les entreprises de la catégorie III couvriront presque toujours l'ensemble ou une partie de leurs transferts, de leurs opérations financières, de leurs paiements et recettes sur le marché local ou sur un marché à terme à l'étranger et recourront à toutes les formes de couverture qui existent hors marché, au titre d'une stratégie normale de gestion de leurs positions exposées. Les entreprises de cette catégorie sont peu nombreuses, et comprennent de véritables sociétés multinationales opérant dans les industries extractives et les grandes maisons de commerce d'import-export et du secteur manufacturier, qui ont des succursales ou des filiales dans un certain nombre de pays.

119. Si les sociétés multinationales et leurs filiales, qui appartiennent à cette catégorie, effectuent avec les entreprises du même groupe de même qu'avec des sociétés qui n'en font pas partie les transactions les plus variées qui sont exposées aux risques de change, elles sont mieux placées que d'autres entreprises de cette catégorie ou de toute autre catégorie pour éviter les risques de perte en raison de la vaste gamme de possibilités de couverture dont ils disposent. Pour cette catégorie d'entreprises en particulier, l'exposition aux risques prend la forme d'un changement de parité d'une monnaie par rapport à la monnaie de référence de la société, qui exerce une influence défavorable sur la valeur des avoirs, des engagements ou des transactions de la société, qui sont exprimés en monnaie de référence. Ce changement de parité peut intéresser une 'tierce' monnaie ou la monnaie du pays d'implantation, même si ces deux éléments sont normalement à l'origine des changements de parités relatives. Pour complexes qu'elles soient, la gestion des risques et l'analyse de l'incidence des coûts qui en découlent semble malgré tout présenter moins de difficultés dans le cas de changements discontinus ou de changements prévus des parités du pays d'implantation ou du pays tiers, si les parités sont fixes que si elles sont flexibles, d'autant plus que les risques, l'exposition aux risques et les décisions de s'en protéger sont généralement considérés comme une façon de réagir à des changements discontinus de parité, c'est à dire bien souvent à une dévaluation de la monnaie, généralement faible du pays d'implantation, qui est invariablement un pays peu développé. Ces dévaluations constituent des menaces de perte, qui sont normalement plus faciles à prévoir, à évaluer et à couvrir que les changements de parités relatives dans des conditions de flexibilité des changes, lorsque certaines monnaies d'échange clés flottent et d'autres fluctuent à l'intérieur de bandes élargies ou souvent la monnaie de rattachement, même si la parité de la monnaie de référence est elle-même fixée par rapport à l'or ou à une monnaie d'intervention et même s'il n'y a en fait aucun changement important

de la parité relative. Etant donné la dévaluation ou la réévaluation continue, éventuellement réversible, de la monnaie de pays tiers dans des conditions de flexibilité des changes, ou les changements de parité qui résultent de la dépréciation ou de l'appréciation effectives de la monnaie du pays d'implantation, qui a un rapport fixe avec une monnaie d'intervention ou est étroitement rattachée à cette monnaie qui se déprécie par rapport à la monnaie de référence de la société, les problèmes de gestion des risques et l'analyse des coûts indirects qu'elle entraîne et de leur incidence se compliquent encore.

120. Alors qu'il est facile d'identifier et d'évaluer les risques et l'exposition aux risques et de trouver des formes appropriées de couverture, il faut procéder à une recherche empirique détaillée pour savoir quelles sont les stratégies et les combinaisons particulières de formes de couverture ou de protection qu'adoptent les entreprises dominantes de chaque catégorie. Les réactions des pays d'implantation aux mesures prises par les sociétés en matière d'acceptation des risques, d'auto-assurance et de financement dans le cas de changements autonomes ou provoqués de parité devraient refléter les différences qui existent entre les sociétés en ce qui concerne leur façon de percevoir et de prévoir les risques, d'évaluer les pertes probables et de choisir une forme de couverture correspondante. Pour la plupart des filiales des sociétés multinationales, l'exposition aux risques de change est à la base un problème de bilan, même si des éléments importants de leur compte d'exploitation ou de leur marge brute d'autofinancement sont souvent directement exposés aux risques. Qu'il s'agisse de protéger ou de couvrir le bilan ou les postes du compte d'exploitation, l'objectif fondamental est grosso modo identique. Les pays d'implantation qui doivent en effet supporter en totalité ou en partie les frais de couverture des transactions des sociétés doivent se rendre compte de la forme que doit revêtir et du coût qu'implique la couverture des postes du compte d'exploitation et du bilan. Le caractère et le degré du risque de pertes sur la valeur des différents postes du compte d'exploitation et du bilan par rapport à une monnaie de référence varient selon le changement primaire de parité qui engendre un risque au change, comme le sont les méthodes adoptées par les entreprises, ayant des caractéristiques opérationnelles différentes (importance, expérience commerciale, mode d'organisation, etc.), pour se protéger ou se prémunir contre des risques déterminés. Les filiales exportatrices, surtout celles qui vendent sur des marchés tout proches mais aussi celles qui vendent à des sociétés mères ou à d'autres filiales du groupe et qui ont des devises à recevoir voient celles-ci exposées lorsqu'il y a une dévaluation ou une menace de dévaluation d'une monnaie forte d'un pays tiers, dans laquelle leurs exportations sont libellées et leurs règlements sont effectués, que la monnaie du pays d'implantation ait ou non un rapport de parité fixe avec la monnaie en question, mais surtout quand un tel rapport existe.

121. La dévaluation de monnaies fortes de pays tiers par rapport à la monnaie de référence d'une société entraîne en général des pertes probablement plus importantes que ne le ferait une réévaluation, mais les pertes dues à une réévaluation peuvent être substantielles en montant absolu ; et la réévaluation de la monnaie d'un ou de plusieurs pays tiers ne se traduira pas forcément par un gain net. Dans le cas d'une dévaluation, les actifs réalisables et disponibles d'une société en monnaies faibles sont exposés au risque, de même que les créances locales non soumises à des clauses de sauvegarde contre

la révision des prix ou la dévaluation, l'encaisse et les dépôts bancaires, la quasi-monnaie, et notamment les titres et valeurs négociables dont la valeur de remplacement et la valeur marchande exprimées en monnaie de référence baissent; et surtout les marchandises importées facturées en monnaie faible, qui ne sont pas encore payées et dont le prix n'est pas ajustable. Si les actifs non réalisables ne sont généralement pas exposés puisqu'ils ont été enregistrés aux taux de change du moment et le plus souvent suffisamment amortis ou épuisés, ils n'en pourraient pas moins faire l'objet d'une réévaluation ou d'un amortissement supplémentaire. Les engagements à long terme et exigibles ne sont généralement pas exposés et, dans la mesure où il est possible de se procurer des capitaux non exposés en monnaie forte de la société mère ou d'autres filiales et de retarder le paiement jusqu'à ce qu'il y ait une dévaluation, les engagements peuvent même fournir une certaine couverture pour les avoirs exposés. Cependant les engagements peuvent être exposés si aucune de ces formules n'est praticable ou rentable, compte tenu par exemple des différences de taux d'intérêt et des remises sur marchandises perdues, et lorsque des considérations relatives au marché monétaire local et la réglementation des sorties de capitaux ne permettent pas de lancer des emprunts avant la dévaluation et de transférer les capitaux empruntés à l'étranger dans l'intention de les faire revenir après la dévaluation.

122. Dans le cas de réévaluation d'une tierce monnaie, le rapatriement de capitaux et de recettes se trouve exposé au risque, de même que le remboursement de prêts extérieurs ou le versement d'intérêts à une société du groupe ou à une autre société qui ne fait pas partie du groupe, d'autres engagements libellés en monnaie forte de pays tiers, les paiements de redevances, les honoraires de gestion et la répartition des frais généraux. L'augmentation de la valeur de tierces monnaies par rapport à une monnaie de référence peut dégrader dangereusement la valeur des investissements directs, tant fixes que courants, par rapport aux engagements non exposés, en termes de valeur nette ajustée du patrimoine. Une grande société internationale a enregistré une perte au change de 55 millions de dollars en 1971, lorsque de nombreuses monnaies ont été réévaluées par rapport au dollar des Etats-Unis.

123. Un changement de parité de la monnaie du pays d'implantation, qui a un rapport de parité fixe ou étroit avec une tierce monnaie, et qui résulte de changements discontinus ou continus de la parité de cette dernière, peut à certains égards correspondre à un changement direct de parité de la monnaie du pays d'implantation. Mais du point de vue de l'exposition globale d'une société aux risques de change, l'importance de ces risques et les possibilités de couverture différeront selon qu'il existe un rapport de parité fixe avec une tierce monnaie qui a été dévaluée ou qui flote en baisse ou selon qu'il y aura eu une dévaluation directe de la monnaie du pays d'implantation, même si le changement de parités relatives est resté le même. Le principal poste du compte d'exploitation qui est sensiblement exposé et que l'on cherche souvent à couvrir comprend les flux escomptés de recettes en monnaie locale, après déduction d'impôts locaux, la valeur de ces apports, en monnaie de référence se trouvant diminuée, à la suite d'une dévaluation ou d'une dépréciation de la monnaie du pays d'implantation surtout lorsqu'il est difficile d'augmenter les prix suffisamment en prévision d'une dévaluation ou d'une dépréciation ou après coup.

124. Les entreprises des catégories I, II et III ont à faire face à des risques de change différents. Dans la catégorie III, une autre distinction s'établit selon la structure et l'importance des rubriques du bilan et du compte d'exploitation. Les problèmes d'exposition et de couverture sont probablement plus simples en ce qui concerne la majorité des entreprises rentrant dans les autres catégories. Les répercussions éventuelles de l'instabilité des changes sur la situation et les perspectives financières des entreprises des catégories II et III (particulièrement de la catégorie III) sont plus importantes que pour les entreprises de la première catégorie, en raison notamment de l'importance relative de leurs avoirs, et aussi de l'ampleur et de la fréquence de leurs transactions financières dans un cadre où les mouvements des taux de change sont de plus en plus imprévisibles et virtuellement réversibles, au moins en partie. Les petites et moyennes entreprises qui effectuent de dangereuses opérations de change risqueront peut-être souvent des pertes notables, étant donné qu'elles se trouvent à l'extrémité ou presque de l'échelle des mesures de couvertures mises en oeuvre par de plus grandes entreprises, des banques et des institutions financières qui auront eu recours à une méthode impliquant une révision des prix et le transfert sur des tiers du poids à supporter. Alors que les plus grandes entreprises sont mieux préparées à couvrir leurs positions exposées que les plus petites entreprises, l'objectif fondamental, qui détermine en grande partie la structure de la couverture et le rapport coût/risque/rentabilité, est le même pour toutes les entreprises. Les sociétés multinationales et les grandes entreprises de la catégorie III essaient d'éviter toute diminution de la valeur globale de leurs avoirs nets et des flux actuels et futurs de leurs revenus et transactions financières par rapport à leurs monnaies de référence respectives, en réduisant au maximum l'exposition nette aux risques, en compensant à cette fin les pertes (ou gains) sur les avoirs dévalués par les gains (ou pertes) sur les engagements réévalués. Pour ce qui est des plus petites entreprises, l'objectif, qui n'exige souvent que des formes moins compliquées de couverture sur le marché ou hors marché, consiste à sauvegarder la valeur réelle de l'actif engagé et des revenus à la suite de tout changement effectif ou envisagé de la valeur relative des monnaies et de la structure des prix intérieurs et extérieurs.

Le coût de la couverture et le pays d'implantation

125. Lorsque l'on analyse les répercussions que peuvent avoir sur la balance des paiements des pays d'implantation, sur la stabilité de leurs taux de change et sur l'évolution des coûts et prix intérieurs, les différentes mesures de couverture des risques au change que prennent les entreprises de toutes les catégories (petites, moyennes et grandes entreprises, sociétés de personnes, sociétés multinationales et sociétés internationales n'ayant aucun rapport entre elles), il est bon de procéder point par point en raison de la variété des postes exposés aux risques de change et des différences qui existent en ce qui concerne le degré d'exposition et son importance pour la rentabilité et la survie des entreprises et la nécessité où elles se trouvent de couvrir des risques particuliers et de se prémunir contre d'autres formes d'exposition. Si l'on tient compte des objectifs d'un pays qui consistent à maintenir la stabilité des coûts et prix intérieurs, des taux de change à peu près stables et un équilibre durable des paiements internationaux, il est nécessaire d'identifier les formes de couverture de risques qui contribuent le moins à la

réalisation de ces objectifs, étant entendu que les pouvoirs publics et les autorités monétaires doivent les réglementer de manière plus avisée que ce n'était jusqu'ici l'habitude dans la plupart des pays africains.

126. Les entreprises étrangères, les sociétés multinationales et les grandes entreprises gèrent leurs risques au change selon le caractère et l'incidence de l'exposition prévue, en effectuant, le cas échéant, par précaution des mouvements de capitaux (de couverture) intéressant leurs recettes, paiements et autres flux financiers futurs, tout en recourant à diverses autres stratégies de couverture pour protéger la valeur des biens de capital et des avoirs financiers, lorsqu'aucun paiement ni mouvement de capitaux n'est en jeu ou prévu. Les entreprises internationales qui ont des positions exposées procèdent plus ou moins couramment à des modifications de leurs dispositions intérieures en matière de financement. Elles peuvent arrêter ou réduire rigoureusement les flux de capitaux des sociétés mères vers les filiales installées dans des pays sujets à la dévaluation et accélérer le remboursement de capitaux de ces filiales de même que d'autres formes de règlements entre sociétés affiliées. La plupart des entreprises réduiront leurs avoirs en monnaie du pays en question, multiplieront les emprunts de la part de leur filiale sur le marché financier et monétaire local, en particulier les emprunts à court terme par l'intermédiaire d'avances bancaires et l'utilisation d'autres lignes de crédit, en empruntant surtout contre des créances locales à recevoir mais plus généralement en essayant d'assurer la compensation des avoirs exposés. L'augmentation des emprunts en monnaie locale s'accompagnera si possible d'autres mesures visant à escompter ou à facturer des effets locaux ou des billets à ordre en vue de les convertir plus rapidement en argent comptant qui pourra être envoyé, chaque fois que c'est possible, à la société mère. En outre, les entreprises laisseront s'accumuler les crédits commerciaux et autres accordés par les filiales à leur société mère. L'exposition nette peut encore être réduite par des accords de crédits réciproques financiers, qui élimineront ou réduiront au minimum les pertes de conversion, et par des emprunts spéciaux (arbi-loans). Des montants égaux de la monnaie de référence, disons des dollars EU, et de la monnaie locale sont échangés à titre de crédit réciproque pour une période déterminée, à la fin de laquelle les deux parties remboursent le montant original de chaque monnaie. Evidemment, toutes les entreprises étrangères opérant en Afrique ou ailleurs ne sont pas en mesure de procéder ou en fait ne procèdent pas à ces ajustements financiers, même dans les pays où la réglementation des changes le permet. Il est néanmoins important que les autorités monétaires se rendent compte de la série de mesures que peuvent prendre ces sociétés et des formes correspondantes d'intervention qui peuvent être nécessaires.

127. Les entreprises exportatrices qui doivent faire face à un changement éventuel, généralement une dévaluation ou une dépréciation, du taux de change hors banque d'une monnaie dans laquelle leurs transactions sont libellées, qu'elles recourent ou non au marché à terme d'une façon générale ou à titre de possibilité supplémentaire, emprunteront généralement un montant en monnaie exposée au risque de dévaluation, qui correspondra aux recettes qu'elles escomptent dans cette monnaie pour une période correspondant à celle à la fin de laquelle les recettes exposées deviennent exigibles, ou concluent un contrat d'importation dont le paiement sera dû à la fin d'une période identique, ou feront l'un et l'autre. Le prêt sera remboursé lorsque l'importateur paiera ses dettes (éventuellement après la dévaluation) ou sera escompté directement par une banque commerciale ou par une institution d'escompte. Le taux d'intérêt ou taux d'escompte, représentant le coût de couverture, sera reporté autant que possible sur d'autres unités économiques.

128. Seule une proportion relativement faible des paiements en monnaie autre que la monnaie locale, concernant par exemple les dividendes, les marchandises achetées, les capitaux empruntés et l'intérêt à verser, paraissent être couverts sur le marché des changes à terme, en partie parce que les entreprises commerciales et industrielles comme les banques sont subjectivement convaincues que le coût de couverture est élevé par rapport aux pertes probables dues à la dévaluation; de ce fait, une couverture à terme dans des conditions d'instabilité des changes semble être de plus en plus considérée comme un moyen supplémentaire d'éviter les risques que l'on utilise à l'occasion plus ou moins sans tenir compte des considérations de prix. Certains signes indiquent par ci par là que la proportion des transactions qui sont couvertes à terme peut être relativement faible, étant donné que les risques et le coût de couverture de ces risques augmentent dans des conditions de flexibilité des changes et que l'on fait plus largement appel à des formes de couverture hors marché. La plus courante de ces formes de couverture implique la fixation des prix des ventes, des prêts, des paiements de redevances, des paiements de services et des paiements de contrats et de droits entre filiales, d'une façon qui permette de tenir compte des risques de change, dans le cadre d'une stratégie qui a pour objectif de réduire au minimum les coûts de couverture et la perte de revenus ou la diminution de la valeur des actifs qu'un changement de valeur de la monnaie risque d'entraîner pour une société. Il en résulte forcément un transfert systématique de ces coûts sur d'autres unités économiques, et notamment sur les pouvoirs publics du pays d'implantation.

129. Une troisième catégorie de formes de couverture et de dépense consiste à ajuster certains prix stratégiques qui se répercutent plus ou moins directement sur le compte d'exploitation et sur le bilan. On sait que lorsqu'il est possible d'augmenter les prix, certaines entreprises ont majoré continuellement les prix locaux de stocks existants en particulier de biens importés et de produits finals en prévision d'une dévaluation ou d'une dépréciation de la monnaie du pays d'implantation ou après la dévaluation de cette monnaie, pour essayer de compenser l'augmentation des coûts qui feraient baisser la valeur des bénéfices exprimée en monnaie de référence. De façon plus générale, la fixation des prix d'après les taux de change du marché libre ou les taux de change fictifs étaient les efforts déployés pour protéger les éléments du compte d'exploitation et du bilan. Des ajustements plus directs de prix à titre de protection contre des risques de dépréciation ou de dévaluation représentent une pratique courante parmi les maisons d'importation en particulier. Les grandes entreprises ont souvent majoré la valeur de leurs factures de 2 P.100, lorsque les marges de change admises en vertu des règles du FMI étaient portées à 2 p.100. Dans des conditions de plus grande flexibilité des changes avec des marges correspondantes de taux de change effectif plus grandes, il paraît raisonnable de s'attendre à de plus fortes majorations des prix facturés à titre de protection contre les risques de change. Le contrôle de factures dans certains pays de l'Afrique de l'Ouest a fourni des preuves de cette pratique. En outre l'utilisation manifestement de plus en plus répandue de contrats de vente ou d'achat qui renferment des clauses de révision des prix ou des dispositions d'équivalence en dollars a eu pour effet direct d'augmenter les prix à la suite de la dépréciation ou de la dévaluation d'une monnaie locale.

130. La question de savoir quelles catégories et combinaisons de procédé de couverture et de protection et quelles mesures particulières caractérisent la

pratique des entreprises qui accordent des prêts dans un contexte déterminé selon le pays, l'époque et les risques de change est en fin de compte une question de recherche empirique. Il en est par conséquent de même lorsqu'il s'agit de déterminer de façon précise les répercussions quantitatives et qualitatives que le soin manifesté par les sociétés d'éviter des risques a sur les objectifs fondamentaux en matière de change, de paiements et de prix intérieurs. Pour ce qui est du flux de ressources financières entre filiales et sociétés mères, il est nécessaire de définir avec soin et de délimiter les périodes d'incertitude monétaire et de risques de perte au change en déterminant la forme et l'importance des risques et de l'exposition aux risques par rapport à la probabilité d'un changement de parité, et de démontrer l'existence de corrélations significatives au cours de ces périodes (qui peuvent probablement s'exprimer en jours et en semaines, peut-être en mois mais guère en années) entre les risques de change et la probabilité d'un changement de parité d'une part et les mouvements de capitaux entre sociétés mères et filiales de l'autre, les dividendes, intérêts, redevances et droits, qui sont versés par les filiales aux sociétés mères, la prolongation de crédits commerciaux et l'évolution des "termaillages" à l'intérieur de groupes de sociétés. Lorsque ces corrélations sont établies, il est alors nécessaire de déterminer si des mouvements particuliers de capitaux au cours de périodes d'incertitude de la valeur monétaire exercent un effet perturbateur sur la balance des paiements et sur le comportement stable des changes des pays d'implantation.

131. L'un des quelques rares essais d'évaluer les effets statistiques des mesures prises par des sociétés internationales pour répondre à des changements de parité est dû à W.A.P. Manser, qui a établi un rapport entre les statistiques officielles et privées de Grande-Bretagne et d'Allemagne de l'Ouest sur le crédit bancaire, les dettes à long terme contractées en Grande-Bretagne, les mouvements de capitaux propres et de capitaux empruntés entre sociétés mères et filiales, les paiements de dividendes aux sociétés mères et les changements annuels de flux de liquidité nette d'un échantillon de filiales de sociétés internationales installées en Grande-Bretagne, lorsque des changements de parité (qu'il s'agisse d'une dévaluation de la livre sterling ou d'une réévaluation du deutsche mark) sont attendus 16/. Les entreprises, a-t-il constaté, n'évitent pas les pertes au change "à tout prix" mais procèdent à des ajustements "sélectifs et partiels" comprenant des mouvements de capitaux, des paiements de dividendes et des changements en ce qui

16/ W.A.P. Manser, The Financial Role of Multi-National Enterprise, Cassell/Associated Business Programmes Ltd., 1973, pp. 109 - 139. Il existe de plus en plus d'ouvrages, encore qu'ils ne soient pas nombreux, sur le comportement des sociétés multinationales vis-à-vis des risques de change. Parmi les ouvrages les plus importants, on peut citer les contributions suivantes: B.A. Lietaer, 'Managing Risks in Foreign Exchange', Havard Business Review, 48(2) mars-avril 1970, pp. 127 - 138; Alan Teck, 'Control your Exposure to Foreign Exchange', Havard Business Review, janvier-février 1974 pp. 66-75; R.B. Shulman, 'Are Foreign Exchange Risks Measurable', Columbia Journal of World Business, vol. v, n° 3, mai-juin 1970, pp. 55-60; S.d. Robbins and Stobaugh, Money in the Multinational Enterprise - A Study in Financial Policy, Basic Books, Inc., New York, 1973 and M.Z. Brooke and H. Lee Remmers, The Strategy of Multinational Enterprise, Longman, 1970.

concerne les engagements à court terme et à long terme; ajustements qui, dans l'ensemble, ont peu d'effets perceptibles sur les flux financiers et encore moins d'effets sur la balance des paiements des pays où ces entreprises opèrent, même si ces mouvements de capitaux se sont révélés concluants pour la rentabilité des entreprises en cas d'incertitude de la situation monétaire.

132. Néanmoins, ni les statistiques de Manser ni l'analyse ingénieuse qu'il en fait ne suffisent à soutenir son affirmation d'ordre général qu'il n'existe aucune caractéristique de réaction aux risques de change ou sa conclusion plus particulière qu'il n'est pas possible d'identifier, dans les mouvements de capitaux, des rapports particuliers avec des risques de dévaluation. Les statistiques étaient globales, et il aurait fallu établir un rapport entre les différents chiffres obtenus pour chaque élément par société et par année (chiffres à partir desquels ces statistiques avaient d'ailleurs été établies), de préférence pays par pays, et la mesure plus systématique des risques de change, comme par exemple les valeurs escomptées de l'appréciation ou de la dépréciation selon une série de prévisions relatives à l'importance du changement de parité, la période au cours de laquelle ce changement est supposé survenir, les limites de confiance, et l'exposition nette des éléments critiques. On obtiendrait ainsi une meilleure représentation du cadre analytique des stimulants qui sont à l'origine des mouvements de capitaux dans des conditions d'incertitude des changes. Les conclusions de Manser sont en fait curieusement en contradiction avec les micro-données fondamentales de Brookes et Remmers, tout au moins telles qu'elles figurent dans leur livre, qui accusent une physionomie assez bien définie. En outre, les chiffres relatifs aux mouvements de capitaux étaient visiblement à long terme par rapport à la durée nettement plus courte de l'instabilité monétaire et des mouvements de capitaux spéculatifs. Le fait que Manser ait montré fort peu d'empressement à reconnaître que les décalages dans des règlements liés aux variations des changes surviennent généralement dans l'intervalle de brèves périodes au cours d'une année souligne très probablement une caractéristique décisive du comportement des mouvements de capitaux effectués par les sociétés à titre de précaution ou de spéculation. Les répercussions des mouvements de capitaux sur la balance des paiements et sur la stabilité des changes sont peut-être bien plus importantes que ne les font croire les chiffres donnés par Manser.

