



STATUT DE MONNAIE DE RÉSERVE DU DOLLAR ET SEIGNEURIAGE AMÉRICAIN : BILAN ET PERSPECTIVES

ANNIE CORBIN *

La notion de seigneurage fait généralement référence au gain conféré à la Banque centrale du fait de sa position de monopole en tant qu'émetteur de billets¹. En contrepartie des engagements non rémunérés² qui représentent la base monétaire, l'Institut d'émission acquiert des actifs qui produisent des intérêts au taux du marché. Le gain ainsi obtenu constitue le revenu de seigneurage de la Banque centrale. Les gains de seigneurage ont été également envisagés au regard des fonctions que remplit une monnaie sur le plan international. La Banque centrale d'un pays émetteur de la monnaie internationale peut tirer des recettes de seigneurage de trois types d'engagements : les réserves officielles des Banques centrales étrangères, les dépôts obligatoires des banques commerciales auprès de la Banque centrale et les liquidités détenues par des non résidents privés³.

Un certain nombre d'auteurs (Mundell, 1969) ont recentré la notion de seigneurage autour du privilège conféré au pays émetteur de la monnaie de réserve internationale qui détient un certain pouvoir de monopole pour extraire le seigneurage d'une façon analogue à celui d'une Banque centrale. En échange de moyens de paiements internationaux dont le coût de fabrication est quasiment nul, le pays centre peut acquérir des avoirs réels et financiers à l'étranger en échange de l'accroissement de ses engagements liquides auprès des institutions officielles étrangères.

Cette notion de seigneurage fait généralement référence au privilège dont ont commencé à bénéficier les États-Unis au lendemain de la

* Maître de conférence, GRAPE, Université Montesquieu Bordeaux IV.

Seconde guerre mondiale en tant que pays émetteur de la monnaie de réserve internationale et a été historiquement associée à la position de crédeur net américaine.

Les accords de Bretton-Woods ont créé une relation asymétrique entre le dollar et les autres devises qui contraignaient les Banques centrales étrangères à détenir des réserves en dollars. Dans la mesure où ces dernières n'ont pas demandé, avec l'apparition des déficits de la balance des paiements américaine dès la fin des années 1950, le remboursement des dollars prêtés au pays émetteur de la monnaie de réserve, les États-Unis ont pu maintenir un niveau d'absorption réelle (achats de biens, services, titres étrangers) supérieur au niveau de leur revenu national réel, favorisant ainsi la croissance externe de l'économie américaine.

En outre, les dollars des Banques centrales étrangères soumis au seigneurage ont été rémunérés comme s'ils étaient prêtés à court terme et non pas comme des prêts à long terme. Selon Salant (1964), les États-Unis obtiennent un gain de seigneurage dans la mesure où les autorités monétaires étrangères acceptent de détenir leurs actifs en dollars en bons du Trésor américain rémunérés sur la base d'un taux à trois mois, alors que les investissements américains en Europe se sont traduits au moins jusqu'en 1971 principalement par des investissements directs. Kindleberger (1967) a ainsi comparé la place des États-Unis dans les échanges financiers internationaux à celle d'un banquier international, empruntant à court terme et prêtant à long terme⁴ et dont l'offre de liquidités internationales est subordonnée à la réalisation d'un déficit de sa balance des paiements. À l'époque, Kennen (1963)⁵ suggérait que l'accumulation des engagements de court terme des États-Unis liés à la diffusion internationale du dollar comme monnaie de réserve risquait d'entraîner une perte de confiance en la monnaie américaine.

À la fin des années 1990, l'apparition de déficits records du compte courant aux États-Unis a fait resurgir les mêmes interrogations concernant la soutenabilité à long terme de l'endettement extérieur américain dont l'encours (plus de 1 500 Md\$) représente l'un des plus grands déséquilibres de l'économie mondiale. L'imposant déficit de la balance des paiements courants (4 % du PIB) pourrait miner la confiance des investisseurs étrangers et engendrer des retraits massifs de capitaux étrangers. Cet article examine la question de la pérennité des gains de seigneurage américain au regard de la dégradation continue du solde de la balance commerciale et par extension du solde du compte courant américain, depuis une quinzaine d'années, dont le financement est assuré, jusqu'à présent, par des entrées nettes de capitaux étrangers.

*LE RÔLE DE BANQUIER MONDIAL DES ÉTATS-UNIS
DANS L'OFFRE DE LA LIQUIDITÉ INTERNATIONALE*

Dans la perception du seignuriage international, le pays centre a souvent été comparé à un banquier mondial empruntant à court terme et prêtant à long terme (*supra*). La fonction d'intermédiation financière internationale du pays centre est donc associée à une configuration particulière de sa balance globale des paiements.