133. Il n'est pas facile de se procurer des données complètes et détaillées sur les mouvements de capitaux entre les sociétés internationales et leurs filiales opérant en Afrique et dans d'autres pays. Il n'y a toutefois pas de raisons a priori ou institutionnelles pour croire que durant des périodes d'incertitude des changes, qu'il s'agisse de monnaies africaines ou de leurs monnaies d'intervention, il n'y ait pas d'importants mouvements de capitaux au sein de sociétés internationales ou entre sociétés non affiliées ou que les réactions des sociétés aux risques de change ne soient pas caractérisées par des changements notables de la structure du crédit commercial entre sociétés ou de la structure des décalages dans les règlements. Néanmoins il semble qu'en raison de la situation rudimentaire et du degré de réglementation des marchés monétaires et des marchés des capitaux en Afrique, de l'étendue du contrôle des changes dans de nombreux pays et de la restriction ou de l'interdiction de toute activité organisée sur le marché à terme, les sociétés internationales tout comme les sociétés nationales couvrent leurs risques de change par des formes anticipées ou autres d'ajustement des prix plutôt que par des mouvements de capitaux. En fait, il se peut que les accusations portées

contre le mécanisme des prix de transport adopté par les sociétés soient aussi importantes que les accusations portées contre les paiements de revenus (intérêts, redevances, frais de gestion, etc.), de paiements après déduction des impôts (dividendes) et de prêts entre sociétés d'un même groupe comme moyen de transférer des capitaux et des bénéfices dans des conditions de flexibilité des changes, alors que l'utilisation étendue des moyens de financement du pays d'implantation réduit au minimum les pertes de conversion et améliore la structure d'exposition.

134. Les formes conventionnelles de couverture telles que la couverture à terme et le transfert de capitaux conviennent le mieux dans des situations exceptionnelles de risques au change, bien qu'elles soient largement utilisées en cas de fluctuations fréquentes des rapports de taux de change. Le caractère réversible des rapports de parité dans ces conditions encourage toutefois les sociétés à trouver des méthodes plus systématiques qui leur permettent de choisir des politiques de protection optimales (pour savoir où, quand et comment se protéger), au lieu de s'en remettre au seul hasard, comme lorsque, par exemple, le naira nigérian, qui avait été rattaché au dollar, s'est déprécié en même temps que le dollar par rapport aux monnaies européennes pour reprendre ensuite de la valeur lorsque le cours du dollar s'est consolidé. Parallèlement, le caractère des risques de change dans des conditions de flexibilité des changes et les facteurs institutionnels caractérisent les marchés monétaires rudimentaires, le contrôle des changes souvent intransigeant et l'insuffisance des moyens dont disposent les autorités monétaires et fiscales des pays africains pour réglementer l'établissement des prix de transfert et d'autres formes de fixation des prix concourent à limiter essentiellement pour les sociétés le choix des mesures de couverture dans certains pays à l'ajustement des prix et des actifs du genre décrit ci-dessus.

135. Comme on l'a déjà fait remarquer, les formes de majoration des prix effectués à titre de précaution, qui se traduisent directement par un relèvement du niveau des prix et coûts intérieurs dans les secteurs des pays d'implantation qui utilisent des produits importés sont les suivantes: fixation arbitraire du prix pour les transferts entre sociétés d'un même groupe, établissement anticipé du coût des stocks, majoration délibérée du montant de factures, changements des conditions de crédit, surtout du prix du crédit à l'exportation. Les stocks de produits intermédiaires, de pièces de rechange, de matériel et d'équipement, de produits finis et le prix de vente des biens et services importés de zones de monnaie forte (et aussi de zones de monnaie faible) sont réévalués par rapport à la monnaie dévaluée ou dépréciée de façon à ce qu'ils gardent une valeur constante en monnaie forte ou en monnaie de référence ou de façon à maintenir la valeur des bénéfices en monnaie de référence. L'incapacité des gouvernements africains de contrôler ou d'influencer efficacement les prix intérieurs et le manque généralisé de concurrence dans les principaux secteurs du marché local des biens et des services importés permettent assez facilement aux entreprises de reporter sur le consommateur le coût de couverture ou d'absorption des fluctuations de change. Il reste encore à prouver systématiquement que les factures de produits importés sont majorées souvent au départ et à l'arrivée, à titre de protection contre un changement de valeur de la monnaie, bien que les importateurs, les banques et institutions de crédit ainsi que les services de vérification des factures témoignent tous du caractère quasi universel de

cette pratique. Il s'y rattache un élément de majoration des intérêts, dans le financement des importations, une prime d'incertitude étant souvent appliquée à un contrat de crédit à l'exportation par les sociétés internationales et par des sociétés indépendantes ainsi que par les maisons d'exportation et les institutions de crédit, comme une sorte d'assurance contre les éléments d'ordre monétaire et de réglementation des changes qu'implique le risque de crédit.

136. Les entretiens trop limités que nous avons eus ont nettement montré que les frais qu'entraîne le souci d'éviter ou de supporter les risques sont invariablement répercutés par les banques centrales, les banques commerciales, les institutions de crédit, de même que par les importateurs et les détaillants sur les consommateurs sous la forme d'une majoration des prix. Le coût social de base de l'instabilité des changes comprend donc cette aggravation directe et indirecte des pressions inflationnistes intérieures et les répercussions sur le niveau de vie qui en découlent. Il est toutefois difficile d'isoler et de mesurer avec précision cet élément non négligeable qui s'ajoute aux pressions inflationnistes sans la coopération inconditionnelle des autorités douanières, des institutions bancaires et des institutions de financement du crédit ainsi que des maisons d'importation. L'une des caractéristiques importantes du processus qui est fort probablement plus facile à aborder que la plupart des autres, tient en fait que, même si dans des conditions de flexibilité des changes la structure des taux de change relatifs est réversible et a d'ailleurs souvent été inversée dans de nombreux pays, l'augmentation des prix attribuable aux fluctuations de change et aux risques résultant des changements non prévus est généralement irréversible.

137. Toutes les formes de protection et de couverture recherchées par les milieux d'affaires, les banques et les institutions financières impliquent un coût direct, éventuellement transférable, de même qu'un coût social indirect. Comme on peut s'y attendre, socialement parlant, certaines formes de couverture sont plus coûteuses que d'autres. Il paraît raisonnable d'affirmer que lorsque la charge de couverture des risques est en fin de compte supportée essentiellement par les consommateurs, la couverture des risques est plus coûteuse du point de vue social que lorsqu'elle est essentiellement supportée par les sociétés internationales, les banques et les institutions financières et par l'Etat. Bien sûr cela ne veut pas dire qu'en aucun cas, il ne soit souhaitable que les consommateurs supportent la totalité ou une partie du coût des risques de change et de couverture qu'entraînent certaines transactions.

Les banques centrales et la gestion des risques

138. Les banques centrales africaines ont accordé une certaine attention aux risques de perte au change résultant de changements de parité autonomes ou imposés. Mais l'objectif premier paraît avoir été de réduire au minimum les pertes de valeur nette de leurs avoirs extérieurs exposés, ce qui est bien souvent considéré comme un problème de gestion du portefeuille des avoirs extérieurs qu'il faut résoudre en diversifiant l'élément de réserves (mais pas l'élément de fonds de roulement) des avoirs extérieurs officiels. Dans la pratique, les pays où il existe un contrôle des changes assez rigide couvrent en fait certaines transactions, puisque le système de contrôle a pour effet secondaire de limiter les positions non couvertes au moins en ce qui

concerne ces transactions. Néanmoins le contrôle des changes vise à protéger des ressources restreintes et à réglementer leur utilisation plutôt qu'à réduire l'exposition au risque et le risque de change. Il faut adopter des mesures délibérées et suivies pour s'employer bien plus activement à réduire au minimum les positions nettes exposées, en embrassant une série de transactions aussi vaste que possible, et en visant en premier lieu à couvrir les recettes futures par des engagements futurs, au moins dans les monnaies critiques, par la coordination des exportations et des recettes en devises avec les importations et autres dépenses de devises. Là où l'on essaie de réduire les pertes au change, ou s'efforce davantage de réduire les pertes de conversion en restreignant les opérations sur compte officiel d'une zone monétaire à une autre comme au Ghana ou au Nigéria que d'agir délibérément sur les menaces directes et indirectes qui pèsent sur des postes exposés des avoirs en devises du pays. Pour souhaitables que soient ces mesures, elles ne vont guère assez loin. Il en est de même de la décision de certaines autorités monétaires, dont les autorités somaliennes et kényannes, de réserver la couverture à terme organisée seulement ou surtout aux exportations, alors que par contraste les importations sont sérieusement négligées.

139. Le problème des risques de change et de leur couverture ne consiste pas seulement à assurer une couverture terme, dans l'acceptation généralement utilisée dans un marché uniquement destiné aux 'négociants'. Les transactions officielles et toute une série de transactions du secteur privé, y compris les opérations de couverture des risques effectuées par des entreprises nationales et étrangères, peuvent être systématiquement couvertes en totalité ou en partie à un prix qu'il est possible de déterminer. Mais il faut évaluer de façon plus précise les risques de change compte tenu des facteurs qui déterminent les variations du taux de change et établir des méthodes de sélection, d'acceptation et de couverture ou d'assurance des risques qui soient plus rationnelles que les réactions instinctives qu'ont eues jusqu'ici les autorités monétaires et dans une moindre mesure les sociétés internationales.

140. Pour ce qui est de la gestion des ressources exposées lorsque les valeurs de la monnaie sont incertaines, il y a une plus grande analogie de structure d'exposition aux risques et des besoins de couverture entre sociétés multinationales et banques centrales qu'on ne pourrait le croire à première vue. Les banques centrales pourvoient normalement au financement d'une vaste série d'opérations libellées dans une multiplicité de monnaies. A tout moment, une banque centrale a effectivement un programme bien défini des paiements à effectuer en monnaies étrangères à des dates futures plus ou moins déterminées, et ceci au titre des importations de marchandises d'éléments des échanges invisibles, du service de la dette extérieure officielle (le principal et les intérêts), des envois de dividendes et de revenus personnels sur compte privé, etc., tous ces paiements impliquant la conversion de monnaie locale en devises ou l'affectation des réserves en devises ou des flux des recettes en devises. Les banques ont en outre d'importants éléments de bilan qui peuvent subir l'influence de certains types de changements de parité, notamment les soldes officiels en devises et les éléments clés des engagements extérieurs. L'objectif pratique visant à garantir que la couverture brute soit supérieure à l'exposition brute pour assurer une position de couverture nette n'en est pas moins valable. Dans cette opération, les banques centrales

ont l'avantage non négligeable (dont bénéficient aussi dans une certaine mesure les sociétés multinationales qui peuvent librement ajuster les prix entre sociétés affiliées, lorsqu'elles y sont autorisées) d'être à même de procéder à des changements de parité qui peuvent éliminer, limiter ou localiser certaines catégories de pertes au change en suivant par exemple une monnaie d'intervention qui est dévaluée ou qui se déprécie et, dans laquelle sont libellés une grande partie des échanges, des réserves détenues et des engagements contractés.

141. Les autorités monétaires doivent de plus en plus prendre des mesures de protection et de couverture en fonction d'une liste complète et détaillée des transactions internationales, officielles et privées, normales ou ayant pour but d'éviter les risques, en se rendant pleinement compte de leurs incidences sur le plan du financement et de la couverture. Il faudrait pour cela, tant au niveau des principes que de l'exécution, une coordination beaucoup plus étroite et plus cohérente de la politique du contrôle des changes, de la politique du taux de change, de la gestion des avoirs extérieurs et du crédit intérieur que ce ne fut jusqu'ici le cas dans la majorité des pays africains. Il faudrait accorder plus ouvertement la priorité à l'exploitation de tout moyen de réduire au minimum les pertes au change et les répercussions inflationnistes de l'instabilité monétaire sur les coûts et prix intérieurs. Il serait par exemple possible, à titre de formule de rechange à une couverture à terme conventionnelle, de compenser les recettes d'exportation et autres sommes à recevoir de l'étranger dans une monnaie faible (disons un franc qui se déprécie) en empruntant des francs sur le marché monétaire français (c'est à dire en créant délibérément des engagements exposés faisant contrepartie aux sommes à recevoir qui sont exposées). Mais un certain nombre de pays africains, dont le Ghana, interdisent apparemment ou limitent de façon rigoureuse l'obtention de crédits à l'exportation dans des pays dont ils reçoivent des exportations, et préfèrent emprunter sur les marchés monétaires locaux, en raison de l'obligation implicite de fournir des devises pour le paiement des intérêts à l'étranger surtout lorsque ces crédits à l'exportation sont assortis de taux d'intérêt plus élevés que les crédits obtenus sur place. Si le risque de dépréciation et le montant de cette dépréciation (du franc par exemple) sont l'un et l'autre élevés, un emprunt en francs pourra se révéler moins coûteux du point de vue de l'exposition nette si le franc est sensiblement dévalué bien que la différence du taux d'intérêt soit élevé. Il faudrait que les banques centrales africaines aient accès aux sources d'emprunt sur les marchés monétaires et les marchés des capitaux étrangers de même que sur le marché des euro-monnaies, ce qui ferait partie intégrante d'une stratégie systématique de couverture et ne servirait pas moins de source de financement dans des conditions subjectivement meilleures que le financement normal par les institutions.

142. La gestion plus active par les banques centrales des ressources en devises susciterait fort probablement le dédain des puristes pour toutes les formes de 'spéculation' de la part d'une banque centrale. On ne peut guère se permettre de telles prétentions idéologiques en face d'une flexibilité croissante des changes, qui risque d'entraîner des coûts importants tout en offrant des moyens de les éviter et des possibilités de gestion économique nettement plus sensible. Les principes d'action que nous suggérons aux banques centrales d'adopter comprennent deux éléments. En premier lieu, les banques centrales devraient prendre plus activement des mesures de précaution pour limiter leur exposition globale nette, ce qui demande en particulier une restriction

systematique des formes de protection et de couverture utilisées par des entreprises, des banques et des institutions financières, qui influent sur l'importance et sur la structure des courants financiers globaux jusqu'à constituer une source majeure de pression sur la balance des paiements, sur la demande de réserves extérieures, sur la stabilité des taux de change et sur les coûts et prix intérieurs. L'élargissement des bandes de fluctuation et les changements de parité effective plus fréquents, intensifient les pressions sur le financement et sur la nécessité de constituer des réserves. Lorsque les mesures de protection du secteur privé accroissent ces pressions, il est alors nécessaire de voir comment et dans quelle mesure il est possible de les réduire en réglementant les méthodes de couverture. Il devrait par exemple être possible d'agir d'une manière plus rationnelle sur le volume et l'étalement des rapatriements de capitaux privés, des envois de bénéfices et d'autres sorties de capitaux privés et publics, en fonction de l'évolution prévue des taux de change qui intéressent la structure d'exposition aux risques et le niveau des prix intérieurs d'un pays. Combinés le cas échéant, avec l'application de restrictions plus flexibles et plus strictes aux emprunts contractés dans le pays par des entreprises internationales et à leur capacité de participer à des accords financiers de crédit réciproque une surveillance plus systématique et un contrôle des dispositions relatives à la fixation des prix, à la facturation et au financement à l'importation qui sont adoptées par les entreprises internationales comme par les entreprises nationales peuvent être assurés grâce à une coopération entre autorités monétaires, autorités douanières, autorités fiscales et institutions financières.

143. En second lieu, il faut que les autorités monétaires créent des institutions et des formes de protection sur le marché contre les risques de change. En agissant le plus souvent par l'intermédiaire de systèmes de prix qui fassent effet de stimulants ou de freins, l'objectif serait de remplacer les formes de couverture recherchées en particulier par les entreprises des catégories II et III, qui procèdent à titre de précaution à des mouvements de capitaux, au relèvement anticipé des prix des stocks et à l'ajustement des prix des facteurs de production et des produits finals, par la couverture d'une plus grande proportion des risques primaires dans le cadre de marchés à terme organisés. Lorsque des marchés à terme offrent des stimulants précis sous forme d'avantages de fait pour encourager les intéressés à y avoir recours, le coût direct de couverture serait à la charge des pouvoirs publics ou des banques centrales, alors que le coût social indirect serait plus largement, sinon forcément plus "équitablement" réparti. Tant la formule d'accès à ces marchés que les conditions des opérations doivent donc être réglementées en fonction des besoins des secteurs stratégiques qui ont des positions véritablement exposées et en fonction des objectifs particuliers de la politique officielle, qui vise par exemple à maintenir la stabilité des prix intérieurs. C'est surtout sur la couverture des importations, notamment des importations de produits essentiels, plutôt que sur la couverture des exportations, que devrait porter l'intérêt des marchés à terme "dirigés", en raison des problèmes de financement et d'exposition qu'impliquent, en ce qui concerne les importations, l'instabilité des changes et les coûts qui en découlent et qui, évalués souvent de façon subjective et arbitraire, sont répercutés directement en totalité ou en partie, sur l'industrie et l'agriculture, sur les autres secteurs de production et sur les consommateurs.

144. Les risques de change qu'encourent les principaux exportateurs, surtout les entreprises de la catégorie III mais aussi les grands exportateurs de la catégorie II, ne sont généralement pas négligeables, mais ces entreprises qui ont peut-être l'avantage de bénéficier d'un taux de change favorable dans le cadre d'un système de taux de change multiples, sont probablement en mesure de s'assurer (et sont incitées à rechercher) une couverture pour leurs recettes d'exportation de même que pour les envois de dividendes et de capitaux, pour les remboursements de prêts entre filiales, etc., au prix fort, c'est à dire au taux commercial appliqué sur les marchés à terme nationaux ou étrangers, en admettant que leurs possibilités de réduire l'exposition aux risques de change par des transferts de capitaux, par une révision anticipée des prix et par des accords de prix entre sociétés affiliées soient limitées par une réglementation monétaire et financière efficace. Les maisons d'exportation de la catégorie II mais aussi les plus petits exportateurs de produits secondaires, surtout ceux pour lesquels la compétitivité des prix est un facteur critique de la rentabilité, de l'expansion ou de l'existence même de leur entreprise, auraient l'occasion de se couvrir contre les risques de change à des taux de faveur par l'intermédiaire d'un marché à terme ou les autorités monétaires interviendraient pour subventionner les primes ou pour adopter avec les compagnies d'assurance ou les banques des dispositions appropriées en vue d'une couverture privée des risques de pertes au change. Les banques centrales concluraient elles-mêmes, pour le compte de l'Etat, des marchés à terme pour des transactions officielles déterminées, impliquant essentiellement le remboursement et le service de la dette extérieure officielle, des transferts intergouvernementaux et les paiements au titre d'importations officielles. Dans les cas où le remboursement de la dette, les importations et les transferts à l'étranger effectués par l'Etat constituent une proportion importante des dépenses de devises, la couverture systématique de ces transactions permettrait d'économiser des devises. Sur le plan pratique, les banques centrales seraient, grâce à cette activité, mieux en mesure d'évaluer en connaissance de cause leurs besoins de devises et de gérer leurs positions à terme non couvertes, y compris le déséquilibre entre leurs engagements à terme et leurs positions à terme effectivement couvertes, en bénéficiant ainsi de l'avantage de mieux connaître et de mieux comprendre les incidences de coût sur les devises. Les marchés à terme contrôlés par les banques centrales ont en outre l'avantage non négligeable de permettre une évaluation assez précise du coût financier global de couverture, ce qui facilite la répartition de ce coût entre les pouvoirs publics, les autorités monétaires, les négociants et importateurs d'après une série adéquate de critères.

145. Le coût de couverture à un taux de faveur assurée par la banque centrale ne doit pas nécessairement être excessif. Dans des conditions de taux de change flexibles, les principales monnaies de règlement et de réserve flottant de façon plus ou moins indépendante dans un cadre plus ordonné de règles universellement applicables régissant le flottement et l'intervention, les déséquilibres des opérations à terme des banques centrales pendant des périodes de six à douze mois pourraient ne pas être aussi importants que si les taux étaient stabilisés et ajustables périodiquement de façon discontinue et s'il régnait une spéculation sur l'avenir. La plupart des gouvernements africains peuvent se permettre de renoncer à la totalité ou à une partie substantielle des bénéfices des banques centrales qui leur reviennent même si les banques elles-mêmes ne peuvent se passer de leur part dans les bénéfices qui ne constituent en tout cas qu'une proportion infime des recettes courantes totales de la majorité des pays africains. Les bénéfices auxquels ils renonceraient

serviraient en partie à financer et à gérer les opérations à terme dans l'intérêt de la stabilité des prix et des changes.

146. Dans le présent chapitre, nous avons essayé d'examiner l'une des conséquences de l'instabilité des changes et la réaction des établissements commerciaux et financiers de différentes catégories à cette instabilité en posant le principe que les autorités monétaires et fiscales ne peuvent réellement agir sur l'instabilité monétaire, sur les mesures de couverture et de protection prises par le secteur privé et sur les conséquences combinées de ces facteurs pour les principaux objectifs de la politique des prix, de la politique monétaire et de la politique des paiements du pays, que si elles connaissent à fond les aspects techniques du problème. S'il est vrai qu'il a été recommandé de prévoir des formes particulières de mécanismes de change à terme il ne faudrait pas moins renforcer l'intervention fiscale et monétaire destinée à influencer sur les mouvements de capitaux, l'évolution de la politique de financement du secteur privé et les méthodes de fixation des prix des entreprises, en suivant peut-être les principes exposés ci-dessus. Il est nécessaire d'insister sur la nécessité d'intégrer très étroitement la politique des changes, l'intervention financière du genre envisagé ci-dessus ainsi que la stratégie et la pratique des interventions fiscales et monétaires.

147. Nous n'avons toutefois pas essayé, dans le présent chapitre, d'étudier dans tous les détails les étapes probables de la création de marchés à terme et les modalités de fonctionnement correspondantes, ni les procédés de négociation, les instructions fondamentales à donner aux agents de change agréés, le choix des monnaies négociées et la fixation de taux de change à terme, étant donné que ces questions varieront d'un pays africain à l'autre, selon le degré d'organisation du marché monétaire et du marché des capitaux, selon les accords et les rapports de change, selon la structure des milieux d'affaires, etc.. Les stades de développement du marché, les procédés de négociation et autres questions techniques ont été étudiées de façon très compétente par Richard H. Miller dans une étude du FMI 17/.

17/ Richard H. Miller, 'A Note on the Provision of Forward Exchange Facilities in Developing Countries', FMI, Doc.DM/73/85, Washington.

CHAPITRE V

QUESTIONS DE GESTION DES AVOIRS EXTERIEURS

148. Historiquement, la structure des réserves africaines est essentiellement le produit des rapports politiques des pays avec les puissances métropolitaines européennes, leur appartenance à des zones monétaires déterminées et leur participation aux réseaux d'échanges commerciaux et d'activités financières définies par leurs liens politiques et monétaires. Le problème de gestion des réserves, dans la mesure où l'on pouvait dire qu'un tel problème existait, était simple, du fait que le commerce extérieur, les paiements et règlements s'effectuaient essentiellement avec les centres métropolitains et que les taux de change entre les monnaies nationales et leurs "monnaies maîtresses" ainsi que les rapports de parité entre les principales monnaies étaient généralement fixes et stables. Les contraintes liées à l'état de dépendance politique et la commodité administrative des relations commerciales et des institutions financières communes limitaient la gamme des options en matière de politique des changes à celle de suivre effectivement la monnaie d'intervention dans sa baisse. Par suite du démantèlement officiel des structures traditionnelles des relations monétaires bilatérales, au moins en ce qui concerne les pays d'expression anglaise, de l'accroissement de l'instabilité des taux de change relatifs et des faiblesses inhabituelles des instruments de réserve traditionnels, les autorités monétaires africaines doivent maintenant faire face à des problèmes plus compliqués de gestion des réserves. Ces problèmes résultent tout autant des changements profonds de la situation et de l'organisation monétaires internationales ou de l'intégration des économies et des institutions monétaires africaines dans des systèmes plus universels de régulation commerciale et monétaire, que de la nécessité d'orienter l'attention et l'activité des institutions nationales en fonction des besoins de gestion macro-économique du développement.

Objectifs à atteindre en matière de gestion des réserves

149. L'un des problèmes cruciaux qui se posent à propos de la gestion des avoirs extérieurs africains concerne le choix des objectifs opérationnels. Les objectifs qui, par tradition, ont gardé le plus d'importance, même durant des périodes d'instabilité monétaire, font ressortir le rôle que jouent les avoirs extérieurs comme réserve internationale de valeur, et exigent généralement que l'on porte au maximum la valeur des réserves ou que l'on évite toutes pertes de réserves non pas par rapport à une monnaie internationale ou à leur pouvoir d'achat en fonction du revenu actuel ou futur, mais par rapport aux unités monétaires nationales ou aux unités monétaires dans lesquelles sont détenues la plus grande partie des réserves. La structure particulière des avoirs extérieurs est souvent justifiée en fonction du rendement éventuel et des nécessités financières des banques centrales et des gouvernements. Il est moins fréquent que la structure des réserves ait été explicitement déterminée compte tenu de leur fonction première qui est de faciliter l'ajustement des paiements internationaux. A divers degrés, les structures réelles des avoirs et les préférences, c'est à dire la proportion d'or, de monnaies, de DTS, et autres avoirs par rapport aux réserves totales, ont reflété l'importance relative implicitement attachée aux objectifs traditionnels, mais ce n'est que dans une bien moindre mesure que des facteurs tels que la probabilité

du changement du prix de l'or en dollars ou du changement de parité des monnaies, et la structure des écarts entre les taux d'intérêt sur les avoirs monétaires ont explicitement donné lieu à une restructuration des portefeuilles extérieurs, sauf au cours de périodes de très grands bouleversements monétaires internationaux.

150. L'un des principaux thèmes défendus dans le présent chapitre est qu'il faudrait accorder une bien plus grande importance réelle, dans la gestion des réserves, au rôle que celles-ci peuvent jouer pour donner une plus grande flexibilité aux opérations d'ajustement sur le plan intérieur et international, ce qui implique que l'on reconnaisse plus explicitement la nécessité de ménager les réserves en général et certaines formes particulières d'instruments de réserve. On y parviendrait grâce à une intégration plus étroite entre la gestion des réserves, la politique des changes et la gestion des risques de change. Dans leurs choix de portefeuille et dans leurs opérations de gestion des réserves, les autorités monétaires africaines doivent se préoccuper davantage des effets de la variation du prix des monnaies et de l'or et des changements de taux d'intérêt relatifs, qui intéressent directement les décisions qui relèvent de la politique des changes (notamment le choix d'une monnaie d'intervention, le rattachement, et les structures des taux), la gestion des risques de change touchant les avoirs, les engagements et la succession des opérations, et la fonction fondamentale des réserves qui est de permettre un ajustement flexible des parités, et moins se préoccuper des répercussions sur la valeur capital et sur le rendement. Du point de vue pratique, le dosage valeur capital/rendement doit par exemple être systématiquement défini et précisé, de même que le dosage maximisation du rendement des avoirs/optimisation des avantages à tirer des termes de l'échange. Dans le cas du changement de parité d'une monnaie d'intervention, avec laquelle la monnaie d'un pays a un rapport fixe ou à laquelle elle est rattachée dans le cadre de marges relativement étroites et dans laquelle la plus grande partie de ses réserves sont détenues, il peut être souhaitable d'encourir une perte de la valeur capital des réserves et de mettre un terme au rapport fixe ou au rattachement à cette monnaie d'intervention si par exemple la nouvelle structure des parités améliore la compétitivité des exportations et réduit la pression des sorties de capitaux privés réalisées à titre de précaution et de spéculation.

151. En ce qui concerne le rôle que jouent les réserves lorsqu'il s'agit de financer ou de faciliter les opérations d'ajustement, on constate deux anomalies fondamentales dans la structure des avoirs extérieurs de l'Afrique. Premièrement, tandis que plus de la moitié des réserves internationales du monde sont constituées d'or et d'avoirs qui ont une valeur or relativement fixe, c'est-à-dire surtout de DTS et de positions de réserve au Fonds, les réserves officielles de l'Afrique se composent essentiellement d'avoirs en devises, libellées dans une gamme étroite de monnaies 'secondaires', la livre sterling et le franc français. Etant donné qu'une faible proportion des réserves étaient détenues en dollars EU, l'expansion des créances officielles sur les Etats-Unis, qui a provoqué l'accroissement du stock de réserves mondiales, contraste fortement avec l'expansion de la fraction importante des réserves africaines libellée dans une monnaie secondaire. En outre, il n'y a manifestement pas eu d'expansion aussi importante des créances sur des monnaies qui ne sont pas généralement détenues comme réserves, surtout sur les deutsche marks, ou des créances non libellées en dollars sur le marché

des euro-monnaies, que dans les autres régions peu développées. Les avoirs en DTS et les positions de réserve au Fonds de l'Afrique ont certes augmenté en valeur absolue, mais ils sont encore peu importants et le resteront peut-être bien dans l'avenir immédiat.

152. La deuxième anomalie a trait à la disparité durable et généralement croissante entre la structure des réserves africaines et la structure des engagements extérieurs des pays, au titre essentiellement des importations mais aussi dans une large mesure du transfert de revenus d'investissements à l'étranger, du rapatriement de capitaux et du remboursement d'emprunts, du service de la dette officielle et de certaines opérations invisibles. Tandis que l'origine des importations africaines s'est nettement diversifiée depuis le début des années 60, même pour ce qui est des pays de la zone franc, les portefeuilles de réserves restent manifestement dominés par les monnaies des pays dont la part dans les importations africaines a baissé. Les importations et les engagements extérieurs plus diversifiés n'ont été convenablement couverts ni par des avoirs en or et des avoirs extérieurs dont la valeur est relativement fixe par rapport à l'or, ni par des avoirs en monnaies de premier rang, ni par des avoirs libellés dans la monnaie des pays avec lesquels les transactions commerciales et financières se sont développées.

153. La nature et le degré d'exposition des réserves totales dépend du rapport entre la structure des portefeuilles d'une part l'évolution de la valeur des avoirs, et de l'unité de compte dans laquelle sont évaluées les réserves d'autre part. L'exposition brute des avoirs est à son maximum lorsque les réserves sont essentiellement constituées d'avoirs dont la valeur n'est pas fixe, disons par rapport à l'or ou par rapport à la valeur moyenne des monnaies clés. Dans les conditions de plus grande flexibilité des taux de change, qui ont régné durant ces quatre dernières années, la valeur capital des avoirs officiels en devises a souvent changé brusquement à la suite d'un changement discontinu de parités des monnaies de réserve de même qu'à la suite du réajustement des monnaies et du flottement plus généralisé.

154. L'un des principaux objectifs à poursuivre dans la gestion des avoirs extérieurs consisterait à constituer des portefeuilles qui correspondent dans leurs grandes lignes à la structure des échanges et des paiements dûs et non seulement aux caractéristiques des soldes courants normaux. La position d'ensemble des avoirs indiquerait en particulier les actifs et les passifs pour chaque monnaie à une date donnée, et elle serait gérée en vue d'équilibrer ces actifs et ces passifs. L'objectif visant à faire correspondre les réserves à la structure par monnaies des engagements extérieurs pour toute une série d'opérations implique certes certains problèmes d'ordre administratif et technique, mais les méthodes de comptabilité dans plusieurs monnaies offriraient des possibilités bien plus vastes de gestion efficace des avoirs, compte tenu des risques qu'entraînent les taux de change flottants, que des méthodes de comptabilité dans une seule monnaie, dans laquelle les réserves globales sont gérées par rapport à une seule unité de compte nationale, d'ailleurs instable.

155. Même si les courants de revenus et de dépenses des banques centrales sont libellés en devises, le fait qu'il y ait invariablement des différences entre la monnaie dans laquelle sont libellées les recettes et celle dans laquelle sont libellées les dépenses et que la conversion des avoirs entraîne des frais

constitue une base qu'il est objectivement possible de déterminer et qui permet de préciser les préférences entre les monnaies. Les autorités monétaires africaines doivent faire un choix plus systématique de la monnaie 'véhiculaire' à utiliser de façon à réduire la fraction en devises de leurs fonds de roulement, qui est constituée de plusieurs monnaies, à une ou deux monnaies seulement. Quelques pays ont pris la direction opposée en constituant des fonds de roulement dans les principales monnaies dans lesquelles ils effectuent leurs paiements, ces fonds de roulement étant détenus dans les centres monétaires respectifs, pour essayer d'éviter de franchir les frontières de change et d'encourir des frais de change et de conversion des avoirs. S'il est vrai qu'en diversifiant les fonds de roulement on diversifie les risques de change, il faut toutefois procéder à un calcul complet et détaillé des coûts et avantages qu'entraîne cette diversification dans chaque cas particulier par rapport à l'autre solution qui consiste à faire un plus grand usage d'une seule monnaie 'véhiculaire'.

156. Même s'il ne faut évaluer les différents choix qu'après avoir procédé à un examen détaillé, pays par pays, des monnaies dans lesquelles sont libellés les recettes et paiements, il est dans une certaine mesure possible de généraliser une monnaie 'véhiculaire'. Les monnaies dans lesquelles est effectué un volume important de transactions portant sur des avoirs que des pays souhaitent peut-être détenir, et pour lesquelles il existe de vastes marchés financiers, intenses et souples, permettent de changer les avoirs à un coût relativement faible (le coût qu'implique la conversion de ces avoirs en avoirs nationaux et autres) en raison des économies d'échelle dans l'intermédiation financière, et dans une certaine mesure d'éviter les risques. Si en outre la structure future des taux de change est supposée rester grosso modo stable et qu'une monnaie serve de monnaie de rattachement auquel les parités d'un grand nombre de monnaies sont étroitement liées, les conditions de base pour le recours à une monnaie "véhiculaire" paraissent réunies. L'avantage d'accumuler des soldes en avoirs facilement acceptables et de pouvoir du moins disposer d'un rendement sous forme d'intérêts moyen, peut être considéré comme un élément accessoire pour le choix. D'après ce calcul, bien que les monnaies de règlement traditionnelles, à savoir la livre sterling et le franc français, soient largement utilisées et échangées en quantités importantes sur des marchés que les autorités monétaires africaines connaissent bien, elles sont moins intéressantes à détenir et à utiliser que ne le sont les euro-monnaies ou les dépôts nationaux en dollars, qui sont véritablement des avoirs de règlement internationaux, notamment lorsque le franc et la livre flottent l'un et l'autre.

157. Les problèmes que pose le choix de portefeuilles de réserves (fonds qui ne sont pas des fonds de roulement) pourraient être considérablement atténués dans la mesure où il existerait un instrument de réserve qu'il serait possible de détenir à un coût raisonnable (en fonction du revenu perdu) et dont la valeur, mesurée par rapport aux monnaies en général, ne baisserait pas brusquement ou ne se déprécierait pas si le système mondial des changes devait aboutir à un équilibre approximatif, qui se maintiendrait pendant des périodes données, entre les dévaluations et les réévaluations. C'est l'un des contextes dans lequel un DRS qui évoluerait à peu près en conformité avec les monnaies en général (et qui serait évalué par rapport à un panier moyen de monnaies) pourrait aider à gérer les réserves. (Il ne serait toutefois pas utile d'envisager ici les problèmes plus vastes concernant le rôle des réserves en

général, l'adoption du DTS comme un instrument de réserve qui soit plus attrayant que les avoirs traditionnels et la substitution du DTS, nouvellement créé à cette fin, aux avoirs officiels et privés en or et en devises).

La transformation des avoirs officiels

158. Tant que les portefeuilles officiels des pays africains seront dominés par des avoirs en devises dans des conditions de flottement généralisé, la gestion des risques de change restera sans aucun doute un aspect essentiel de la gestion des réserves. On continuera inévitablement à gérer les portefeuilles en diversifiant les avoirs et les monnaies, l'objectif principal étant de diversifier les portefeuilles par rapport aux caractéristiques d'exposition des avoirs aux risques de change et non pas d'accroître au maximum le rendement éventuel des avoirs. Etant donné l'évolution discontinue des taux de change et compte tenu du rôle respectif des facteurs économiques et non économiques liés aux changements de parités effectives, il faut constituer des portefeuilles qui permettent de réduire au minimum l'exposition nette sous réserve d'atteindre un niveau minimum acceptable de rendement, qui serait déterminé à l'avance. Des modèles de gestion de portefeuilles dans des conditions de flottement des monnaies, formalisés ou non, ont été mis au point pour les sociétés multinationales mais manifestement pas pour les banques centrales où, tout au moins pour la majorité des autorités africaines, des méthodes évidemment moins formalisées de gestion des réserves prévalent. Mais notre but n'est pas de présenter ici un modèle global de gestion des réserves ni un modèle de diversification des portefeuilles, mais d'examiner brièvement les grandes lignes d'une stratégie de gestion et les questions d'orientation qui présentent de l'intérêt pour une décision relative à une diversification des portefeuilles.

159. Dès qu'un certain degré d'équilibre de base entre les portefeuilles de réserve et la structure des engagements extérieurs a été atteint, la diversification devient un processus continu qui réclame la conversion de monnaies détenues comme réserves dans la mesure où le pouvoir d'achat des actifs considérés par rapport aux engagements varie en fonction des changements de parités relatives. Ces décisions de conversion sont en pratique doubles: car elles impliquent une décision d'acquérir une forme particulière d'avoirs de réserve et une décision d'acquérir une monnaie. Elles doivent être fondées sur un choix délibéré de degrés d'exposition fondamentalement liés à certaines formes d'avoirs et à certaines monnaies. La conversion de réserves officielles existantes d'une monnaie en une autre reste la forme préférée de diversification des monnaies. Les banques centrales africaines doivent toutefois être prêtes à gérer leurs portefeuilles de manière plus flexible: par exemple, si l'on s'attend à une dévaluation discontinue importante ou à une dépréciation continue d'une monnaie, les banques devraient être prêtes à céder les avoirs non couverts dans cette monnaie, à augmenter leurs emprunts et de façon plus générale à accroître les engagements dans cette monnaie en vue de limiter l'exposition nette dans la monnaie en question. Dans ce genre d'opération, il faut tenir la balance entre les risques de dévaluation et les risques de réévaluation. De ce fait il faut examiner véritablement s'il est bon d'élargir la gamme d'avoirs dans laquelle sont détenues les réserves officielles. En particulier, les banques centrales africaines tiendront peut-être à examiner si les avoirs extérieurs officiels ne doivent pas comprendre certains investissements en valeurs à revenu variable en plus des titres des administrations

centrales et locales à intérêt fixe que la plupart d'entre elles détiennent surtout. Toutes considérations idéologiques mises à part, la logique qui veut que l'on couvre les avoirs tout autant contre l'instabilité des changes que contre les pressions inflationnistes qui sont à la base de cette instabilité réclamerait l'adoption de mesures de ce genre. Il convient d'examiner s'il est nécessaire de recourir davantage à des instruments qui ont fait leur preuve dans des conditions d'inflation.

160. Un problème fondamental qu'implique la gestion plus flexible des portefeuilles de réserve est celui du degré d'importance qu'il faut attacher aux phénomènes sans aucun doute à court terme qui surviennent dans des conditions de taux de change flottants lorsqu'il s'agit de faire le choix des avoirs ou des monnaies: quelle est l'importance relative des écarts des taux d'intérêt nominaux et effectifs pour la constitution de certains ensembles de monnaies et de valeurs si on les considère par rapport aux influences plus fondamentales sur la valeur des monnaies? Par exemple, l'argument selon lequel la livre sterling se raffermirait vers la fin des années 70 à la suite des découvertes par la Grande-Bretagne de pétrole dans la Mer du Nord a fréquemment été avancé au cours de notre tournée dans plusieurs pays pour justifier le maintien du rattachement à la livre et la conservation des avoirs en livres sterling portant à ce moment-là un taux d'intérêt élevé, ce qui est peut-être un trait caractéristique des monnaies faibles. Il est pourtant impossible de concevoir des règles a priori satisfaisantes en ce qui concerne l'évolution dans le temps ou la gamme des variables quantitatives et qualitatives dont il faut tenir compte dans l'évaluation des tendances probables de l'exposition et de ses incidences sur les choix de portefeuille. Il paraît néanmoins qu'il conviendrait normalement de prendre en considération des périodes beaucoup plus courtes et des monnaies qui prêtent moins à la spéculation.

161. La conversion des réserves du genre préconisé ci-dessus exige une plus grande liberté de fait pour déterminer la composition des réserves extérieures, la liberté de transférer les réserves et un accès moins restreint aux marchés de l'argent et des capitaux des pays industrialisés. La nécessité d'une telle liberté (imposée par le fait qu'en raison d'une plus grande flexibilité des changes, d'une difficulté accrue à concilier les objectifs des pays en matière de balance des paiements, des grandes disparités du taux d'inflation entre les pays industrialisés il n'est pas toujours intéressant de détenir des avoirs extérieurs) est souvent mise en question par ceux qui affirment d'une manière irréfléchie voire illogique que si l'on permettait que de nouveaux centres de réserves se développent autour de monnaies fortes on renforcerait les tendances à l'instabilité du système monétaire mondial. Le développement de ces nouveaux centres est généralement mal vu dans certains milieux monétaires internationaux pour la raison que, s'ils résultent de mouvements importants de réserves officielles jugés grosso modo identiques aux mouvements de capitaux privés pour ce qui est de leurs répercussions sur la stabilité des changes, ils entraînent les inconvénients bien connus des monnaies de réserve existantes et compromettent l'évolution du DTS comme avoir de réserve concurrent. Mais il se peut bien que cet argument perde de sa force de conviction. Ces trois dernières années, les taux de change ont varié plus librement mais dans l'ensemble pas pour autant de façon chaotique, et les vagues massives de spéculation, dont ont été victimes certaines monnaies, sont de plus en plus absorbées par des hausses de prix,

amorties par une organisation plus efficace du marché et par une coopération entre banques, revêtent désormais une bien moins grande importance globale du point de vue de la stabilité du marché des changes. La liberté de mouvement des capitaux publics, si ce n'est des capitaux privés, a un avantage majeur qui est resté en grande partie méconnu. Elle pourrait effectivement stopper les tendances qui conduisent à une fragmentation anarchique de l'économie monétaire et marchande du monde en blocs monétaires qui se livrent à une concurrence agressive et deviennent de plus en plus irréconciliables, mieux que ne le ferait toute mesure délibérée visant à décourager la consolidation de nouveaux centres de réserve. Dans des conditions de plus grande flexibilité des taux de change et de progression alarmante de l'inflation dans les pays industrialisés, il est probable que les centres de réserve et les blocs monétaires seront moins bien structurés et moins permanents qu'ils ne l'étaient lorsque les taux de change étaient fixes.

162. Les centres qui sont le plus susceptibles de devenir des centres de réserve dotés d'une monnaie forte et d'une balance des paiements nettement et constamment excédentaire, ont, lorsque des pressions s'exerçaient sur des monnaies de moindre importance, imposé des restrictions qui se traduisaient par l'interdiction pure et simple d'entrée de capitaux étrangers ou par l'application de taux pénalisant l'investissement de ces capitaux dans des titres du marché local. L'Allemagne et le Japon ont levé ou assoupli ces restrictions lorsque la situation de leurs réserves et paiements paraissait moins rassurante. S'il est vrai que ces restrictions de la liberté de déplacer des réserves officielles sont sans aucun doute dures lorsqu'elles sont en vigueur, elles sont pourtant nettement moins contraignantes que les restrictions de la liberté de diversifier les réserves, restrictions qui sont volontairement acceptées par les pays africains qui détiennent leurs réserves officielles dans certaines monnaies de réserve secondaires, telles que la livre sterling et le franc français.

Accords de garantie des réserves

163. Conformément aux accords de la zone sterling de 1968, la Grande-Bretagne, appuyée par des facilités de prêt de 2 milliards de dollars de la Banque des règlements internationaux de Bâle, a garanti la valeur-capital d'une proportion convenue de réserves officielles de la zone sterling d'outre-mer (Overseas Sterling Area -- OSA) en s'engageant à les évaluer, pendant une période déterminée, à un taux de change garanti de la livre sterling par rapport au dollar en échange d'un engagement des pays membres de l'OSA de conserver une proportion minimum de leurs réserves en livres sterling ^{18/}. En cas de dévaluation de la livre par rapport au dollar des Etats-Unis, un pays reçoit de la Grande-Bretagne un paiement en livres sterlings qui rétablit la valeur en dollars des réserves garanties. La "réforme" de la zone franc de 1973/74 assure une garantie minimum pour 65 p.100 des réserves des pays africains de la zone franc, même si la garantie semble s'appliquer au montant total des réserves détenues sur les compte d'opération et couvre donc toutes

^{18/} 'The Basle Facility and the Sterling Area', U.K. Government White Paper, Cmd.3787, octobre 1968. Les accords conclus entre la Grande-Bretagne et les différents pays de la zone sterling sont dans l'ensemble analogues, mais quelques uns seulement de ces accords sont connus du public.

les réserves officielles, à l'exception de celles qui ne sont pas détenues sur le compte d'opération. Des négociations sont sur le point d'être achevées au sujet de la valeur de base des réserves, et il s'agit de faire un choix entre une unité de compte de la CEE et une unité de compte du Fonds européen de développement (FED) CAD/OCDE, et entre des taux d'intérêt fixes pour une 'longue' période et des taux flottants qui pourraient être plus élevés ou plus faibles qu'un taux de base fixe donné.

164. La caractéristique fondamentale des accords de garantie est la restriction contractuelle à la liberté de diversifier les réserves. Le principal intérêt qu'ils présentent est d'offrir une couverture implicite contre une dévaluation, tout au moins par rapport à la monnaie de réserve, d'une partie des réserves détenues dans cette monnaie, tout en offrant, ce qui représente un attrait secondaire non négligeable, des possibilités de rendement supérieur à la moyenne à l'intérieur de la zone sterling mais évidemment pas au titre des accords de la zone franc. Il faut toutefois procéder, cas par cas à une analyse très attentive du coût réel et du coût financier des restrictions apportées à la liberté de modifier la composition des réserves par rapport aux avantages que présentent une garantie de la valeur-capital de certaines réserves et un revenu d'intérêt éventuellement supérieur à la moyenne. Etant donné qu'un modèle précis d'analyse des coûts et avantages est mis au point pour un seul pays, les paragraphes suivants ne portent que sur quelques uns des aspects de cette analyse qui tendent à être oubliés.

165. Dans le fond, la perte de la liberté de diversifier les réserves au titre d'accords de garantie se traduit par la perte des possibilités de spéculer contre la livre (ou le franc) et d'utiliser les livres (ou les francs) pour spéculer en faveur d'autres monnaies, puisque des restrictions sont imposées au retrait d'avoirs en livres (ou en francs). Il semble par ailleurs paradoxal que, les accords de la zone sterling étant destinés à priver progressivement la livre de son rôle de réserve, cet objectif ait été atteint en limitant la liberté de passer à des instruments de réserve moins réticents et mieux placés. Le fait qu'un pays ne puisse pas réduire ses avoirs en livres sterling (ou constituer d'autres réserves monétaires), si ses avoirs en livres sterling se trouvent ainsi réduits à un niveau inférieur à la proportion minimale (Minimum Sterling Proportion), signifie que lorsqu'il y a moyen de faire un meilleur usage intérieur (moins coûteux) des fonds de réserve que de détenir des livres sterling, le pays perd à conserver ses livres garanties.

166. Les accords de garantie du genre de ceux de la zone sterling peuvent être dans l'ensemble avantageux dans un cadre de taux de change fixes, dans lequel les structures correspondantes des taux de change relatifs sont généralement stables et les parités normalement modifiées de manière discontinue et indépendamment des autres parités. L'ajustement simultané de plusieurs parités a fait apparaître une plus grande incertitude en ce qui concerne la détermination des avantages découlant des accords existants. En cas de plus grande flexibilité des changes, notamment si la livre flotte, les conditions qui permettent d'en tirer un avantage net sont devenues plus rigoureuses, alors que les risques de perte globale ont considérablement augmenté.

167. Pour évaluer les avantages garantis, il faut comparer la valeur - capital réelle et le rendement des avoirs garantis en premier lieu avec les caractéristiques d'évaluation et de rendement des avoirs non garantis qui sont

détenus dans la monnaie de réserve (portant des taux d'intérêt identiques ou plus élevés que les avoirs garantis) et en second lieu avec les avoirs détenus sous d'autres formes de réserve. L'intention serait de déterminer l'évolution possible en ce qui concerne la valeur-capital et le rendement s'il y avait une liberté totale de diversifier des avoirs garantis. Le choix de taux de change et d'unités de compte est d'une importance vitale. Les autorités monétaires africaines ont eu tendance à s'intéresser essentiellement aux différences qui existent entre les taux de base ou taux garantis (c'est à dire le taux de change entre la monnaie de réserve, la livre, et l'unité de compte, le dollar) et les taux réels du marché qui sont moins favorables que le taux garanti. On ignore souvent trois autres taux qui présentent probablement plus d'intérêt: à savoir le taux de change entre la monnaie locale et la monnaie de réserve, le taux de change entre l'unité de compte (dollar EU) et le "dollar" qui représente un "panier" moyen pondéré des monnaies qui jouent un rôle important dans la structure des échanges et des réserves du pays, et enfin le taux de change entre l'unité de compte et un étalon international de valeur. Si l'on utilise cette série de taux de base, il faut établir une distinction entre les valeurs nominales des avoirs en réserve et leur pouvoir d'achat.

168. Les valeurs nominales (mesurées en monnaie locale et en monnaie de réserve) reflètent seulement les changements de valeur de la monnaie locale et de la monnaie de réserve et varient selon les caractéristiques du rapport qui existe entre ces deux monnaies. L'évaluation à l'aide du pouvoir d'achat reflète la valeur 'réelle', c'est à dire le montant d'autres monnaies que les réserves permettent d'acquérir et la mesure dans laquelle un stock et une structure donnés de réserves facilitent un ajustement. L'analyse préliminaire que nous avons faite des plus-values résultant des accords de garantie indique qu'il est possible de réaliser des gains réels nets, toutes choses égales par ailleurs, seulement lorsque:

- a) la monnaie locale reste fixe ou prend de la valeur par rapport à la monnaie de réserve;
- b) le taux de change du marché de la monnaie de réserve par rapport à l'unité de compte tombe au-dessous du taux garanti pour une période suffisamment longue, en vertu de l'accord, pour donner lieu à un engagement de mise à jour;
- c) la valeur de l'unité de compte est fixe ou augmente par rapport aux autres monnaies, surtout les monnaies 'plus fortes';
- d) la valeur unitaire des réserves garanties, mesurée dans une unité internationale dépasse celle d'une unité moyenne de 'réserves libres'.

169. D'après ces données approximatives, les garanties de la zone sterling assurant un taux de change fixe entre la livre sterling et le dollar n'ont apporté aucun avantage net en capital pour les pays de la zone sterling d'outre-mer au cours de la période allant de mai 1971 à juin 1973, le dollar ayant effectivement été dévalué par rapport aux autres monnaies du Groupe des Dix d'environ 19 p.100 (moyenne pondérée). Cette faiblesse inhérente à une garantie exprimée par rapport à une seule unité de compte, un dollar EU, se dépréciant véritablement, dans des conditions de taux de change flottants,

est reconnue en partie dans l'accord de garantie révisé, dans lequel la garantie est définie en fonction de 'taux de change effectif de la livre sterling', ce qui donne, dit-on, une mesure plus réaliste de la valeur de la livre dans les conditions actuelles. Néanmoins, il se peut que des pertes effectives du pouvoir d'achat réel résultent de la nouvelle forme de garantie et de la méthode utilisée pour calculer les taux appliqués. Le nouveau taux de garantie sera le taux de change effectif moyen de la livre sterling appliqué pendant les six mois du premier accord révisé, alors que le taux d'application (implementation rate) sera le taux moyen de la livre sterling durant la période de neuf mois du nouvel accord, qui prend fin en décembre 1974. Un 'panier' implicite de monnaies mesure certes le taux effectif de l'instrument de réserve, mais le taux de change effectif de la livre est très probablement une moins bonne mesure du pouvoir d'achat réel que, disons, un DTS évalué par rapport à un 'panier' de monnaies. Il semblerait en outre que les règlements continus selon l'accord original sont remplacés par une évaluation et un règlement en un seul montant à la fin de la nouvelle période de garantie. S'il est vrai que la diminution de la proportion minimum de livres sterling augmente les possibilités de diversification, les modifications apportées aux critères devant permettre de déterminer les soldes susceptibles d'être retenus augmenteront le degré d'exposition aux risques de change de l'ensemble des avoirs en sterling.

170. Les avoirs garantis, tels que ceux qui font l'objet de l'accord de garantie de la zone sterling, ont rapporté un intérêt à des taux généralement mais pas sensiblement plus élevés que les taux d'intérêt d'autres instruments de réserve, en particulier d'instruments officiels détenus dans des monnaies qui ont une valeur sûre et relativement en hausse. Ce n'est qu'en étudiant chaque cas séparément que l'on peut établir si les revenus sont suffisants pour compenser les pertes réelles en capital pendant des périodes déterminées. Rien ne permet de supposer qu'il en soit ainsi. Les revenus provenant des intérêts et les gains ou pertes en capital ne sont en tout cas pas des équivalents fonctionnels dans un contexte d'ajustement des paiements, même s'ils peuvent paraître identiques en ce qui concerne la place qu'ils occupent dans le bilan d'une banque centrale. Et pourtant on a tendance à évaluer les avantages des garanties des réserves et à comparer ces avantages avec ceux qu'offrent d'autres portefeuilles d'avoirs surtout en fonction du rendement. En fait, ces autres solutions sont souvent définies en fonction de leurs répercussions probables sur les recettes des banques centrales.

171. Au cours de la période qui s'est écoulée depuis la conclusion de l'Accord de garantie de la zone sterling le 25 septembre 1968, les détenteurs de livres sterling garanties, et en particulier ceux qui avaient une proportion minimale importante de livres sterling, ont probablement subi dans l'ensemble une dégradation de leur pouvoir d'achat international plus importante que les détenteurs de dollars EU et sans aucun doute plus importante que les détenteurs de deutsche marks, de yens, de francs suisses et d'or, et des pertes en capital qui n'ont pas été compensées par l'accroissement des intérêts provenant des livres garanties. Les recettes provenant de fonds dont la valeur a été ajustée, exprimées en proportion des avoirs garantis, sont restées faibles même dans le cas de détenteurs importants, comme Hong Kong qui avait une proportion minimale de livres sterling de 89 p.100. Il est étonnant, et pas seulement à posteriori, même si la garantie originale n'impliquait qu'une compensation partielle (du fait que les détenteurs versaient à la Grande-Bretagne une commission de 75 p.100 sur la différence entre les taux d'intérêt

des bons du Trésor de Londres et les taux d'intérêt des bons du Trésor de New York), que l'on ait affirmé qu'une compensation intégrale correspondrait à une "surcompensation", si les avoirs garantis en sterlings devaient rapporter des taux d'intérêts supérieurs à la moyenne. Parmi les nombreuses propositions visant à réduire la "surcompensation", une seule aurait ajouté à l'obligation d'avoir une proportion minimale de livres sterlings l'obligation d'investir une proportion fixe d'avoirs garantis dans des titres d'Etat ^{19/} ne portant pas intérêt. Si les garanties des réserves doivent présenter de l'intérêt dans un régime de flottement généralisé des principales monnaies, quel que soit l'instrument de réserve, les limitations du taux de rendement des avoirs agréés ne peuvent se justifier que si les dispositions de l'accord réduisent sensiblement les risques de pertes en capital. Si l'on tient compte des rapports encore assez rigides qui existent entre le franc CFA et le franc français, les conditions de garantie en francs français des réserves en francs CFA risquent de ne même pas offrir ce degré de certitude ni de compensation intégrale en termes réels.

172. Il semble que, dans des conditions de flexibilité des changes, il y ait peu d'avenir pour les garanties conventionnelles des réserves qu'offrent, par rapport à leur monnaie nationale, les pays ayant une monnaie secondaire. Il faudrait de plus en plus prévoir des modalités plus exemptes de risques, qui, étant plus coûteuses pour les pays garants, ont peu de chances d'être acceptées. Pour les pays africains, qui ont des avoirs importants en devises, leur chance réside dans une plus grande liberté et une plus grande capacité de diversifier leur portefeuille extérieur. Ils devraient essentiellement s'attacher à défendre la valeur - capital de leurs avoirs plutôt que de se préoccuper de l'apport de revenus, cet objectif devant toutefois être poursuivi de plus en plus compte tenu de la nécessité de couvrir systématiquement les engagements extérieurs existants et anticipés. Il faut reconnaître de façon plus explicite que les accords de garantie limitent, d'une manière générale, les possibilités de couvrir les risques de change au titre d'engagements impliquant des dépenses en devises dans des monnaies autres que la monnaie de garantie. Les réserves garanties ne peuvent être utilisées pour "spéculer" contre la monnaie de réserve ou en faveur d'autres monnaies lorsqu'il s'agit de couvrir les risques.

173. On a parlé plus haut de la nécessité de supprimer les restrictions ne relevant pas des forces du marché qui sont imposées par les gouvernements aux mouvements de capitaux publics en vue de faciliter la diversification. Le coût qu'entraînent la transformation, la réalisation et la conversion des avoirs sur le marché n'est en aucune façon négligeable, surtout en ce qui concerne le mouvement de sommes importantes, il s'y ajoutera peut-être des problèmes d'ordre administratif et politique, si un pays africain a des liens étroits, sur le plan commercial, financier et politique, avec un pays à monnaie de réserve. Mais il est évident que les problèmes qui se posent lorsqu'il est question de mouvements de faibles montants sont moins considérables. La plupart des pays africains ne procèdent normalement qu'à des mouvements de capitaux d'un montant relativement faible, la conversion des avoirs jouant un rôle essentiellement marginal.

^{19/} Voir Benjamin J. Cohen, 'The Reform of Sterling',

174. La sensibilité croissante des taux de change libres même aux mouvements de capitaux privés de faible montant peut être considérée comme un argument contre la transformation des avoirs dans les conditions actuelles du marché 20/. D'autre part, si la régulation plus efficace du flottement et du comportement d'intervention, telle qu'elle est envisagée dans les nouvelles orientations du FMI, se concrétisait et que les tendances récentes caractérisées par des mouvements de capitaux spéculatifs moins perturbateurs se maintenaient, des variations plus régulières des taux de change et la possibilité de mieux prédire leurs tendances probables et l'activité d'intervention renforceraient les bases sur lesquelles sont fondées les décisions sur la transformation de fonds à brève et à moyenne échéance.

175. Il existe d'assez grandes possibilités, encore peu étudiées, de coopération entre les banques centrales africaines en ce qui concerne la gestion de leurs portefeuilles extérieurs, telles que la possibilité de place, de façon coordonnée, leurs capitaux sur des marchés choisis, de coordonner leurs objectifs en matière de réserves et de mettre en commun leurs informations sur l'évolution du marché. Même si nombre de petits pays africains parviennent à opérer des dépôts en euro-monnaies par exemple, ils peuvent avoir besoin de mettre au point, en coopération avec les grands emprunteurs africains sur les marchés d'euro-monnaies, des arrangements intra- et interrégionaux appropriés en vue d'une participation collective aux opérations de prêt et d'emprunt dans le cadre d'une stratégie de gestion des réserves.

176. On a souvent demandé aux pays en voie de développement de faire tous preuve d'une plus grande prudence en ce qui concerne la gestion de leurs portefeuilles, généralement lorsqu'ils opèrent des dépôts sur les marchés d'euro-monnaies ou qu'ils empruntent sur ces marchés; mais souvent on n'a pas pour autant admis qu'ils devaient diversifier davantage leurs avoirs et engagements extérieurs (non seulement en euro-monnaies) pour réduire plus facilement les risques de change. Les pays africains doivent avoir accès à une plus grande variété de marchés et d'avoirs monétaires. La capacité d'effectuer des dépôts sur les marchés d'euro-monnaies et de lancer des emprunts sur ces marchés demande à être complétée par une plus grande facilité d'accès aux mécanismes d'emprunt, de dépôt et d'investissement sur les marchés intérieurs de l'argent et des capitaux des pays industrialisés. Il est par exemple devenu nécessaire pour les pays qui ont des avoirs en euro-monnaies de les garantir dans une certaine mesure par des avoirs sur le marché intérieur du dollar, même si ce marché est plus rigoureusement réglementé que les marchés des euro-dollars. La concentration des réserves sur certains marchés, qu'elles soient ou non couvertes par des garanties officielles de leur valeur - capital, contribue peu à réduire au minimum l'exposition nette aux risques de change. Ceux qui estiment qu'il serait souhaitable, dans l'intérêt d'un placement méthodique des fonds sur les marchés internationaux, surtout sur les marchés des euro-monnaies, que la base des réserves des pays peu développés soit étroite, ont accueilli la réduction des dépôts effectués par les pays peu développés sur ces marchés comme un facteur positif tendant à maintenir la stabilité!

176. Les possibilités d'emprunt sur les marchés des euro-monnaies et certaines questions qu'impliquent la gestion des dettes de même que la gestion des réserves font l'objet d'un examen assez détaillé dans le prochain chapitre

CHAPITRE VI

LA FLEXIBILITE DES CHANGES ET LA GESTION DE LA DETTE ET DES EMPRUNTS EXTERIEURS

178. Le présent chapitre traite de quelques-uns des problèmes que le degré nettement accru de variation des taux de change effectifs dans une situation de flottement généralisé pose aux pays africains dans la gestion de leur dette et de leurs emprunts extérieurs. Il examine la manière dont l'instabilité de la valeur des monnaies influe sur les processus continus d'acquisition, de décaissement, d'utilisation (en ce qui concerne en particulier les achats à l'étranger) et d'amortissement de la dette et de versement des intérêts, et analyse diverses stratégies et mesures pouvant être mises en oeuvre pour aborder les problèmes qui en découlent.

179. D'aucuns ont avancé que la flexibilité des changes n'entraînera guère de modification profonde en ce qui concerne la nature et la gravité des problèmes de gestion de la dette et les stratégies couramment appliquées pour réduire au minimum la charge réelle de la dette. Lorsque l'on analyse les effets que les réalignements monétaires de 1971 et de 1973 ont eus sur la valeur de l'encours de la dette et sur les versements au titre du service de la dette, on ne relève pas de changement radical des caractéristiques de la dette ou des engagements relatifs à son service dans les grands groupes de pays; cependant certains groupes de pays, tout comme certains pays particuliers, peuvent être plus nettement touchés que d'autres, selon, par exemple, la composition par monnaie de leur dette et la chronologie des dettes contractées et des obligations de remboursement. Pendant que les pays africains continueront à s'abstenir de contracter des dettes non productives et à limiter rigoureusement les emprunts assortis des conditions propres aux crédits fournisseurs, à faire correspondre les dettes supplémentaires contractées à leur capacité d'absorber les dettes existantes et éventuelles et d'en assurer le service et qu'ils intensifieront d'une manière générale les efforts tendant à employer efficacement l'aide reçue, les pays prêteurs doivent être disposés à accélérer les courants d'aide pour atteindre des objectifs de référence arrêtés d'un commun accord, à améliorer les conditions et les modalités de l'aide et à augmenter le degré de coordination dans la programmation de l'aide. Considérée par rapport à ces impératifs minimums, l'éventualité que le flottement généralisé des monnaies dans lesquelles est libellée la dette et dans lesquelles est assuré le service de la dette, complique encore davantage la gestion, par les débiteurs, de leurs problèmes, a été considérée "non existante".

La charge de la dette et les déflateurs

180. Il paraît nécessaire de mettre en doute les fondements concrets des méthodes employées pour élaborer les estimations relatives aux conséquences du réalignement en tenant compte des jugements sur l'importance de la charge de la dette et sur la gestion de la dette dans des conditions de flottement généralisé qui peuvent être soutenus par ces estimations. On estime que l'utilisation de dollars en prix courants pour exprimer la valeur de la dette et des remboursements et le recours aux prix à l'exportation comme coefficient de déflation ont eu pour effet de donner une indication inférieure à la charge de la dette, alors que les jugements touchant la charge de la dette

dans un régime de taux flottant, qui sont fondés sur certaines conclusions relatives aux conséquences de réajustements discontinus sont parfois trompeurs.

181. En analysant l'effet que le réaligement de 1971 avait eu sur la dette, le FMI a suggéré à titre de généralisation sommaire ... qu'en ce qui concerne les 78 pays considérés comme groupe, l'accroissement des versements annuels au titre du service de la dette, qui découlerait directement du réaligement - surtout si on l'examine compte tenu des effets commerciaux possibles du réaligement - n'introduirait aucun nouvel élément important dans la gestion de leur dette extérieure 21/. Cette affirmation peut être interprétée comme impliquant que le réaligement n'a pas provoqué d'augmentation sensible de la charge du service de la dette. Dans l'étude du Fonds, il est indiqué explicitement que pour déterminer si, et dans quelle mesure, la situation en matière de service de la dette, telle que la reflètent les différents déflateurs disponibles, est devenue "moins grave", il faudrait logiquement formuler des hypothèses sur les recettes supplémentaires en devises et le surcroît de paiements au titre des importations. L'importance de la question de savoir s'il est réellement nécessaire de formuler des hypothèses à ce sujet, et lesquelles, n'est le plus souvent pas reconnue ou la question ne fait pas l'objet d'un examen complet. Pour rappeler qu'il est nécessaire d'aborder avec circonspection tout exercice visant à déterminer l'évolution future de la charge de la dette, citons le passage suivant du rapport sur l'aide au développement établi par l'OCDE en 1973:

"Du fait de l'accélération de l'inflation et des réaligements monétaires ultérieurs, il est de plus en plus difficile d'évaluer la signification économique de l'évolution de la dette. Les chiffres sont par convention exprimés en dollars des Etats-Unis, mais la dette des pays les moins développés est en fait libellée en de nombreuses monnaies (environ 50 p. 100 en dollars des Etats-Unis, moins de 10 p. 100 en deutsche mark et environ 4 p. 100 en yen japonais). Les réaligements monétaires ont donc eu des répercussions complexes sur la dette en cours, le coût du service de la dette, la valeur des réserves, ainsi que sur la structure des échanges en général 22/.

21/ 'Impact of the 1971 Currency Re-alignment on the External Debt of Developing Countries', FMI, Washington, 21 juin 1972. Voir aussi 'Notes on Methodology Used to derive Estimates of the Impact of the 1973 Realignment on the External Developing Countries', FMI, Washington, 1973.

22/ Organisation de coopération et de développement économiques, Coopération pour le développement - Examen 1973 - p. 81, Paris 1973

182. Selon les estimations du FMI, les modifications des parités intervenues en 1971, considérées du point de vue de leurs effets nominaux sur l'encours de la dette extérieure publique ou officiellement garantie des 78 pays africains faisant l'objet du Système de notification par les débiteurs établi par la BIRD, et compte tenu du service de la dette prévu pour 1972, se sont traduites par un accroissement de l'ordre de 6,5 p. 100. En termes réels, c'est à dire défini comme la valeur postérieure au réajustement en dollars corrigée à l'aide de l'indice des prix à l'exportation (en dollars) des pays peu développés, et mesuré par l'écart entre la valeur déflatée en dollars exprimée au taux de change du 31 décembre 1971 et au taux de change du 31 décembre 1972, l'encours a augmenté, par suite du réaligement, d'un montant estimatif de 40 millions de dollars, soit dans une proportion se situant entre 0,6 et 0,8 p. 100. Le montant estimatif des paiements annuels au titre du service de la dette exprimé en dollars - montrant dont le changement reflète la progression des versements annuels au titre du service de la dette - a varié d'une manière "négligeable" pour le groupe africain. Lorsque les changements nominaux de la dette ont été rapprochés de l'évolution de la valeur en dollars des exportations africaines, on a constaté que le montant estimatif du supplément de recettes d'exportation imputable au réaligement représentait un quart environ de la dette additionnelle. La comparaison du coût supplémentaire du service de la dette et du surcroît des recettes d'exportation, diminué de la valeur des importations supplémentaires provoquées par le réajustement (l'amélioration de la balance commerciale) indique que pour l'ensemble des 78 pays, cette amélioration de la balance commerciale devrait servir pour un quart à faire face à l'accroissement du coût du service de la dette.

183. Pour ce qui est du réaligement de 1973, ses résultats peuvent être récapitulés comme suit: L'encours de la dette extérieure de l'Afrique à la fin de 1971, exprimée en dollars, a augmenté de 389.2 millions de dollars, (6,6 p.100) soit d'un montant correspondant à la différence entre sa valeur aux taux de change appliqués à la fin 1972 et sa valeur calculée aux taux de change du 31 mars 1973. Ce chiffre peut être comparé à un accroissement de 4,8 p. 100, relevé pour 70 pays peu développés. Par suite du réaligement, les paiements dus au titre de la dette ont progressé de 36,6 millions de dollars (5,3 p. 100) en 1973; calculée à l'aide de taux de change identiques, cette augmentation dépasse légèrement l'augmentation en pourcentage déterminée pour l'échantillon de 70 pays. Lorsque l'on s'est servi d'un indice en hausse des prix à l'exportation et que l'on a compensé les augmentations dues à la réévaluation de certaines monnaies, on a constaté que la valeur corrigée de la dette correspondant à des versements effectifs en cours à la fin de 1971 et le montant du service de la dette en 1973 avaient baissé respectivement de 1,1 p. 100 et de 2,3 p. 100. Les estimations sur les répercussions pour l'ensemble des 70 pays font l'objet des tableaux de l'annexe, de même que les estimations du FMI concernant les répercussions du réaligement sur les prix à l'exportation mesurés en dollars.

184. Comme un quart seulement de la dette extérieure de l'Afrique en monnaie identifiable est libellé en dollars (contre une proportion moyenne de 75 p.100 en Amérique latine, de 50 p. 100 environ en Asie et de près de 40 p. 100 dans les pays du Moyen-Orient), la mesure des apports d'aide à l'Afrique et de l'évolution de la dette exprimée en dollars et aux taux de change courants, provoque des distorsions quand il faut procéder à des comparaisons dans le

temps et quand des changements importants interviennent dans les taux de change par rapport à une parité changeante du dollar. Non seulement il est possible que l'augmentation des prix exagère les changements en volume, mais les changements de parité par rapport au dollar provoquent des changements dans les apports de ressources financières qui sont souvent sans commune mesure avec les changements de la valeur réelle des monnaies dans lesquelles ces apports sont exprimés.

185. La nécessité de choisir avec circonspection les déflateurs servent à établir la valeur réelle de la dette et du service de la dette est bien plus impérieuse qu'on ne l'admet souvent: c'est sur les variations des valeurs corrigées (réelles) que l'on se fonde pour déterminer les répercussions quantitatives et qualitatives de l'évolution de la dette dans les conditions des parités flottantes. Si les résultats d'ensemble obtenus à l'aide des différents déflateurs n'accusent peut-être pas de différence très importante - d'aucuns prétendent même que le choix du déflateur à utiliser n'importe que peu - des questions de grande portée se posent en réalité en ce qui concerne l'usage pouvant être fait de valeurs corrigées selon différentes formules et la signification des résultats comme indices de l'importance de la dette en cours, du pouvoir d'achat de l'aide actuellement reçue et du coût en devises des engagements au titre du service de la dette. Si la valeur nominale de la dette est corrigée à l'aide d'un indice du prix des exportations en provenance des pays peu développés, tel que le fait le FMI, on compte déterminer le volume des exportations nécessaires pour rembourser la dette extérieure, volume qui baissera d'autant plus vite pour des engagements donnés au titre du service de la dette que la hausse des prix à l'exportation sera rapide. Bien que la BIRD n'utilise pas officiellement un déflateur fondé sur le prix des produits primaires, et ceci pour des raisons techniques évidentes, elle a recours dans son modèle de projection à une méthode qui a des effets grosso modo analogues. Par suite de la hausse massive que le prix des produits de base a connu pendant la période de l'instabilité monétaire et des réalignements et des changements indépendants de parités qui s'en sont suivis, la charge réelle de la dette des pays africains a légèrement baissé, en dépit de l'accoissement de la valeur en dollars de la dette en cours et du coût du service de la dette. En fait, en partant de l'hypothèse implicite que l'augmentation du prix à l'exportation est signe d'une aptitude accrue à rembourser la dette, on fait correspondre les gains bruts en matière de termes de l'échange à la charge accrue de la dette nominale.

186. Il serait plus convenable de corriger la valeur nominale de la dette et du service de la dette à l'aide d'un indice des prix à l'importation, mais cette méthode serait en principe moins précise que l'indice des prix de marchandises entrant dans le commerce international, pondéré par les prix à l'exportation et les prix à l'importation, car on parviendrait ainsi à mesurer d'une manière plus réaliste le volume des importations auxquelles on renonce pour faire face aux engagements au titre de la dette extérieure. Mais même si l'on prend les prix à l'importation comme déflateurs, on n'en risque pas moins de parvenir parfois à des conclusions erronées sur les répercussions de la dette sur la balance des paiements. C'est ainsi que l'on affirme que les pays peu développés qui contractent des dettes nouvelles pour faire face au renchérissement des importations de pétrole, ne supporteraient pas de charges sensiblement accrues compte tenu de la hausse du prix de leurs exportations. En théorie, il faut se servir de déflateurs composés qui rendent

compte du mouvement des prix et des taux de change pendant des périodes de temps relativement courtes, pour mesurer les courants d'aide réels en provenance de différents pays donateurs et les courants inverses d'amortissement et de paiements d'intérêt provenant de certains pays débiteurs. Cet exercice serait difficile en présence de mouvements de parité plus fréquents que la normale. Le recours au DTS tel qu'il est évalué actuellement comme unité de mesure de la dette et des engagements au titre du service de la dette, et de leurs variations, paraîtrait la meilleure façon de mesurer le pouvoir d'achat de la dette, et des apports d'aide ainsi que le coût réel en devises (des effets sur la balance des paiements) du service de la dette, lorsque les parités changent vite.

187. Quelles sont les hypothèses que nous pouvons formuler au sujet des tendances probables de la balance commerciale des pays africains et de leurs réserves, qui présentent de l'intérêt pour la détermination de la charge de la dette? Certaines de ces hypothèses résument la structure à moyen terme des variations prévues de parités qui, intéressant les principales monnaies, découleraient du fonctionnement du processus international d'ajustement; d'autres reflètent les grandes tendances de la balance commerciale et de la balance des paiements de base des pays africains.

188. Selon différentes études sur l'économie mondiale réalisées à la suite de la crise des prix et des approvisionnements pétroliers, la production et les prix évolueront dans les pays industrialisés de manière à donner naissance à un état de "récession inflationniste". Le FMI prévoit par exemple dans ses projections que les pays industrialisés accuseront un déficit du compte courant de 35 à 40 milliards de dollars, alors que les pays exportateurs de pétrole réaliseront en 1974 un excédent combiné de près de 65 milliards de dollars, contre 1,5 milliards de dollars en 1972 et 6,6 milliards en 1973. Quant aux pays producteurs de produits primaires autres que le pétrole, leur déficit combiné devait s'élever à plus de 30,6 milliards de dollars. Tout en demeurant tributaires d'hypothèses parfois peu certaines, ces projections nous donnent des ordres de grandeur. Les projections à moyen terme, pour les années 1974-1978 par exemple, ne sont pas moins aléatoires. Les pays industrialisés avec lesquels les pays africains entretiennent d'étroites relations commerciales, financières et monétaires - la France, le Royaume-Uni, l'Italie et le Japon, les pays à monnaie relativement faible - accumulent rapidement des déficits substantiels à l'égard des Etats-Unis d'Amérique et de la République fédérale d'Allemagne, ainsi que des pays exportateurs de pétrole, tout en dégagant sur le compte courant des excédents à l'égard des pays peu développés. Si ces pays (France, Royaume-Uni, Italie et Japon) sont parvenus à financer le gros de leur déficit massif en empruntant des sommes très importantes à des banques disposant d'euro-monnaies et en tirant parti des apports de recettes pétrolières excédentaires en provenance du groupe des pays de l'Organisation des pays arabes exportateurs de pétrole, tant les pressions spéculatives que les pressions ordinaires du marché sur leur monnaie ont été, dans une mesure étonnante, contenues. Il pourrait aussi être vrai qu'une conciliation plus effective des buts poursuivis par les pays industrialisés en matière de balance des paiements au sein du groupe de l'OCDE d'une part et entre l'Europe, les Etats-Unis d'Amérique et le Japon d'autre part et l'accord sur le cadre opérationnel de la régulation des ajustements de parité, préviennent toute perturbation grave des rapports de change. Il est malaisé de prédire combien de temps on

pourra faire durer cette phase de stabilité relative de structures des taux de change.

189. En ce qui concerne les éléments saillants des perspectives commerciales des pays africains on relève l'effondrement du prix des produits de base au cours du deuxième trimestre de 1974, après l'essor relatif qu'il avait connu pendant une bonne partie de 1972 et de 1973, et le renchérissement substantiel des importations de pétrole qui faisait suite à la décision des pays du golfe Arabique membres de l'OPEP de relever le prix affiché du brut de 70 p. 100 le 16 octobre et de 128 p. 100 le 28 décembre 1973, et aux majorations ultérieures appliquées par d'autres pays exportateurs. Dans leur quasi-totalité, les estimations des répercussions directes et indirectes sur la balance des paiements de pays africains que peut avoir le renchérissement du pétrole - estimations établies par le FMI, la BIRD, l'OCDE, la CEA, l'OUA et aussi par divers pays - indiquent qu'une augmentation massive du déficit ou une réduction très nette de l'excédent sont inévitables, le déficit ainsi créé pouvant être financé par des emprunts à des conditions commerciales contractés à l'étranger par le biais de banques et des institutions financières internationales ou, à des conditions de faveur, par le recours aux nouvelles facilités de crédit supplémentaires, aux droits de tirage, ainsi qu'à des prêts bilatéraux à faible intérêt et à longue échéance.

Gestion flexible de la dette

190. Vu l'incertitude au sujet de l'évolution à moyen terme des taux de change et l'accoissement des pressions liées au service de la dette réelle, il paraît nécessaire de gérer la dette extérieure d'une manière à la fois plus active et plus souple, en ce qui concerne plus spécialement l'adoption d'une politique de remboursement qui vise plus explicitement à limiter autant que possible les charges absolues et relatives mesurées en devises, à réduire au minimum le risque de subir des pertes au titre des entrées et des sorties de capitaux financiers et le danger de déséquilibrer le coût réel des fonds empruntés ainsi que l'application de mesures qui permettent de retirer tous les avantages possibles de la structure en évolution rapide des courants nets de capitaux entre les grands groupes de pays et de marchés financiers. Bien qu'il soit certainement vrai que certains des problèmes qu'implique la gestion de la dette tiennent à l'incertitude au sujet de la valeur des monnaies et ne sont pas directement dues au flottement généralisé des monnaies, cette distinction n'est pas maintenue dans l'exposé qui suit.

191. Les objectifs fondamentaux que les pays africains doivent poursuivre à l'aide d'une gestion plus souple de la dette et les problèmes qui se posent à cet égard, sont triples:

- a) Ajuster la structure du service de la dette, en ce qui concerne les monnaies utilisées pour le remboursement, de manière à limiter autant que possible les pertes de devises, dans les cas où l'on s'attend à des changements rapides des parités effectives. L'acquisition et le remboursement des dettes, libellées en plusieurs monnaies constituent à cet égard le problème principal.
- b) Diversifier la structure de la dette grâce à des mesures de consolidation et à l'acquisition de dettes nouvelles sous des formes, à des conditions et à des sources telles que la minimisation de la charge

de la dette, la répartition des risques de change et la maximisation de la valeur "réelle" nette des ressources empruntées en sont facilitées. La nécessité de plus en plus pressante d'emprunter pour financer le déficit du compte courant (et du compte de capital), qui est encore aggravé par le coût des importations de pétrole et d'autres produits, appellerait une analyse plus rigoureuse des possibilités de contracter des emprunts compte tenu des considérations de rentabilité et de flexibilité dans la gestion des ressources obtenues. On procède à un bref examen comparé des possibilités et problèmes en matière d'emprunt en euro-monnaies d'une part, et des sources traditionnelles de paiements et de crédit destinés au financement du développement.

- c) Assurer en permanence une meilleure coordination des politiques relatives à la gestion de la dette, à la fixation des parités et à la gestion des réserves.

192. Si dès à présent certaines des orientations fondamentales, stratégies et mesures que nous préconisons ci-après sont appliquées par divers pays africains, l'ampleur que nous recommandons de leur conférer et la nécessité d'envisager et de poursuivre de multiples objectifs dans le cadre d'une seule stratégie entièrement intégrée, peuvent faire surgir en leur sein quelques éléments relativement nouveaux ou différents.

193. Une proportion non négligeable (20 p. 100 environ) de la dette publique ou officiellement garantie des pays peu développés qui était en cours à la fin de 1970 était libellée en au moins deux monnaies, la monnaie à utiliser pour le remboursement n'étant pas complètement déterminée, soit faute de renseignements, soit, comme dans le cas des prêts de la BIRD qui n'ont pas été intégralement versés, parce que les monnaies à utiliser pour le remboursement dépendront des monnaies qui seront empruntées par la Banque pour financer les versements au titre du prêt. Outre la BIRD, les institutions régionales de prêts, telles que la Banque africaine de développement, ont consenti des prêts libellés en une seule monnaie et l'évolution de ce rapport au fur et à mesure que la dette totale s'accroît, il est difficile, en faisant appel aux méthodes classiques, de déterminer avec précision les effets que les variations des parités effectives ont sur la valeur de la dette et sur les engagements au titre de son service. Etant donné que les pertes dues aux réévaluations tendent à être supérieures aux gains en cas de dévaluation, il est probable que ces variations se traduiront, pour solde, par un accroissement du coût du remboursement, puisque ces dettes sont le plus souvent libellées en monnaies "fortes et davantage sujettes à réévaluation et qu'elles sont donc caractérisées par un risque de change important quand le prêt est assorti de conditions qui ne permettent guère aux pays débiteurs de changer de monnaie pour le remboursement.

194. Les gouverneurs africains de la BIRD et du FMI ont émis l'avis que les institutions de prêts du Groupe de la Banque mondiale possèdent une aptitude infiniment plus grande que les pays africains à absorber la totalité ou une grande partie des risques de change liés aux opérations de prêt en plusieurs monnaies et aux opérations plus classiques, et qu'elles peuvent se fonder à cet égard sur un portefeuille plus diversifié de monnaies étrangères 23/.

23/ 'Statement of the African Governors of the Fund and Bank on the Draft Outline of Reform' sessions annuelles du FMI et de la BIRD, Nairobi, septembre 1973.

Si elles ne le faisaient pas, elles compromettraient matériellement la viabilité des projets où des ressources importantes provenant des emprunts ont été investies. La Banque mondiale connaît depuis longtemps les problèmes posés par les engagements au titre du remboursement de dettes libellées en plusieurs monnaies et son Département de la trésorerie qui, selon les renseignements disponibles, a étudié la possibilité de partager le coût en devises entre la Banque et les emprunteurs, a relevé des obstacles techniques et pratiques non négligeables sur la voie de l'élaboration d'un système rationnel de partage des coûts supplémentaires. Il n'en faut pas moins déployer, sur une large assise, des efforts résolus de coopération auxquels seront associés les institutions internationales de prêt, les gouvernements et les institutions du marché des capitaux créditeurs et les pays débiteurs. Il paraît par ailleurs indéniable qu'il faut aller bien au-delà du dialogue normal des négociations bilatérales qui, portant sur des cas concrets, se poursuivent entre les gouvernements ou les institutions régionales de prêts telles que l'OCDE et les pays emprunteurs, et qui conserveront sans aucun doute leur utilité pour aborder des problèmes moins spécifiques d'incertitude dans les prêts, dans l'emploi des ressources empruntées et dans leur remboursement. C'est à cet effet que nous présentons trois propositions qui méritent, semble-t-il, d'être examinées plus avant.

195. Selon la première, la totalité ou une partie importante de la dette extérieure publique existante et de tous les nouveaux engagements au titre de la dette ou du remboursement devra être libellée en DTS (tel qu'il est actuellement évalué) et non pas en plusieurs monnaies ou en dollars des Etats-Unis courants. Si la dette et les paiements au titre du service de la dette étaient exprimés en DTS, l'incertitude au sujet du coût effectif de la dette dans les conditions de taux flexibles en serait réduite, puisque l'on obtiendrait ainsi une mesure plus exacte du coût des remboursements et un indicateur plus sûr des répercussions des prêts et des autres apports d'aide sur la balance des paiements des pays prêteurs, élément qui continue à exercer une influence critique sur la disposition de ces pays à consentir des prêts. La proportion de la dette extérieure publique des pays africains qui est libellée en dollars étant réduite, mais en accroissement, le recours au DTS pour recalculer l'encours de la dette et les engagements au titre de son service donnerait mieux la mesure de l'ampleur de l'endettement public de l'Afrique et du coût du service de la dette que, disons, le taux nominal ou effectif des monnaies nationales de pays prêteurs. La dette (et les autres apports d'aide) mesurée en DTS serait exprimée en une unité de mesure qui se dépréciera fort probablement le moins par rapport aux monnaies nationales. Les ordres de grandeur exprimés en monnaie nationale à prix constants sont, on le sait, utiles pour présenter des chiffres concernant les donateurs; ils permettent par exemple de comparer l'évolution, d'année, du montant de l'aide dans des conditions de relations instables entre les taux de change des pays prêteurs et facilitent les comparaisons avec d'autres statistiques exprimées en unités nationales ou en dollars courants, tels que les flux de la balance des paiements.

196. On a fait certains progrès vers une utilisation plus généralisée du DTS. Si les institutions financières internationales publient dans leur quasi-totalité des chiffres en dollars, la Communauté économique européenne s'est servi d'une unité de compte équivalant au DTS, selon son "ancien" mode d'évaluation. On estime que des problèmes intérieurs à la fois politiques, théoriques

et administratifs s'opposent dans les pays prêteurs à l'adoption du DTS comme unité de mesure des prêts et des apports généraux d'aide. Ces problèmes n'apparaissent cependant pas insurmontables.

197. Selon la deuxième proposition, il faudra procéder à un examen approfondi et ultérieurement à des négociations portant sur les possibilités les plus intéressantes d'insérer dans les prêts multilatéraux au développement et dans certaines catégories de financement par prêt bilatéraux, à côté de programmes plus généraux d'appui aux paiements concernant les obligations de remboursement en monnaie forte, des dispositions concrètes relatives au traitement à réserver au coût supplémentaire en devises découlant du réaligement des parités et des changements fréquents de parités quand ces mouvements sont anormaux ou "désordonnés". Selon un schéma applicable, les prêts libellés en une monnaie forte pourraient être remboursés dans la monnaie du prêteur au taux de change pratiqué entre la monnaie du pays créditeur et du pays débiteur au moment où la dette a été contractée ou les versements effectués, chaque fois que le taux libre entre les deux monnaies au moment du remboursement était moins favorable au pays emprunteur. Le pays prêteur renoncerait à la différence entre la valeur du remboursement calculé au taux pratiqué au moment de la conclusion de la convention d'emprunt ou du versement du prêt, et à celle qui est déterminée selon le taux libre au moment du remboursement, en prenant ainsi directement à sa charge le coût supplémentaire en devises du service de la dette, dans les cas où la parité du pays prêteur a été modifiée ou que sa monnaie flote en hausse. Lorsque l'on ne veut pas que l'élément de libéralité soit aussi important dans les prêts, une fraction de cette différence pourrait être versée au pays prêteur dans la monnaie même du pays emprunteur. En revanche, l'élément de libéralité peut être augmenté, si une fraction de la dette versée en la monnaie du prêteur est libellée dans la monnaie de l'emprunteur à un taux de change convenu d'un commun accord aux fins du remboursement dans la monnaie de l'emprunteur ^{24/}.

198. Il se peut que d'emblée certains pays prêteurs ne fassent pas bon accueil à des propositions de ce genre et qu'ils préfèrent recourir aux négociations bilatérales ou aux négociations au sein de consortiums pour aménager les conditions et modalités financières de remboursement lorsque le pays débiteur

24/ Les différentes possibilités d'indexer la dette sur les taux de change méritent de faire l'objet d'un examen approfondi. Elles pourraient donner la mesure exacte de la charge supplémentaire de la dette qui résulte de l'instabilité monétaire et de l'importance des subventions ou de l'élément de libéralité qu'il conviendrait de consentir. L'idée de rapporter le principal et les intérêts des obligations émises par les pays peu développés au taux de change du pays émetteur a été étudié, il y a une dizaine d'années, mais apparemment sans succès. Plus récemment, des bons d'épargne publics indexés sur les prix ont été proposés au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, des obligations privées à taux d'intérêt variable ont été émises avec un très grand succès. Benjamin I. Cohen a passé en revue la possibilité d'indexer la dette intérieure sur les prix dans "The use of Indexed debts in developing Countries" Public Finance, Vol. XXI, No. 4, 1964, p. 440 à 457. Pour un examen plus général de l'indexation voir Milton Friedman "Monetary Correction", IEA Occasional Paper 41, Londres 1974.

rencontre des problèmes insurmontables en matière de service de la dette, que ces problèmes soient ou non dûs à l'instabilité monétaire. Cependant on sait par expérience que pour l'emprunteur les chances de parvenir réellement à réduire la charge du service de la dette, sont bien meilleures lorsqu'il peut se prévaloir de dispositions compensatoires automatiques et au'il n'est pas obligé d'engager des négociations pour alléger ses charges. Rien n'empêche bien entendu que des conditions non financières, le montant de la dette en cours et son mode d'évaluation fassent l'objet de négociations nouvelles.

199. La troisième proposition qui sera peut-être plus attrayante pour les pays prêteurs, prévoit la création d'une garantie du service de la dette qui, embrassant la totalité ou une fraction quelconque des obligations au titre du service de la dette en une monnaie spécifiée, reposerait sur des principes qui se rapprochent d'une manière générale de ceux qui sont à la base de la garantie des réserves officielles de la zone sterling d'outre-mer conformément au mécanisme de Bâle et la garantie plus récente des réserves de la zone franc. La garantie à verser serait prélevée sur un fonds de compensation de la dette, alimenté par des contributions provenant essentiellement des excédents d'exploitation des institutions du Groupe de la Banque mondiale et du FMI, et, dans un degré moindre, des institutions régionales de prêts, telles que la Banque africaine de développement, ainsi que par des apports directs du gouvernement et des organismes d'aide des pays donateurs. La question de savoir si ces contributions s'ajouteraient aux apports d'aide existants ou si elles les remplaceraient en partie conduit au problème familier de la "supplémentarité". Selon certains auteurs, il n'existe pas "d'aide supplémentaire". Cette opinion est sans doute plausible, mais il n'en paraît pas moins vraisemblable que l'affectation à ce fonds d'une partie du revenu d'exploitation des institutions internationales de prêts serait davantage "supplémentaire" que les "nouveaux" apports que les gouvernements fournissent aux institutions de prêts, bien que ces apports ne soient pas nécessairement "non supplémentaires".

200. Pour rendre mieux acceptable un système de compensation en cas de perte au change et pour le rendre plus viable, les gouvernements africains voudront peut-être examiner s'il convient d'accepter un arrangement d'ensemble portant à la fois sur de nouvelles conditions judicieusement choisies et librement négociées en matière de prêts - telles que par exemple l'obligation de s'abstenir de contracter des emprunts excessifs ou de restreindre l'emploi des fonds empruntés à certains secteurs ou à certains projets particuliers - et sur des garanties multilatérales et bilatérales plus solides de stabilité relative des valeurs intéressant la dette et le service de la dette, valeurs qui pourraient être exprimées en un numéraire international agréé.

201. Le problème posé par les dettes en plusieurs monnaies et la sensibilité et l'exposition des engagements de remboursement aux modifications des parités ne paraît pas se limiter à la dette publique ou officiellement garantie qui est contractée par l'entremise des institutions financières internationales ou régionales et il revêt aussi de l'importance en ce qui concerne la dette publique, quasi-publique et privée contractée en monnaie nationale et sur le marché financier national et sur le marché des euro-monnaies ainsi que les placements de portefeuille sur le marché des euro-obligations: en bref, dans tous les cas où la dette est libellée en plusieurs monnaies en vue du remboursement en une combinaison de monnaies qui n'est pas entièrement déterminée au préalable, de monnaies dont le taux libre peut changer avant l'échéance. Du

point de vue quantitatifs, les effets que les changements de parités peuvent avoir sur le coût du service de la dette dépendent de l'évolution comparée de la parité des monnaies de remboursement et des monnaies dans lesquelles la dette est libellée; du nombre et de l'identité des monnaies de remboursement et de la nature des rapports existant entre elles (quand elles sont liées par des rapports directs), du fait, par exemple, si elles flottent ou non ensemble comme certaines des monnaies européennes, de leurs rapports avec le dollar des États-Unis; de l'utilisation aux fins de remboursement, du taux de change libre ou du taux central; des particularités caractérisant les échéances dans les différentes monnaies, les taux d'intérêt, et le cas échéant, les périodes de franchise et d'autres conditions.

202. La diversification intentionnelle de la structure par monnaies, de la dette et du remboursement, la consolidation des échéances et l'acquisition de dettes nouvelles de sources et à des conditions qui seraient celles qui caractérisent les charges réelles de la dette dans une situation de taux flexibles augmenteraient le rapport des dettes en plusieurs monnaies aux dettes libellées en une seule, monnaie identifiable et les problèmes qu'implique la gestion de dettes, libellées en plusieurs monnaies. Quelques-unes des propositions que nous présentons ci-après, et qui concernent en particulier la possibilité de diversifier encore davantage les monnaies dans lesquelles sont exprimées les dettes, en faisant appel à la fois aux prêts de la BKD, libellés parfois en plusieurs monnaies, et aux prêts bancaires à moyen terme en euro-monnaies ou au financement par l'émission d'obligations destinées à des projets particuliers, auraient cet effet, surtout si le flottement généralisé continuait pendant un certain temps encore. Nombreux sont les pays africains qui ne se préoccupent pas assez de la gestion de la dette, bien qu'ils disposent le plus souvent des cadres nécessaires ou qu'ils puissent se les procurer.

Politique d'emprunt et marché des euro-devises

203. La politique que les gouvernements et les institutions monétaires de l'Afrique suivent en matière d'emprunts extérieurs et de remboursement doit être définie compte tenu de la nature et du degré d'exposition et des besoins de protection et de couverture des recettes au titre de fonds versés et du remboursement de prêts dans des monnaies spécifiées. Les pays d'Afrique devraient étudier d'une manière approfondie les possibilités de diversifier la structure de leur dette et prendre l'initiative d'élaborer et de proposer des schémas et procédures institutionnels nouveaux ou révisés et des relations de dette plus libérales, et demander un accès moins restreint aux facilités du marché financier, ce qui contribuerait dans une mesure non négligeable à une exploitation plus efficace des ressources obtenues, réduirait au minimum les coûts réels et financier et rationaliserait la gestion des obligations au titre de la dette et de son remboursement.

204. Les pays africains, bien plus, sans doute, que les autres pays en voie de développement, ont besoin d'autant de sources d'emprunts que cela est compatible avec la gestion efficace des portefeuilles de la dette. Toute politique internationale de prêts - dont l'élaboration devrait être énergiquement préconisée par les pays africains - devrait viser sciemment à encourager la diversification des sources d'emprunts en ce qui concerne la disponibilité et le coût réel des fonds, l'éventail des options qui s'offrent en matière de

conditions non financières et l'utilisation flexible des fonds empruntés. Les milieux prêteurs traditionnels manifestent, paraît-il, une certaine reticence à augmenter le nombre de formules de rechange pouvant se substituer aux prêts traditionnels du type pratiqué par la BIRD, en partant de l'hypothèse que la libéralisation des possibilités d'emprunter saperait la discipline caractéristique du financement traditionnel par les institutions internationales. Il n'est guère besoin de nier l'utilité que présente pour un organisme prêteur une discipline cohérente en matière d'utilisation de ses ressources pour admettre que les prêts de la BIRD, par exemple, n'offrent que des options relativement restreintes; caractérisées par certaines particularités de la clause or, les options disponibles se limitent dans la pratique presque exclusivement à un remboursement anticipé.

205. Quelques-uns de pays africains plus importants ont substitué les placements de portefeuilles aux prêts traditionnels, alors que de nombreux autres pays ont pu, depuis un certain temps, remplacer une certaine proportion, parfois croissante, des crédits fournisseurs par les prêts consentis par les banques d'affaires ou par les crédits à l'exportation provenant d'institutions financières spécialisées (surtout bilatérales) telles que le British Export Credits Garantie Department (Département britannique du garantie des crédits à l'exportation). La principale solution de rechange aux prêts du type pratiqué par la BIRD (expression commode qui couvre la plupart des formes des prêts publics multilatéraux) que nous examinons ci-après est la possibilité, pour les pays africains, d'emprunter sur le marché des euro-monnaies ou celui des euro-émissions, sachant bien que ni l'un ni l'autre n'offrent un remplacement parfait.

206. Depuis 1971 environ, les pays en voie de développement ont contracté des emprunts de plus en plus importants auprès des banques privées du marché des euro-monnaies, et ont eu recours, dans un moindre degré, aux placements de portefeuille, dans la mesure où des fonds affluent vers le marché de diverses sources, dont la dernière est celle des "péto-dollars", que la demande des emprunteurs de premier ordre dans les pays industrialisés faiblit et que le nombre de banques s'intéressant à ce marché augmente et leur concurrence s'intensifie, et que le contrôle des changes s'appliquant aux emprunts en euro-monnaies se resserre dans plusieurs pays industrialisés.

207. La Banque des règlements internationaux, la BIRD et l'OCDE ont accompli des progrès considérables dans le rassemblement et dans l'analyse des renseignements sur les opérations en euro-monnaies en ce qui concerne les différentes catégories d'emprunteurs, l'origine des fonds, l'identité et les caractéristiques opérationnelles des institutions financières en tant que gestionnaires et co-gestionnaires, le montant et les formes des prêts, les modalités et emplois des fonds, les monnaies de remboursement, etc. Les principales sources de ces renseignements paraissent être les avis au public sur des emprunts que des consortiums de banques émettent pour certains clients particuliers et les démarches faites auprès des banques, des institutions financières et des parties intéressées. Nombreux sont les problèmes qui se posent dans ces différents domaines, mais du point de vue immédiat qui est le nôtre, les difficultés que l'on éprouve à identifier l'usage auquel sont destinés les fonds en euro-monnaies présentent peut-être le plus grand intérêt. Outre que les prêts versés servent directement à financer des projets de développement particuliers, où ils remplacent dans certains cas le financement traditionnel par les prêts

ou les crédits fournisseurs, les emprunts en euro-monnaies se sont souvent substitués à d'autres engagements plus rigoureux, et parfois à échéance immédiate, et ont été utilisés indirectement pour rétablir la balance des paiements ou assurer l'équilibre budgétaire. Une partie des crédits non versés est considérée par les emprunteurs comme une ligne de crédit supplémentaire sur laquelle ils ne font des tirages qu'en fonction de besoins futurs prévus, alors que quelques gouvernements et des personnes morales des pays les moins avancés ont effectué sur le marché des placements pouvant servir de réserves ou d'investissements à court terme.

208. Les renseignements qui, provenant essentiellement de la BRI, de la BIRD, de l'OCDE et de la SFI, sont récapitulés ci-après ne concernent que les montants et les pays emprunteurs; les emprunts contractés par les pays africains ont été spécialement mis en évidence chaque fois que cela a été possible. On n'a pas tenté d'ajuster les chiffres compte tenu de la nature des renseignements, de la diversité des sources originales et des publications, et des différences éventuelles dans la façon de notifier les formes d'emprunts et de placements en question.

209. Selon les sources de la BRI, on sait que les banques de huit pays de l'Europe de l'Ouest ont fait état en 1972 de créances à court terme et à long terme (exigibles dans plus d'un an) sur les pays en voie de développement, dont le montant dépassait de 8 milliards de dollars celui de 1971, soit une progression estimative de 25 p. 100 du montant total des prêts en euro-monnaies consentis par ces mêmes banques, contre 16,5 p. 100 en 1970. Le montant total des créances en euro-devises s'est accru de 19,5 milliards de dollars en 1970, de 22,2 milliards de dollars en 1971 et de 31 milliards de dollars en 1972. Même si l'on tient compte du fait que les prêts à moyen et à long terme en euro-monnaies consentis par les banques allemandes, hollandaises et françaises ne sont pas compris dans ces chiffres, alors que les crédits en provenance de l'Australie, de la Nouvelle-Zélande et de l'Afrique du Sud y sont inclus, on constate que les prêts en euro-monnaies aux pays peu développés continuent à accuser une augmentation considérable: la progression de 8 milliards de dollars enregistrée en 1972 peut être comparée aux 10,1 milliards de dollars d'apports bilatéraux et multilatéraux de capitaux que les pays les moins développés ont reçus en 1972 des 16 pays de l'OCDE. Selon les chiffres dont on dispose au sujet des créances sur le marché des euro-devises en 1973, la croissance absolue a été encore plus rapide, en ce qui concerne en particulier les crédits de plus d'un an. Au cours du premier trimestre de 1973, le montant des crédits a augmenté de 2,4 milliards de dollars environ, soit de plus de moitié par rapport à 1972. Selon des estimations peut-être prudentes concernant les crédits à moyen ou à long terme en euro-monnaies consentis aux pays moins développés, leur montant a progressé de 1,8 milliard de dollars et de 4,5 milliards de dollars respectivement, pour s'élever à un total de 10 milliards de dollars en 1973. Au cours du premier trimestre de 1974, les pays peu développés ont obtenu des crédits à moyen ou à long terme en euro-monnaies s'élevant à environ 6 milliards de dollars.

210. Une proportion très importante du montant des opérations réalisées sur le marché monétaire (plus de 90 milliards de dollars) consistait en transactions à très court terme. La part des pays en voie de développement dans les opérations à long terme (avec échéance supérieure à un an), qui représentait un quart environ (985 millions de dollars) du montant total des prêts en 1971 (4,1 milliards de dollars), est passée à 40 p. 100 environ (3,1 milliards de dollars)

du montant total de 7,8 milliards en 1972. Comme les crédits à long terme consentis aux pays peu développés se sont élevés à 2,4 milliards de dollars entre janvier et juin 1973, on est porté à croire que la proportion des crédits destinés à ce groupe de pays a peut-être continué de croître. Selon un rapport, le montant estimatif total des euro-crédits consentis par des consortiums financiers en 1973 a été de 15 milliards de dollars dont 8 milliards étaient destinés aux pays peu développés. C'est sur le marché à moyen terme des prêts de syndicats, qui représente fort probablement la section de l'euromarché qui connaît l'expansion la plus rapide, que la progression des prêts en euro-monnaies destinés aux pays peu développés a été la plus spectaculaire - bien que le marché à moyen terme continue à être relativement étroit en valeur absolue. Les pays peu développés ont aussi pris une place de plus en plus importante sur le marché des obligations, en dépit de la persistance de la tendance à substituer les crédits bancaires aux euro-obligations comme principal genre d'activité.

211. La structure de l'euromarché et la disparité très nette du taux de croissance des différentes sections sont le reflet des relations d'interdépendance d'un éventail de plus en plus complexe de facteurs - les entrées de fonds primaires et les changements touchant l'identité et les besoins des emprunteurs, l'intensification de la concurrence entre les banques, les règlements de change plus rigoureux que quelques pays appliquent aux emprunteurs extérieurs et qui modifient la structure des choix possibles, les modalités de régulation qui influent directement sur l'efficacité et le degré de stabilité du marché, la structure des risques et leur couverture, et la mesure dans laquelle les emprunts bancaires et les placements privés par l'entremise de l'euromarché offrent réellement une formule de rechange aux sources traditionnelles d'emprunts et de capital de portefeuille pour les différentes catégories d'emprunteurs, en ce qui concerne les pays peu développés en général et les pays africains en particulier.

212. Par suite de l'expansion réellement spectaculaire des prêts à moyen terme en euro-monnaies que les banques privées consentent aux pays en voie de développement, dans leur ensemble, dont à certains pays d'Afrique, les pays africains doivent reconsidérer dans une perspective plus délibérée et plus systématique les fonctions de leurs emprunts, le mode d'utilisation réel des euro-monnaies et des autres formes de capital extérieur, et la rationalisation des placements, compte tenu des particularités du coût relatif, des disponibilités, de la gamme des options, des possibilités de remboursement, etc.

213. Des mutations importantes ont lieu dans la structure des marchés financiers internationaux, mutations dont les effets qu'a eus sur le marché des euro-monnaies l'expansion substantielle des fonds détenus par les pays exportateurs de pétrole, le contrôle effectif des mouvements de capitaux spéculatifs et les conséquences générales des mouvements monétaires au cours d'une période de taux de changes flexibles ont été les traits dominants. Le passage sur l'euromarché de l'émission d'obligations vers les prêts bancaires, évolution dans laquelle les pays peu développés ont joué un rôle important, est en partie une conséquence d'un mouvement plus vaste des prêts conventionnels de la BIRD vers le marché du secteur privé, qui s'explique tant par le volume plus important des capitaux privés disponibles et la plus grande souplesse de leur utilisation, que par la sensibilité du marché des obligations aux changements de parité. Les emprunteurs devant se procurer certaines monnaies dont ils ont besoin pour rembourser une

dette, encourent, lorsque la valeur des monnaies change, de plus grands risques lors de recours traditionnels au marché des changes que lors du transfert des monnaies; il jugent intéressant tout marché qui leur offre aisément une série de monnaies présentant de l'intérêt pour le règlement de leurs opérations commerciales et pour la gestion de leur dette et de leurs portefeuilles d'avoirs extérieurs. Par rapport aux prêts traditionnels de la BIRD qui sont libellés en monnaies fortes (qui se réévaluent) telles que le deutschemark ou le franc suisse, tous frais supplémentaires étant d'une manière assez arbitraire mis à la charge des pays emprunteurs, peu développés, les emprunts sur le marché des euro-dollars permettent de réduire les coûts et de mieux limiter les risques. Les emprunts contractés sur l'euro-marché paraissent convenir aux besoins de concours financiers extérieurs des pays peu développés. Mais les options qui s'offrent en matière d'emprunts doivent faire l'objet d'un examen approfondi.

214. Lorsque l'on compare les options qu'offrent les euro-monnaies et les formes traditionnelles d'emprunts, on insiste souvent sur les contrastes entre les prêts du type pratiqué par la BIRD, qui, suppose-t-on, sont quasiment libres de risque, grâce à l'importance accordée aux méthodes "honorables" d'évaluation des projets, à l'examen continu des résultats économiques d'un pays et, lorsque des difficultés de remboursement surgissent, à la négociation systématique et générale des échéances et des autres conditions, et les structures moins formalisées d'incidence des risques et de leur gestion, dans le cas des emprunts en euro-monnaies. Dans l'analyse traditionnelle des coûts réels et financiers des prêts conventionnels, on sous-estime les besoins des usagers de fonds empruntés, en ce qui concerne en particulier l'utilisation de ces fonds et la gestion des obligations de remboursement dans des conditions de changement de la structure des intérêts et des taux de change. Dans ces conditions, les emprunteurs ont marqué une préférence très nette pour les ensembles d'options comprenant un accès plus facile à un éventail plus large de sources de fonds, une plus grande liberté dans l'utilisation des fonds empruntés, une facilité raisonnable de faire correspondre, d'une manière souple, les conditions du prêt avec les caractéristiques des projets ou des autres utilisations, et les paramètres de remboursement de l'emprunteur, et une couverture crédible contre tout accroissement de la charge réelle de la dette, qui pourrait résulter d'une réévaluation de la monnaie dans laquelle sont libellées la dette et les obligations de remboursement. Toute comparaison exhaustive des options devrait donc aller bien au-delà des avantages non négligeables et souvent cités que les emprunts en euro-monnaies ont par rapport aux prêts institutionnels plus ordinaires: une plus grande rapidité des négociations et des modalités d'approbation et la nature essentiellement non politique des opérations en euro-monnaies, en ce sens qu'elles n'ont pas de fortes connotations idéologiques.

215. Le marché des euro-monnaies, en ce qui concerne en particulier les prêts de syndicat à moyen terme, devient vite un marché favorable à l'emprunteur, à un point que les sources traditionnelles de prêts n'ont guère de chance d'atteindre. La forte tendance à réduire l'écart entre le loyer de l'argent payé par la banque et le taux auquel elle le prête a contribué à rendre certaines catégories d'emprunts moins chères que certains concours financiers fournis par les institutions traditionnelles, les crédits fournisseurs et les crédits à l'exportation, même si les taux de l'euro-marché peuvent varier dans une plus forte proportion que les taux pratiqués par les autres sources, ce qui risque peut-être de poser des problèmes de rentabilité pour certains projets. Les prêts de reconduction (roll-over lending) offrent aux emprunteurs une certaine protection contre

le risque de se voir imposer des engagements assortis des taux d'intérêt trop élevés au cas d'un ralentissement ultérieur de l'inflation. La faculté de rembourser les crédits de reconduction sans pénalité avant la fin de la période d'engagement peut permettre aux emprunteurs d'en assurer le refinancement sur le marché des émissions ou dans une autre monnaie à une date ultérieure. Dans la mesure où les délais de remboursement sur le marché à moyen terme dépassent une moyenne de 5 à 8 ans, et que la reconduction d'emprunts à échéance plus courte devient possible, les ensembles de prêts offerts permettent souvent d'ajuster les engagements de remboursement aux caractéristiques des projets, et en particulier de faire correspondre pour un projet les remboursements prévus et les encaissements escomptés. Cette possibilité élargit l'éventail des cas où le recours aux emprunts en euro-monnaies peut être envisagé comme une solution de rechange praticable. Des prêts bancaires et l'émission d'obligations ont été substitués par les pays peu développés aux prises de participation du capital privé étranger. Comme il devient de plus en plus possible de changer de monnaie de remboursement avant l'amortissement intégral de la dette, les emprunteurs peuvent abandonner des monnaies qui se réévaluent pour des monnaies plus stables, voire, occasionnellement pour des monnaies qui se déprécient, il est vrai à un certain prix. La possibilité de tirer parti de ces options et d'autres encore, sinon de toutes à la fois, explique en partie l'expansion de l'éventail d'emprunteurs et d'utilisations. Après avoir servi aux gouvernements et aux banques centrales soucieux de financer des déficits de la balance des paiements ou de se procurer des lignes de crédit supplémentaires, les euro-monnaies ont été empruntées pour appuyer des programmes de stabilisation économique et pour financer des projets de développement du secteur public, alors que quelques sociétés emprunteuses sont allées jusqu'à utiliser les euro-monnaies pour augmenter leur capital social.

216. Si le rythme auquel les pays peu développés contractent des emprunts sur l'euro-marché continuait d'augmenter aussi vite qu'au cours des 18 derniers mois, et nous préconisons ci-dessous qu'aucun effort ne doit être ménagé pour y contribuer, la structure de la dette des pays peu développés et des engagements au titre de son remboursement changerait, en ce qui concerne en particulier la ventilation entre engagements en euro-monnaies et la dette conventionnelle envers les institutions internationales. Si le marché des euro-monnaies parvenait à continuer à offrir la même variété d'options que maintenant, la divergence entre les caractéristiques des deux marchés continuerait de s'accroître. Des arguments de poids justifieraient que l'on reconsidère d'une manière assez exhaustive et imaginative les modalités de négociation, d'approbation et de prêt des institutions financières traditionnelles, qu'on libéralise les conditions des prêts consentis par les institutions financières et assouplisse les restrictions imposées à l'utilisation des fonds empruntés. Comme nous le montrerons ci-dessous, les pays africains devraient énergiquement insister sur la nécessité d'une action dans les deux sens et préconiser l'institutionnalisation et la réglementation internationale plus poussée des aspects critiques de l'activité de l'euro-marché qui influent sur sa sécurité de fonctionnement et sa continuité comme source d'emprunts, particulièrement pour les pays en voie de développement.

217. L'un des problèmes qui se posent aux pays en voie de développement désireux d'emprunter sur l'euro-marché, et qui revêt réellement une importance formidable pour nombre de pays africains, est celui des moyens à mettre en oeuvre pour permettre à un plus grand nombre de pays, et surtout les petits, un meilleur

accès à certaines sections du marché. 80 p. 100 du montant total des emprunts contractés par les pays peu développés ont été destinés aux plus gros emprunteurs qui continuent à dominer les opérations d'emprunt des pays peu développés. Si la diminution de la demande des emprunteurs traditionnels de premier ordre, la concurrence accrue entre les banques, l'appréciation moins sévère des risques dans le cas de nombre de pays peu développés et l'ampleur des apports accrus de capitaux destinés à l'euro-marché ont eu pour effet d'accroître la proportion des prêts consentis aux pays peu développés, les pays africains ne continuent pas moins d'être assez peu nombreux à s'être ouverts l'accès à ce marché. Jusqu'à présent, les principaux emprunteurs (Algérie, Côte d'Ivoire, Gabon, Guinée, Kenya, Libéria, Sénégal, Souaziland, Zaïre, Zambie) sont des pays relativement étendus ou des petits pays possédant d'importantes ressources minières. La Malawi et le Soudan viennent maintenant de se joindre à ces pays. Toute amélioration de la solvabilité des pays africains et de leur aptitude à emprunter et à utiliser d'une manière productive le produit des emprunts serait bien consentis aux pays peu développés considérés comme groupe ne peut guère être le résultat d'une transformation de leur degré de solvabilité. Le marché a été disposé à prêter des fonds à des institutions monétaires, à des entreprises publiques et à des sociétés privées, et plus spécialement à des sociétés constituées sous une forme ou une autre en entreprises mixtes - dans des cas où la solvabilité globale n'est peut-être pas toujours un indice sûr de la rentabilité des emplois ou de l'aptitude de l'emprunteur particulier à assurer le service de la dette.

218. Il serait bon d'exploiter plus attentivement les possibilités offertes par le marché des euro-émissions, qu'un nombre croissant de pays peu développés utilisent depuis 1971, année au cours de laquelle quatre pays peu développés ont émis des obligations ne s'élevant qu'à 71 millions de dollars. En 1972, une vingtaine de pays peu développés, dont l'Algérie, l'Égypte, et la Guinée, ont placé pour 491.6 millions de dollars des euro-obligations. A condition que l'on parvienne à mettre au point des formules globales convenables, il devra être possible d'attirer davantage de fonds pétroliers arabes vers le marché des obligations à moyen terme. Cependant, il est admis que le marché des euro-émissions dans son rôle mobilisateur de fonds, est plus vulnérable que le marché des prêts bancaires aux changements de parité, fait qui explique en partie que l'on ait de plus en plus recours aux prêts bancaires, et il faut donc s'attacher tout spécialement à réduire au minimum le risque de change lié aux placements en euro-monnaies et aux opérations en expansion de prêt bancaire. Si l'on veut améliorer l'accès des pays africains aux deux secteurs du marché, il faut aborder simultanément les deux tâches qui consistent à présenter judicieusement les euro-émissions offertes au public et à limiter autant que possible les risques de change, généraux et spécifiques. L'action envisagée doit se situer sur deux niveaux imbriqués. Tout d'abord, il faut tirer un meilleur parti des occasions de mettre en contact les institutions de prêt régionales et les différents pays africains ou groupes de pays, dont les pays en voie de développement les moins avancés, les institutions financières nationales et plus spécialement les sociétés multinationales régionales africaines, pour arranger des placements en vue de certains usages. De nouveaux mécanismes et instruments pourraient être mis au point et quelques règles existantes pourraient être systématisées en vue de fonder les éléments suivants en un moyen d'effectuer des placements à moyen terme (5 à 7 ans), publics et mixtes, dans des obligations à taux d'intérêt fixe: a) Les experts de la BIRD et de la SFI spécialisés dans la préparation de projets et le réservoir sans

cesse croissant de connaissances concernant les modalités, les conditions financières et la situation générale du marché des euro-monnaies accumulé par ces organisations; b) les ressources dont les institutions financières internationales telles que la BIRD et le FED disposent pour les prêts; c) les nouvelles ressources du FMI créées par le lien avec le DTS qui pourraient être mises à la disposition des institutions régionales grâce à un lien organisé; d) le personnel qualifié commercial et financier et les ressources collatérales (y compris les réserves de minéraux précieux comme dans le cas du prêt consenti à la société BP pour l'exploitation du pétrole de la mer du Nord) de consortiums de sociétés privées ou de sociétés internationales; e) la garantie officielle des gouvernements nationaux et des banques centrales, ainsi que de leurs organisations régionales.

219. L'un des principaux risques qui s'attachent aux prêts en euro-monnaies et dont il faut tenir compte dans l'examen critique de propositions de ce genre, découle du fait qu'il n'existe pas de prêteur organisé de dernier ressort qui pourrait garantir certaines catégories de prêts, même étroitement définies. La nécessité d'un prêteur de dernier ressort est de plus en plus reconnue, à la fois pour réglementer les usages en matière de prêts, en ce qui concerne en particulier la transformation des échéances, - les banques empruntant à court terme et prêtant à long terme - et pour servir de garant crédible du remboursement final dans le cas de prêts consentis à des emprunteurs, qui impliquent des risques autres que de premier ordre. La décision récente des banques centrales de la Grande-Bretagne, des Etats-Unis, de la République fédérale d'Allemagne et de la Suisse de réserver des fonds de garantie pour les opérations du marché des prêts, marque un certain progrès vers la création d'un mécanisme de dernier ressort, bien que ce mécanisme soit peut-être peu important par rapport au volume global des opérations du marché des prêts bancaires. Les ressources nécessaires à cet effet seraient sans doute substantielles, du moins selon les normes nationales, et de nouveaux progrès pourraient donc être fort probablement réalisés si la couverture de dernier ressort se limitait à des opérations répondant à certains critères préalablement déterminés. A cet égard, il faudrait examiner la possibilité d'institutionnaliser, en ce qui concerne les prêts consentis aux pays peu développés, la surveillance et la garantie internationales, grâce à l'utilisation d'une certaine partie des ressources des institutions financières internationales, notamment la BIRD et le FMI, comme mécanisme accessoire partiel servant à garantir, jusqu'à concurrence d'un montant total arrêté d'un commun accord, certaines catégories de prêts bancaires et d'obligations) moyen et à long terme négociés entre les pays peu développés, leurs associés privés ou bilatéraux et les institutions de l'euromarché.

220. Les préoccupations relatives aux risques inhérents à l'euromarché et aux moyens de se prémunir contre ces risques relèvent des problèmes qui se posent périodiquement au sujet de la confiance à faire à un marché qui est non seulement moins bien structuré que les marchés nationaux monétaires et financiers existants et moins étroitement réglementé, dans ses usages et traditions de prêts, mais dont la stabilité et la continuité sont aussi compromises par toute une série d'éléments. Mentionnons à cet égard la possibilité que le marché se contracte par suite de la décision d'une des grandes sociétés renommées d'abandonner, pour l'essentiel, les emprunts en euro-monnaies pour emprunter sur le marché plus étroitement la compétition entre les banques et les dangers de consentir des prêts trop importants aux pays peu développés et de s'exposer ainsi au risque de défauts de paiements cumulatifs. La manière dont on

apprécie ces risques varient bien entendu. Si certains observateurs prévoient un effondrement immédiat, d'autres estiment que la communauté bancaire elle-même et les "chiens de garde" internationaux tels que la Banque de règlements internationaux doivent être en mesure de définir un cadre réglementaire approprié qui consoliderait le fonctionnement du marché. On a proposé d'imposer un rapport capital/réserves suffisant et des limites rigoureuses en matière de change. Quelques progrès assez modiques ont été faits dans ce sens. De notre avis, le marché se révélera fort probablement plus durable que l'on ne l'admet souvent. Le fait que le marché des euro-monnaies sert de moins en moins à des spéculations monétaires et que l'on a de plus en plus recours au marché à moyen terme pour s'y procurer des ressources destinées à couvrir le déficit de la balance des paiements de certains pays, dont la Grande-Bretagne, la France, l'Italie et le Japon, des capitaux pour des entreprises publiques et de grosses sociétés multinationales, peut devenir un important facteur de stabilisation.

221. Il est paradoxal que les pays peu développés qui, affirme-t-on souvent, risquent de ruiner le marché des euro-banques et qui se tiennent souvent à l'écart du marché de peur des dangers liés aux emprunts qui y sont contractés, dangers dont il est si souvent question, soient éloignés d'un marché en expansion où la gamme des emprunteurs et des utilisations s'élargit d'autant. L'avenir réside dans une surveillance internationale plus poussée et dans les efforts visant à faire soigneusement correspondre les emprunteurs, les utilisations et les ensembles de prêts proposés. Les propositions présentées ci-dessus aident dans une certaine mesure à garantir une activité vitale du marché des euro-monnaies et à le rendre plus accessible et plus utile pour les pays peu développés. Elles contribueraient aussi à dissiper dans une mesure non négligeable certaines appréhensions plus réelles des prêteurs institutionnels conventionnels au sujet de la discipline des prêts et de la bonne gestion de la dette de la part des emprunteurs, sans délimiter d'une manière excessive la gamme plus vaste et plus souple des possibilités de contracter un emprunt qui s'offrent aux pays peu développés. Au lieu de les éloigner du marché, et de laisser éloigner du marché, les pays africains devraient prendre l'initiative d'explorer plus avant les options plus diversifiées du marché des euro-monnaies, et d'étudier à fond, cas par cas, les possibilités non seulement de contracter des emprunts dans les deux secteurs du marché, mais aussi d'exploiter activement les facilités de dépôt en poursuivant une stratégie visant à réduire au minimum les risques.

ANNEXE

ORIENTATIONS DU FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL POUR LA GESTION
DES TAUX DE CHANGE FLOTTANTS

Introduction

On s'accorde généralement à reconnaître que l'attitude des gouvernements en matière de taux de change est un sujet de préoccupation internationale et qu'elle doit faire l'objet de consultations et d'une surveillance au Fonds. Ceci s'applique tout aussi bien lorsque les taux de change flottent que lorsqu'ils fluctuent à l'intérieur de marges fixes et sont modifiés par ajustement des parités et taux centraux.

Le Fonds ne peut pas juridiquement autoriser le flottement mais il peut surveiller la façon dont les membres s'acquittent de l'engagement qu'ils ont pris aux termes de l'article IV, section 4 a) des Statuts, de "collaborer avec le Fonds afin de promouvoir la stabilité des changes, de maintenir des dispositions de change ordonnées avec les autres membres et d'éviter des modifications de change inspirées par un esprit de rivalité". Les orientations suivantes, sans épuiser les possibilités d'action que cet article donne au Fonds, visent à fournir des critères qu'observeraient les membres pour s'acquitter de leur engagement et que le Fonds observerait en exerçant une surveillance dans les circonstances présentes.

Ces orientations sont fondées sur la présomption que dans toute situation de flottement, il peut être souhaitable a) d'atténuer les fluctuations à très court terme des taux du marché, b) d'opposer une certaine résistance aux tendances du marché quand le terme est légèrement plus long, particulièrement lorsque ces tendances provoquent des mouvements indûment rapides du taux, et c) dans la mesure où il est possible de parvenir à une estimation raisonnable de la norme à moyen terme du taux de change d'un pays, de résister aux mouvements des taux du marché qui semblent s'écarter substantiellement de cette norme. Des orientations de ce type sont nécessaires, notamment pour voir clairement ce qu'est une modification de change concurrentielle et pour s'en prémunir.

Les orientations tiennent également compte des considérations suivantes:

a) Les politiques nationales, notamment celles qui visent la stabilisation intérieure, ne devraient pas être soumises à des contraintes plus fortes que ne l'exige clairement l'intérêt national.

b) Toute évaluation d'un taux de change à moyen terme "normal" est nécessairement entachée d'incertitude et le degré d'incertitude est particulièrement grand dans les circonstances actuelles; l'appréciation du marché est parfois plus proche de la réalité que l'appréciation officielle, qu'elle émane du pays concerné au premier chef ou d'une organisation internationale.

c) La vigueur des forces du marché à court terme peut parfois rendre inévitable de renoncer à l'intervention officielle qui serait souhaitable pour la stabilité des changes, ou de la limiter, si cette intervention doit entraîner un épuisement excessif des réserves ou exercer sur la masse monétaire une influence difficile à neutraliser.

Les orientations répondent au souci de fournir les éléments d'un dialogue constructif entre les pays membres et le Fonds en vue de rendre plus cohérente l'action internationale dans une période de flottement généralisé. On les qualifie d'"orientations" et non de "règles" pour en indiquer la nature provisoire et expérimentale. Elles doivent pouvoir s'adapter à des circonstances changeantes. On n'a pas cherché à indiquer dans le présent document les procédures précises qui en permettraient l'application. Ce sera l'objet d'études ultérieures, mais les orientations doivent essentiellement reposer sur une intensification de rapports confiants entre le membre et le Fonds.

Dans l'application de ces orientations, comme le Comité des Vingt, lors de sa cinquième réunion (à Rome), a souligné combien il importait dans les circonstances présentes d'éviter le recours à la dépréciation concurrentielle, il faut s'attendre à ce que l'attention se porte tout spécialement sur l'inobservation des orientations dans le sens d'une dépréciation. Elle se portera aussi sur la manière dont les pays en développement devraient suivre les orientations, compte tenu du degré d'évolution de leurs marchés des changes et de leurs pratiques d'intervention.

Les orientations devraient être interprétées à la lumière du commentaire qui suit.

Les orientations

1) Un membre dont le taux de change est flottant devrait intervenir sur le marché des changes étranger lorsqu'une intervention est nécessaire pour empêcher ou atténuer les fluctuations fortes et perturbatrices des cours d'un jour à l'autre et d'une semaine à l'autre;

2) Sous réserve de ce qui est dit à l'alinéa 3) b), un membre dont le taux de change est flottant peut agir, par voie d'intervention ou autrement, pour atténuer les mouvements du taux de change effectif de sa monnaie d'un mois à l'autre et d'un trimestre à l'autre et il est encouragé à le faire en tant que de besoin toutes les fois que des facteurs reconnus comme temporaires sont en jeu. Sous réserve de ce qui est dit aux alinéas 1) et 3) a), il ne devrait pas normalement agir avec insistance en ce qui concerne la valeur de change de sa monnaie (c'est-à-dire agir de manière à déprimer cette valeur lorsqu'elle fléchit ou à en favoriser la hausse).

3) a) Si un membre dont le taux flotte désire agir autrement que conformément aux conditions visées aux alinéas 1) et 2) ci-dessus, afin de faire entrer son taux de change dans une zone de taux choisie pour objectif ou de l'en rapprocher, il devra consulter le Fonds au sujet de cet objectif et de son adaptation à des circonstances changeantes. Si le Fonds estime que l'objectif se situe dans la gamme des estimations raisonnables de la norme à moyen terme pour le taux de change en question, le membre aura alors toute latitude pour agir activement, sous réserve de ce qui est dit à l'alinéa 5), en vue de rapprocher son taux de la zone choisie pour objectif, bien que, pour cette zone, les observations énoncées à l'alinéa 2) soient toujours applicables.

b) Si le taux de change d'un membre dont la monnaie flotte sort de ce que le Fonds considère comme la fourchette des estimations raisonnables de la norme à moyen terme pour ce taux, dans une mesure qui, selon le Fonds, risque

de nuire aux intérêts des membres, le Fonds entrera en consultation avec ce membre et, à la lumière de ces consultations, pourra l'encourager, en dépit des observations formulées à l'alinéa 2 ci-dessus, i) à ne pas intervenir pour atténuer les mouvements de son taux de change vers cette fourchette ou ii) à prendre des mesures pour réduire tout nouvel éloignement de cette fourchette. On ne demanderait pas à un membre de soutenir un taux de change particulier contre une forte pression du marché.

4) Un membre dont le taux de change flotte sera encouragé à indiquer au Fonds ce qu'il a choisi pour objectif général pour le développement de ses réserves pour une période à venir et à discuter de cet objectif avec le Fonds. Si le Fonds, au vu de la situation des réserves dans le monde, estime que l'objectif est raisonnable, le membre, si ses réserves sont relativement faibles d'après cette norme, sera encouragé à intervenir conformément à l'orientation 2), pour atténuer un mouvement de son taux de change, plus vigoureusement lorsqu'il s'élève que lorsqu'il tombe. Si ses réserves sont relativement élevées d'après cette norme, il sera encouragé à intervenir, pour modérer un mouvement de son taux de change, plus vigoureusement lorsque le taux baisse que lorsqu'il s'élève. Lorsqu'il examinera les zones-objectifs de taux de change conformément à l'alinéa 3), le Fonds prêtera dûment attention également à l'opportunité d'éviter une augmentation à moyen terme de réserves qui, d'après cette norme, auraient été reconnues comme relativement élevées, et la réduction de réserves qui auraient été reconnues comme relativement faibles.

5) Un membre dont le taux de change flotte devrait s'abstenir d'introduire, pour des raisons de balance des paiements, des restrictions à des transactions ou à des paiements en compte courant et il devrait s'efforcer progressivement d'éliminer les restrictions de ce type qui pourraient exister.

6) Lorsqu'ils procéderont à une intervention, les membres dont le taux de change flotte auront le souci des intérêts des autres pays, notamment ceux des pays émetteurs en la monnaie desquels ils interviennent. Emetteurs et utilisateurs de monnaies d'intervention veilleront à ce que l'utilisation desdites monnaies dans l'intervention soit conforme à des arrangements mutuellement acceptables. De tels arrangements devront être compatibles avec les fins des orientations ci-dessus. Le Fonds sera à tout moment prêt à aider les membres à régler toute question que pourraient poser ces arrangements.

Commentaire

Observations générales

Certains des termes utilisés dans les orientations peuvent être définis comme suit:

- i) L'expression "un membre dont le taux de change flotte" désigne un membre dont la monnaie flotte indépendamment en ce sens que sa monnaie n'est rattachée, dans des marges relativement étroites, à aucune autre monnaie ni à un échantillon de monnaies. Les membres dont la monnaie est rattachée à une monnaie flottante particulière ou à un échantillon de monnaies flottantes dans des marges relativement étroites n'ont pas à suivre ces orientations, mais ils ne sont

pas dispensés d'observer les principes généraux touchant l'ajustement qui pourraient être énoncés. On s'attend que les membres qui, bien que leur monnaie soit rattachée à une autre monnaie, changent fréquemment le taux de rattachement selon une formule se rapportant, par exemple, aux indices des prix, discutent cette formule et les changements à y apporter éventuellement avec le Fonds. On s'attend de même que les membres dont les monnaies sont rattachées à un échantillon d'autres monnaies (par exemple, les membres dont les taux effectifs sont fixes) discutent avec le Fonds de l'échantillon en question et de changements à y apporter éventuellement. Les membres dont les monnaies flottent conjointement en vertu d'arrangements d'intervention mutuelle dans des marges relativement étroites dispensés d'appliquer les orientations pour l'intervention en ce qui concerne l'intervention de chacun en la monnaie de l'autre, mais ils seraient tenus pour responsables, envers le Fonds de leur intervention sur les marchés des changes vis-à-vis du reste du monde. En ce qui concerne le contrôle des mouvements de capitaux, le financement officiel et d'autres mesures propres à influencer sur les courants de capitaux, chaque membre appartenant à un tel groupe sera responsable des mesures qu'il aura prises, appréciées en fonction de la situation globale de sa balance des paiements.

- ii) "L'intervention sur le marché des changes" serait normalement mesurée par le mouvement des réserves, ajusté comme il convient pour tenir compte de l'emprunt officiel compensatoire. On pourrait envisager également d'inclure dans le concept de l'intervention le mouvement des positions de devises étrangères officielles autres que les réserves.
- iii) "L'action propre à influencer sur un taux de change" comprend notamment, outre l'intervention sur le marché des changes, d'autres politiques qui exercent un effet temporaire sur la balance des paiements et, partant, sur les taux de change et qui ont été adoptées à cette fin. La forme peut en être variable: intervention officielle sur le marché des changes à terme, emprunt ou prêt officiels étrangers, restrictions aux mouvements des capitaux, marchés des changes distincts pour les transferts de capitaux, divers types d'intervention financière, et également politiques monétaires et du taux de l'intérêt dans la mesure où elles diffèrent des politiques que suit le membre pour atteindre les objectifs de sa politique nationale. Les politiques monétaires ou du taux de l'intérêt adoptées à des fins de gestion de la demande ou d'autres politiques adoptées à des fins autres que celles de la balance des paiements ne seraient pas considérées comme des mesures propres à influencer sur le taux de change.
- iv) Lorsque les expressions "taux de change" ou "valeur de change" sont employées en ce qui concerne une monnaie, il est présumé que ces taux sont normalement exprimés en termes de taux effectifs, c'est-à-dire que la valeur de la monnaie est mesurée par rapport à un ensemble représentatif de monnaies et non par rapport à sa monnaie d'intervention seule. L'échantillon choisi à cette fin devrait en principe varier d'un pays à l'autre et les monnaies incluses dans l'échantillon devraient être pondérées en fonction de leur importance

pour les pays en question. La composition de l'échantillon pourrait être basée sur les relations commerciales et financières ou sur les relations commerciales seules. Si la pondération est par rapport au commerce, la composition de l'échantillon pourrait être tirée du modèle de taux de change multilatéral ou basée sur des relations commerciales bilatérales. Dans certains cas, le panier utilisé pour l'évaluation du DTS pourrait être satisfaisant à cette fin également. Dans d'autres cas, le taux par rapport à une monnaie unique pourrait fournir une approximation satisfaisante d'un taux effectif.

Commentaires sur l'orientation 1)

Des transactions importantes déterminées, faites une fois pour toutes ou réversibles, seront compensées dans une large mesure et leurs effets étalés dans le temps. En outre, l'intervention sera entreprise pour atténuer des mouvements importants dans les taux, d'un jour à l'autre ou d'une semaine à l'autre, dus à des facteurs spéculatifs ou autres. Convénablement menée, cette intervention devrait avoir tendance à s'annuler dans le temps.

Il est peu probable que l'émetteur de la principale monnaie d'intervention doive lui-même intervenir d'un jour à l'autre de la manière décrite dans l'orientation 1).

Commentaires sur l'orientation 3)

i) La notion de norme à moyen terme pour un taux de change est employée explicitement à l'alinéa 3) a) et implicitement à l'alinéa 3) b). Cela signifie un taux qui aurait tendance à produire l'équilibre de la balance des paiements "de base", c'est-à-dire de la balance globale en l'absence d'influences cycliques ou d'autres facteurs à court terme agissant sur la balance des paiements, y compris les politiques gouvernementales qui sont, ou, selon des principes internationalement acceptés, devraient être temporaires. Si le membre intéresse le propose et si le Fonds donne son assentiment, "l'équilibre" pourrait s'accommoder d'un taux d'accroissement ou de réduction des réserves du membre internationalement approprié. Le moyen terme pourrait être considéré comme désignant une période de 4 ans environ. Des facteurs saisonniers, spéculatifs et cycliques dont les effets seraient réversibles au cours d'une telle période seraient considérés comme négligeables.

ii) L'intérêt qu'il y a à concevoir la norme à moyen terme ou la zone-objectif en termes de taux effectifs est que, tant que le taux effectif demeure constant, les paiements effectués au titre de la balance des paiements ou les paiements courants du pays dont la monnaie flotte ne subiraient pas notablement l'effet de changements des taux de change relatifs des monnaies d'autres pays. Cela devrait réduire la fréquence avec laquelle il serait nécessaire de changer les limites des zones ou l'amplitude des changements à apporter. Un membre, s'il le désirait, aurait toute latitude pour exprimer le taux ou la zone qu'il aurait pour objectif, non comme un objectif constant dans le temps mais comme un objectif qui s'élève ou s'abaisse à un certain taux ou à un taux dépendant, par exemple, d'un indice des niveaux de prix ou de cours relatifs.

iii) Selon l'orientation 3) b), le Fonds serait autorisé à prendre l'initiative dans les circonstances où il considère que le taux d'un membre est susceptible de porter atteinte aux intérêts des membres, que cela résulte des forces du marché ou de l'action du membre. Le Conseil d'administration pourra se fonder sur cette disposition pour faire des recommandations à un membre sur la proposition du Directeur général, mais celui-ci ne pourra faire une telle proposition qu'après consultation avec le membre.

iv) Plus la situation et les perspectives de la balance des paiements d'un pays seraient incertaines, plus large serait la fourchette des estimations raisonnables de la norme à moyen terme pour son taux de change et plus large serait l'éloignement toléré de cette fourchette avant que le Fonds ne formule de suggestion au titre de l'orientation 3) b). En tout état de cause, le Fonds usera avec circonspection du droit de formuler de telles suggestions.

v) En formulant des suggestions au titre de l'orientation 3) b), le Fonds marquerait sa préférence pour une conception libérale, par opposition à une conception restrictive, des moyens d'obtenir un effet déterminé sur les taux de change, mais il garderait présent à l'esprit la distinction entre le contrôle des mouvements de capitaux appliqué pour répondre à une situation temporaire de la balance des paiements et les contrôles appliqués pour d'autres raisons, économiques et sociales.

Commentaires sur l'orientation 6)

Cette orientation impliquerait que dans l'usage de leurs monnaies de réserve habituelles, rien ne devrait empêcher les membres dont le taux de change flotte d'intervenir d'une manière conforme aux présentes orientations. Il est cependant reconnu que les pays émetteurs ont besoin d'une liberté de mouvement des taux de change raisonnable. Le recours à des monnaies d'intervention pose certaines questions que le Fonds pourrait contribuer à résoudre, notamment dans le cas où un membre pourrait intervenir en une monnaie autre que sa monnaie de réserve habituelle, dans le cas d'interventions qui impriment à la monnaie d'intervention un mouvement dans une direction peu souhaitable et dans celui d'interventions mutuellement compensatrices.

ANNEXE II

Tableau 1: Les fondements des relations monétaires africaines, le
16 juillet 1973

Pays	Monnaie	Parité DPS	Taux central DTS	Taux de change établi par rapport ^{1/}			Cours du marché en dollar EU
				au dollar EU	à la livre sterling	au à une franc fran- monnaie çcais ou à l'or	
Algérie a/	dinar	4,93706 ^{3/}					
Botswana	rand						
Burundi a/	franc	95,0000		0,67114			
Cameroun 2/	franc					50,0000	
République centrafricaine 2/	franc					50,0000	
Tchad 2/	franc					50,0000	
Congo 2/	franc					50,0000	
Dahomey 2/	franc					50,0000	
Egypte	livre			0,392479			
Guinée équato- riale	peseta						1,00 ^{5/}
Ethiopie a/	dollar	2,500					
Gabon 2/	franc					50,0000	
Gambie	dalasi				4,000		
Ghana	cédi			1,15385			
Guinée	syli						0,036 ^{6/}
Côte d'Ivoire 2/	franc					50,0000	
Kenya	shilling		8,32377				
Lesotho	rand			0,671141			
Libéria	dollar			1,00000			
Libye	dinar	0,357143					
Madagascar	franc					50,0000	
Malawi	kwacha				2,00		
Mali 2/	franc					100,000	
Mauritanie	ouguiya					10,000	
Niger 2/	franc					50,0000	
Nigéria	naïra		0,793648				
Rwanda	franc	100,00					
Sénégal 2/	franc					50,0000	
Sierra Leone	leone				2,0		
Somalie a/	shilling	7,51881					
Soudan 2/	livre			0,348242			
Swaziland	rand			0,671141			
Tanzanie	shilling		8,32377				
Togo 2/	franc					50,0000	
Tunisie	dinar	0,525000					
Ouganda	shilling		8,32377				
Haute Volta 2/	franc					50,0000	
Zaïre a/	zaïre		0,603176				
Zambie a/	kwacha	0,775509					
Maroc	dirham				4		4,02

Source: Fonds monétaire international, rapport annuel 1973, tableau 1.1,
p. 72 à 75

Notes:

- a/ Pays se prévalant des marges élargies de 2,25 p. 100 de part et d'autre du rapport de change calculé d'après la parité ou le taux central.
- 1/ Ainsi qu'il a été notifié au Fonds. Les membres ayant des parités et des taux centraux peuvent aussi établir leur taux de change par rapport à une autre monnaie ou à d'autres monnaies.
- 2/ Pays appliquant un taux de change multiple ou ayant institué un double marché des changes.
- 3/ Parité initiale convenue le 20 juillet 1973.
- 4/ Monnaie qui flotte.
- 5/ Une peseta pour une peseta espagnole.
- 6/ Grammes d'or fin par unité monétaire.

Tableau 2: Les fondements des relations monétaires africaines, juillet 1974
 (exprimés en unités monétaires par unité de valeur indiquée)

Pays	Monnaie	Parité DTS	Taux central DTS	Taux de change établi par rapport 1/		Cours du marché	
				au dollar EU	à la livre sterling	au franc français	à une autre mon- naie ou à l'or
Algérie 4/5/	dinar	4,93706					3,92157
Botswana 5/	rand	,849996					0,666667
Burundi a/	franc	95	78,7501				
Cameroun	franc					50,00	
République centrafricaine 4/	franc					50,00	
Tchad	franc					50,00	
Congo	franc					50,00	
Dahomey	franc					50,00	
Egypte 4/	livre		0,391305				
Guinéea équato- riale 4/	peseta						1,00 ^{3/}
Ethiopie a/	dollar	2,5	2,07237				
Gabon	franc					50,00	
Gambie	dalasi	2,08333		4,00			
Ghana 4/	cédi		1,45385				
Guinée 4/	syli		20,4628				
Côte d'Ivoire	franc					50,00	
Kenya a/	shilling		8,61675	7,14286			
Lesotho 5/	rand	,849996					0,666667
Libéria	dollar	1,20635	1,00				
Libye a/	dinar	,357143	0,296053				
Madagascar	franc					50,00	
Malawi 5/	kwacha	,833333					0,8000
Mali	franc					100,00	
Mauritanie	ouguiya					10,00	
Maurice 4/	rupee	5,55555			13,3333		
Maroc 4/5/	dirham	5,06043					4,255
Niger	franc					50,00	
Nigéria 5/	naïra		,793648				
Rwanda a/	franc		112,000	92,84			
Sénégal	franc					50,00	
Sierra Leone	leone	,833333			2,00		
Somalie 4/	shilling	7,51881	6,23270				
Soudan 4/	livre		0,348242				
Swaziland 5/	rand	,849996					0,666667
Tanzanie a/	shilling		8,32377	7,14286			
Togo	franc					50,00	
Tunisie 5/	dinar	,525					0,4167
Ouganda a/	shilling		8,32377	7,14286			
Haute Volta	franc					50,00	
Zaire	zaïre		,6031760	,50			
Zambie a/	kwacha	,775509		0,642856			

Sources: Fonds monétaire international, rapport annuel, 1974
Fonds monétaire international, International Financial Statistics
août 1974.

Notes

- a/ Pays se prévalant des marges élargies de 2,25 p. 100 de part et d'autre du rapport de change.
- 1/ Taux autres que les taux du marché, tels qu'ils ont été notifiés au Fonds.
- 2/ Taux de vente à New York.
- 3/ Une peseta pour une peseta espagnole.
- 4/ Pays appliquant un taux de change multiple ou ayant institué un double marché des changes.
- 5/ Pays ayant notifié au Fonds que sa monnaie n'était pas maintenue dans des marges spécifiées.

Tableau 3: Effets estimés du réalignement de 1973 sur l'indice des prix à l'exportation exprimés en dollars EU

(Variation en pourcentage de l'indice)			
	Estimation "A" ^{1/} (1)	Estimation "B" ^{1/} (2)	Moyenne Arithmétique (3)
Amérique latine	3,15	7,34	5,2
Afrique	8,22	7,44	7,8
Moyen Orient	9,51	7,76	8,6
Asie	6,66	7,43	7,0

Source: Département des études du FMI.

1/ Les méthodes employées pour élaborer les estimations "A" et "B" ont été exposées dans le document SM/72/73.

2/ Utilisée au tableau 4.

Tableau 4. Variation estimée de la valeur exprimée à prix constants de l'encours de la dette publique et de la dette garantie par l'Etat et des paiements au titre du service de la dette en 1973, nette de l'accroissement dû à la réévaluation de monnaies
(en millions de dollars EU et en pourcentage)

	Effet de l'augmentation des prix à l'exportation sur		Variation de la valeur corrigée, nette de l'accroissement dû à la réévaluation de monnaies	
	(1)	(2)	(3)	(4)
			Valeur ^{3/} en pourcentage de la dette (sur la base des versements)	Valeur ^{4/} en pourcentage des paiements au titre du service de la dette en 1973
Amérique latine	-890	-164	-205	-101
Afrique	-455	-53	-66	-16
Moyen-Orient	-410	-95	-208	-56
Asie	-1.431	-129	-366	62
Total, 70 pays en voie de développement	-3.186	-441	-845	-111
			-1,7	-1,6

Source : Tableaux 3 et 5

- 1/ Représente la variation de la valeur de la dette en cours, qui résulterait de l'augmentation des prix présentée à la colonne 3 du tableau 3.
- 2/ Représente la variation de la valeur des paiements au titre du service de la dette, qui résulterait de l'augmentation des prix présentée à la colonne 5 du tableau 3.
- 3/ Représente la somme des valeurs figurant à la colonne 1 du présent tableau et des variations de la valeur de la dette extérieure dues au réalignement (millions de dollars EU) calculées à partir du tableau 5.
- 4/ Représente la somme des valeurs figurant à la colonne 3 du tableau 6.

Tableau 5: Encours de la dette publique et de la dette garantie par l'Etat (non compris les montants non versés) de 70 pays en voie de développement à la fin de 1971, par région et monnaie de remboursement

	(En millions de dollars EU)															
	Amérique latine				Afrique				Moyen-Orient				Asie			
	Au taux de change du		Au taux de change du		Au taux de change du		Au taux de change du		Au taux de change du		Au taux de change du		Au taux de change du			
31 déc. 1972	31 mars 1973	31 déc. 1972	31 mars 1973	31 déc. 1972	31 mars 1973	31 déc. 1972	31 mars 1973	31 déc. 1972	31 mars 1973	31 déc. 1972	31 mars 1973	31 déc. 1972	31 mars 1973			
Dollars canadiens	127,7	127,4	29,4	29,3	-	-	-	464,4	463,3	621,5	620,0	620,0	620,0			
Deutsche mark	1.261,4	1.443,6	588,9	674,0	495,1	566,6	1.838,8	2.104,4	4.184,2	4.788,6	4.788,6	4.788,6				
Francs français	492,4	547,1	824,2	915,8	173,0	192,2	491,1	545,7	1.980,7	2.200,8	2.200,8	2.200,8				
Lira italienne	229,6	229,4	288,7	288,4	181,3	181,1	330,1	329,8	1.029,7	1.028,7	1.028,7	1.028,7				
Yen japonais	124,1	144,1	8,6	10,0	19,2	22,3	1.655,2	1.921,9	1.807,1	2.098,3	2.098,3	2.098,3				
Florens néerlandais	47,5	52,8	81,8	50,9	18,1	20,1	409,9	455,4	557,3	619,2	619,2	619,2				
Livres sterling	678,1	715,5	1.114,1	1.175,6	493,8	521,0	2.982,7	3.147,3	5.268,7	5.559,4	5.559,4	5.559,4				
Francs suisses	204,5	237,7	24,7	28,7	33,4	38,8	115,9	134,7	378,5	439,9	439,9	439,9				
Dollars des EU	10.625,0	10.625,0	1.431,0	1.431,0	1.828,8	1.828,8	8.681,4	8.681,4	22.566,2	22.566,2	22.566,2	22.566,2				
Autres monnaies	110,7	118,5	710,1	766,7	634,5	668,7	1.387,2	1.402,7	2.842,5	2.956,6	2.956,6	2.956,6				
Total partiel	13.901,0	14.241,1	5.101,5	5.410,4	3.877,2	4.029,6	18.356,7	19.186,6	41.236,4	42.877,7	42.877,7	42.877,7				
Plusieurs monnaies	1/3.422,3	3.767,0	723,4	803,7	260,6	300,7	1.783,6	2.018,6	6.189,9	6.890,0	6.890,0	6.890,0				
Inconnue 2/	-	-	75,3	75,3	836,2	836,2	664,5	664,5	1.576,0	1.576,0	1.576,0	1.576,0				
Total partiel	3.422,3	3.767,0	798,7	879,0	1.096,8	1.136,9	2.448,1	2.683,1	7.765,9	8.466,0	8.466,0	8.466,0				
	17.323,3	18.008,1	5.900,2	6.289,4	4.974,0	5.176,5	20.804,8	21.869,7	49.002,3	51.343,7	51.343,7	51.343,7				

Source: Données communiquées par la BIRD et estimations.

1/ Prêts de la BIRD et d'institutions de prêts régionales telles que la FAD, le FAD et la Banque interaméricaine de développement. La Composition par monnaie des prêts de la BIRD est connue et a été réévaluée au taux de change du 31 mars 1973; la composition par monnaie des autres dettes n'est pas connue et leur valeur est présumée inchangée par rapport au dollar EU

2/ Prêts remboursables en nature et prêts dont la composition par monnaie n'est pas connue. La valeur des dettes "inconnues" est présumée inchangée par rapport au dollar EU.

Tableau 6: Accroissement estimé des paiements dûs en 1973 au titre de la dette extérieure publique ou officiellement garantie de 70 pays en voie de développement en cours à la fin de 1971, pouvant être attribué au réaligement monétaire 1/

(En millions de dollars EU et en pourcentage)

	Paiements au titre du service de la dette en 1973		Variation en valeur de la dette extérieure due au réaligement	
	Au taux de change du 31 décembre 1972 (1)	Au taux de change du 31 mars 1973 (2)	En millions de dollars EU (3)	En pourcentage de (1) (4)
Amérique latine	3.256,8	3.319,7	62,9	1,9
Afrique	692,2	728,8	36,6	5,3
Moyen Orient	1.168,4	1.207,1	38,7	3,3
Asie	<u>1.781,9</u>	<u>1.972,5</u>	<u>190,6</u>	<u>10,7</u>
Total, 70 pays en voie de développement	6.899,3	7.228,1	328,8	4,8

Source: Données communiquées par la BIRD et estimations.

1/ Estimations préliminaires

Tableau 7: Emissions sur le marché public ou placées par voie privée
des pays en voie de développement sur le marché des euro-obligations
et autres opérations d'emprunt en Europe

	1969	1970	1971	1972
Euro-marché	127	164	168	715
Autres emprunts contractés en Europe	51	15	17	338
Total	178	179	185	1.053

Source: BIRD, rapports annuels 1972 et 1973.

Tableau 8: Emissions sur le marché public ou placées par voie
privée sur l'euro-marché, 1971 et 1972

(En millions de dollars EU)

	1971	1972
Afrique	82	343
Asie	240	574
Europe	440	478
Amérique latine	590	792
Total	1.352	2.287

Source: Estimation officieuse de l'OCDE.

Tableau 9: Prêts en euro-monnaies consentis aux pays en voie de développement d'Afrique, 1971 et 1972

(En millions de dollars EU)

Pays	1971	1972
Algérie	120,0	275,0
Gabon	10,0	25,0
Guinée	-	40,0
Côte d'Ivoire	22,0	-
Kenya	-	15,0
Souaziland	-	3,2
Zaïre	55,0	90,0
Zambie	-	25,0
Total	207,0	437,2
Total, pays en voie de développement	1.475,3	4.080,2
Autres pays	2.645,0	3.771,0
Total général	4.120,3	7.851,0

Source: OCDE, Review, 1973, p. 53.

Tableau 10: Crédits en euro-monnaies consentis aux pays en voie de développement

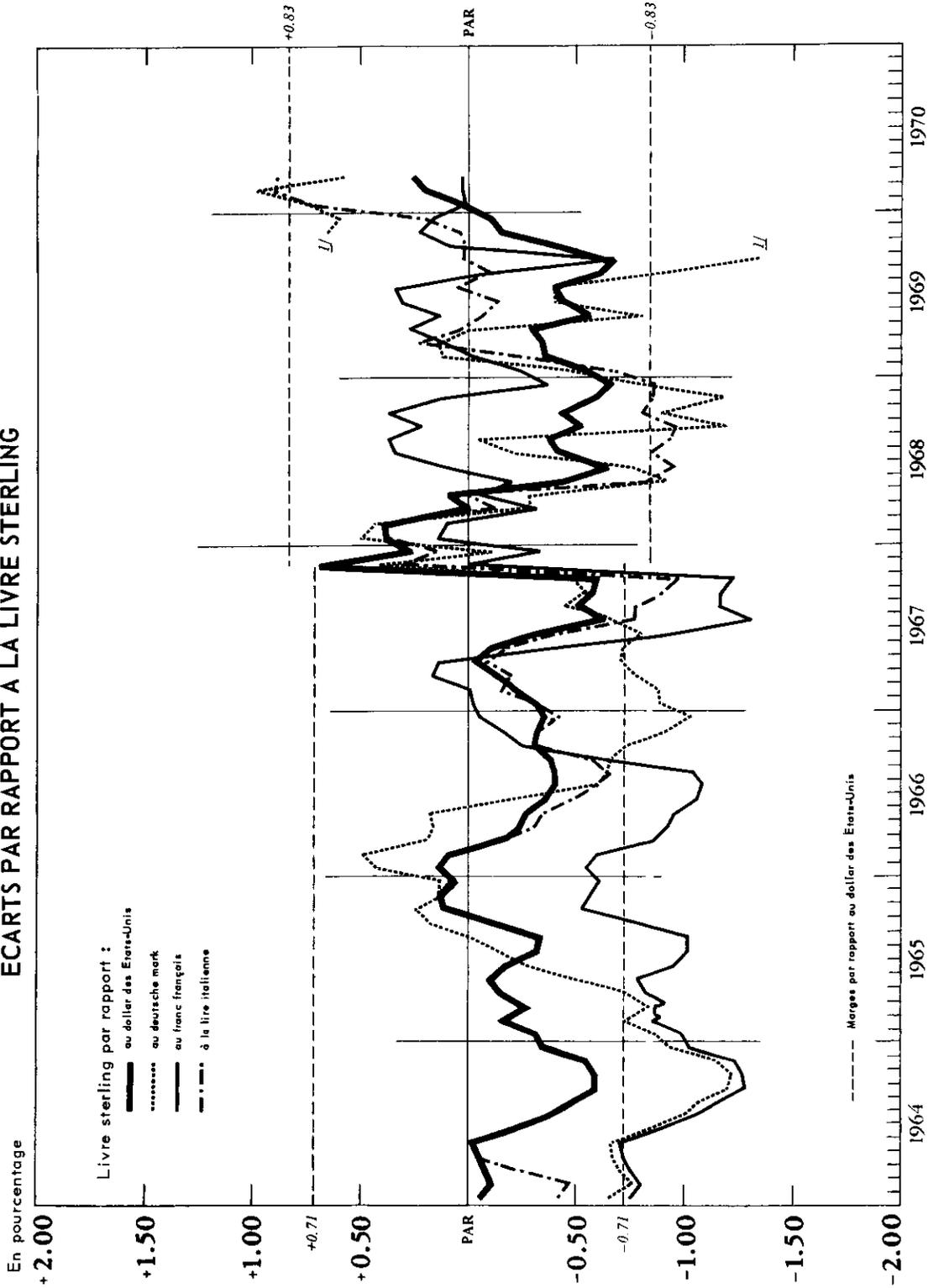
(Millions de dollars EU ou équivalent)

Pays ou emprunteur	1973	Premier trimestre de 1974
Algérie	1.352,5	22,4
Argentine	87,3	125,0
Bahamas	30,0	-
Bahrein	15,0	-
Bolivie	6,0	28,5
Brésil	718,1	195,4
Colombie	170,0	8,0
Costa Rica	11,0	-
République Dominicaine	15,0	-
Equateur	8,0	-
Egypte	-	50,0
Gabon	64,0	52,0
Grèce	599,6	250,0
Guyane	12,5	-
Haïti	10,0	-
Inde	10,0	-
Indonésie	478,0	187,5
Iran	712,1	25,0
Côte d'Ivoire	95,0	60,0
Jamaïque	35,6	30,0
Kenya	4,5	-
République de Corée	142,0	80,0
Liban	20,0	-
Libéria	-	38,0
Malawi	5,3	-
México	1.572,5	535,0
Nicaragua	92,0	-
Oman	35,0	-
Panama	251,0	-
Pérou	733,6	130,0
Philippines	178,5	587,0
Arabie Saoudite	4,0	-
Sénégal	65,0	-
Espagne	467,3	100,0
Soudan	-	200,0
Trinité-et-Tobago	30,0	12,0
Turquie	20,3	-
Vénézuela	63,1	57,5
Yougoslavie	235,0	54,6
Zaire	286,9	63,4
Zambie	150,0	-
Total	8.786,6	2.891,3

Source: Division de l'économie internationale, BIRD.

GRAPHIQUE I

MOYENNE MENSUELLE DU TAUX DE CHANGE AU COMPTANT : ECARTS PAR RAPPORT A LA LIVRE STERLING



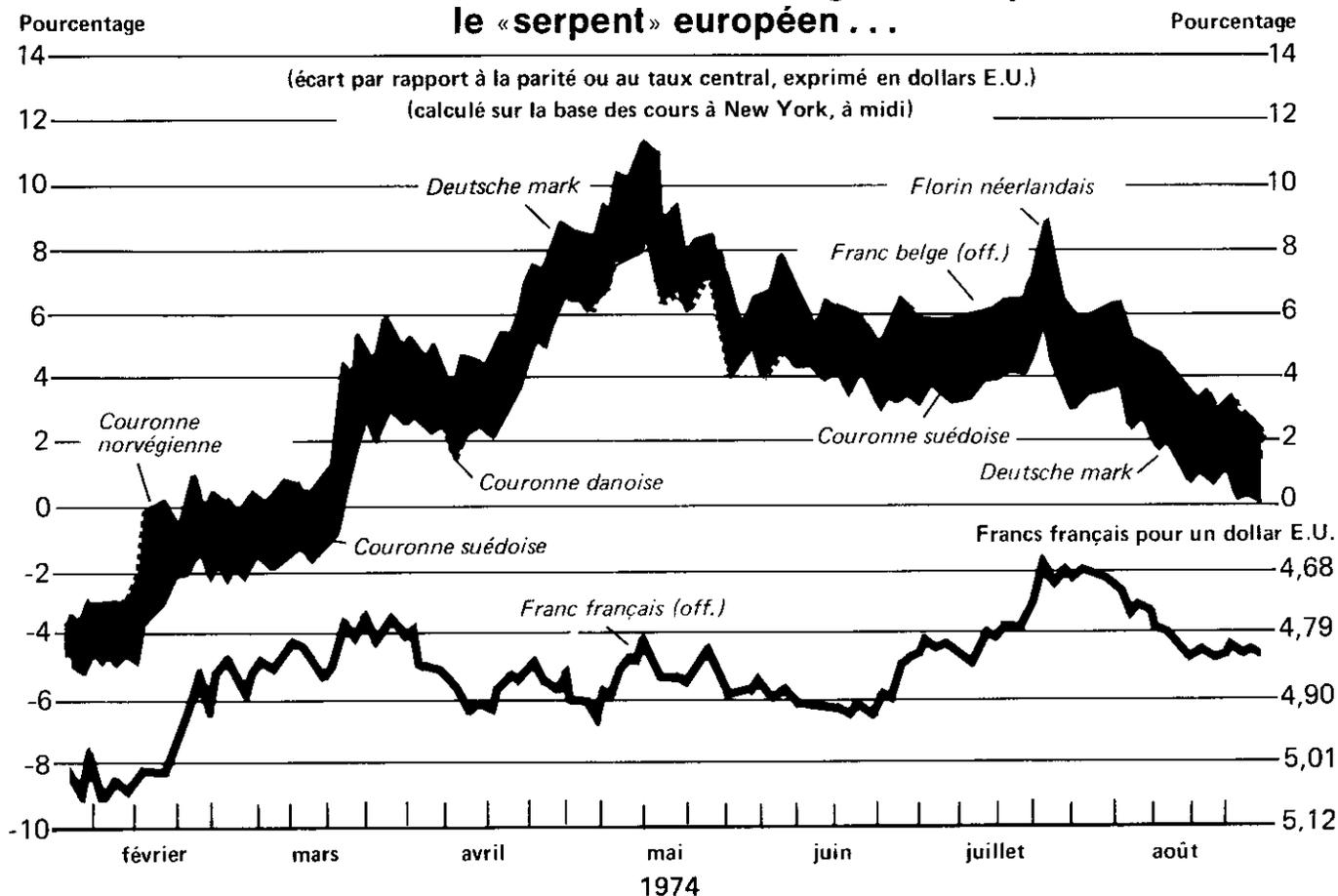
Sources : US Federal Reserve Bulletin, numéros mensuels; International Financial Statistics.

U En raison de la fluctuation du deutsche mark en dehors des marges normales au cours de la période allant du 29 septembre au 24 octobre 1969, le taux de change moyen pour le mois de septembre 1969 a été calculé à partir des taux moyens au jour le jour enregistrés du 2 au 23 septembre 1969, et aucun calcul n'a été fait pour octobre 1969.

Note : Graphique communiqué par le Fonds monétaire international

Graphique II

Evolution récente des taux de change au comptant :
le « serpent » européen ...



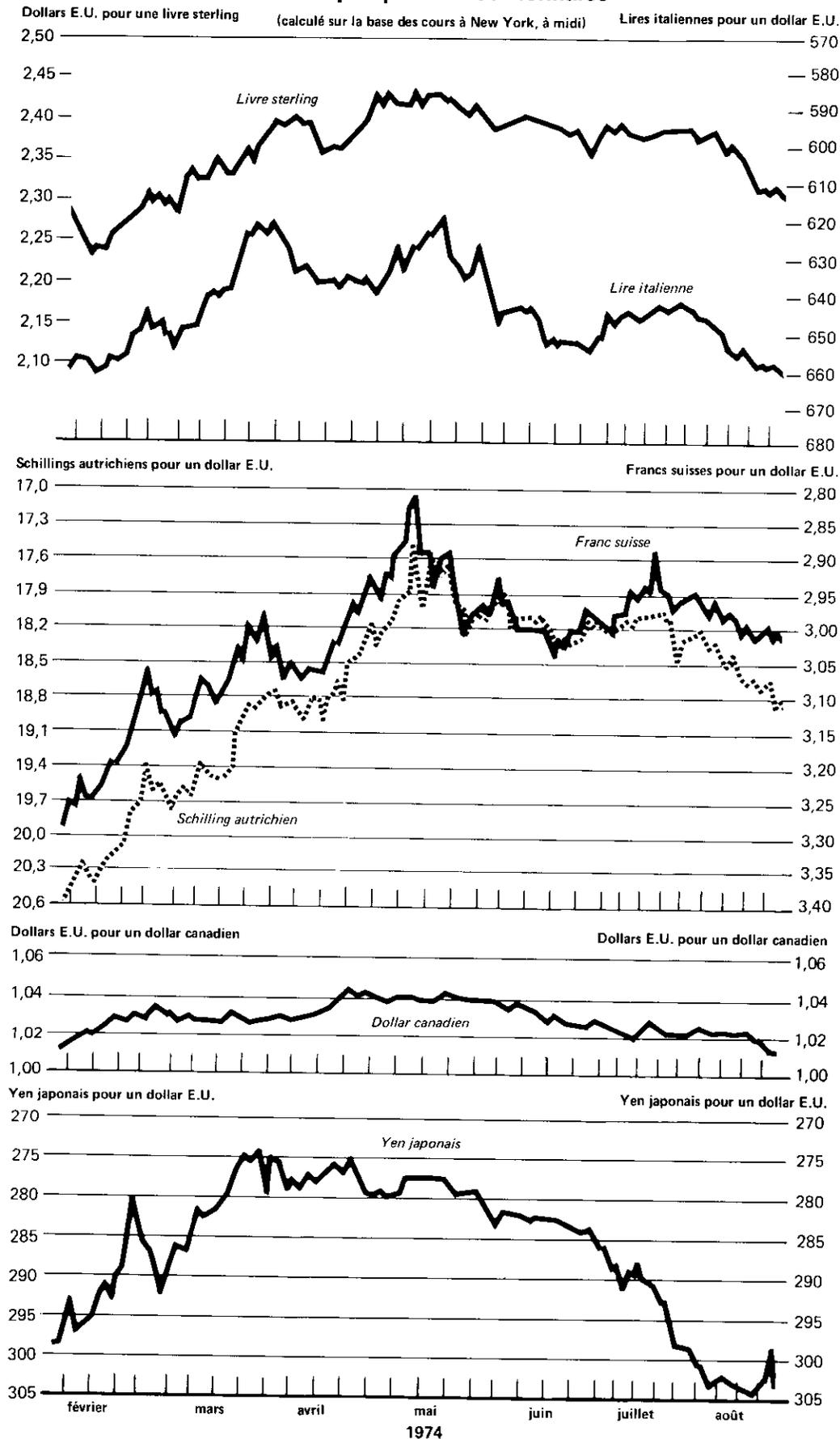
Note : Le 21 janvier 1974, la France a cessé, temporairement, de participer à l'accord européen sur les marges de fluctuation réduites des taux de change.

Données : FMI, Département de la Trésorerie

Note : Graphique communiqué par le Fonds monétaire international

Graphique II (Suite)

... et quelques autres monnaies



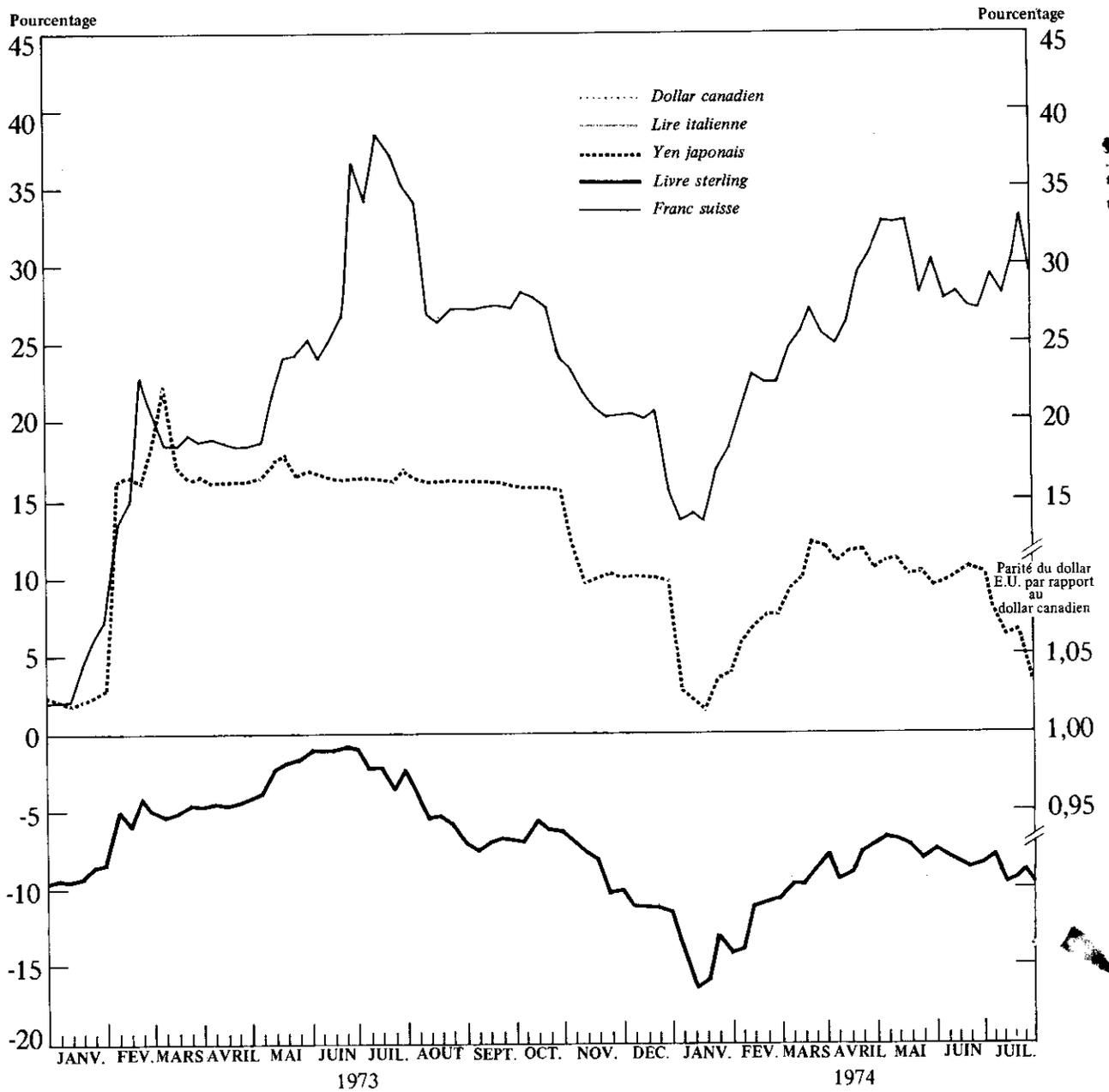
Données : FMI, Département de la Trésorerie

Note : Graphique communiqué par le Fonds monétaire international

Graphique III

RAPPORT ANNUEL 1974

GRAPHIQUE 3. TAUX DE CHANGE AU COMPTANT, JANVIER 1973—JUILLET 1974
(Ecart par rapport à la parité ou au taux central convenu en décembre 1971)¹



Note : Graphique communiqué par le Fonds monétaire international