En négligeant le solde du compte de capital et en supposant que toutes les transactions sont connues (il n'y a ni erreurs ni omissions), l'identité qui exprime la balance globale des paiements implique que la somme algébrique des soldes de la balance courante, BT, du compte des flux financiers à long terme (incluant les investissements directs à l'étranger et de portefeuille) et à court terme (flux privés et officiels), respectivement CLT, CCT doit être nulle :

$$(1) \quad BT + CLT + CCT = 0$$

Afin d'accroître la liquidité internationale, le pays émetteur doit contracter un engagement monétaire envers le reste du monde à travers un déficit de sa balance des paiements :

$$(2) \quad \begin{array}{l} BT + CLT \\ \text{(sorties nettes)} \end{array} = \begin{array}{l} CCT \\ \text{(entrées nettes)} \end{array}$$

Si l'offre de liquidité internationale est subordonnée à la réalisation d'un déficit global de la balance des paiements du pays centre, à long terme, sa position de banquier mondial ne se maintiendra que si les sorties nettes de capitaux à long terme sont supérieures au surplus du compte courant de la balance des paiements permettant ainsi des entrées de capitaux à court terme :

$$(3) \quad \begin{array}{l} BT \\ \text{(entrées nettes)} \end{array} + \begin{array}{l} CCT \\ \text{(entrées nettes)} \end{array} = \begin{array}{l} CLT \\ \text{(sorties nettes)} \end{array}$$

Cependant à long terme, cette configuration de la balance des paiements assure le maintien de la position de créancier net du pays centre vis-à-vis du reste du monde, si et seulement si, la condition (4) est vérifiée.

$$(4) \quad \sum_t^n (BT) > 0$$

Autrement dit, la liquidité internationale peut croître, mais les déficits des paiements courants qui tendent à miner la fonction d'intermédiaire financier international du pays centre à long terme ne se produiront pas.

Au regard de la décomposition du compte courant (5) qui s'exprime comme la somme des exportations nettes de biens et services (BC), du solde des revenus d'investissements (RI) et du solde des transferts courants (TC), un déficit continu du compte courant implique un financement par des entrées de capitaux étrangers supplémentaires qui, en dégradant le

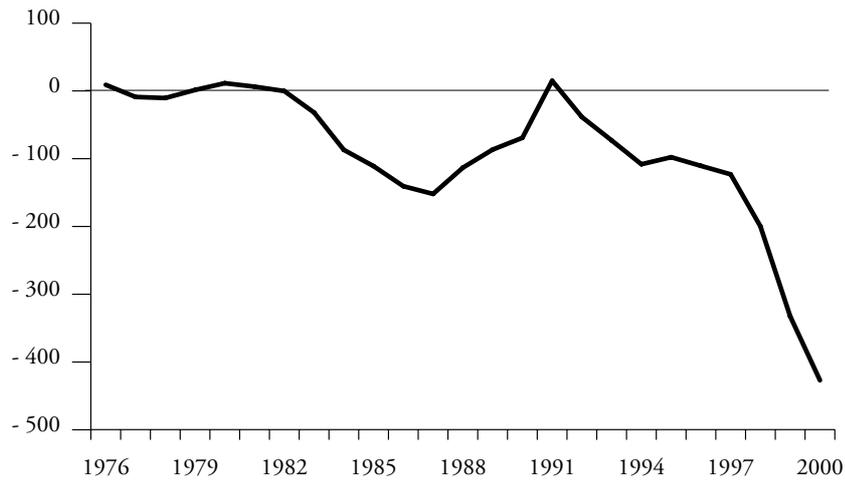
solde des revenus d'investissement année après année, tendent à accroître la somme cumulée des déficits courants, rendant l'ajustement plus difficile que si on considère uniquement les flux commerciaux.

$$(5) \quad BT = BC + RI + TC$$

À l'inverse, la position de créiteur net d'un pays lui permet de dégager un excédent du solde des revenus nets qui tend à renforcer l'excédent global de son compte courant. L'accroissement des flux de revenus nets peut s'expliquer au moins pour deux raisons. D'une part, il signifie que les actifs étrangers (investissements directs et financiers) détenus par les résidents augmentent davantage que les détentions d'actifs domestiques par les non résidents au cours de la période. D'autre part, il correspond à la structure à terme des rendements d'actifs nets du pays centre qui emprunte à court terme et prête à long terme. Le pays peut connaître ainsi un excédent du compte courant même si sa balance commerciale est déficitaire sur la période, si les flux de revenus nets compensent les déficits commerciaux. En d'autres termes, la position de créiteur net permet au pays de relâcher les contraintes d'ajustement que font peser traditionnellement à long terme les déséquilibres extérieurs sur l'économie domestique (hausse des taux d'intérêt, dépréciation de la monnaie nationale) et donc sur les équilibres internes.

Or, depuis la fin des années 1980, les larges déficits commerciaux américains sont reflétés dans la dégradation continue du compte courant (graphiques n° 1 et n° 2) qui s'est accompagnée de fortes entrées nettes de capitaux. Cette évolution est à l'origine de la détérioration de la situation de créiteurs nets des États-Unis (graphique n° 3). En 1986, la position d'investissements nette américaine devient négative. Les États-Unis sont désormais débiteurs nets. Pourtant jusqu'en 1998, la structure des rendements d'actifs nets est plutôt favorable à l'économie américaine⁶, ce qui permet aux entrées nettes de revenus d'investissements de compenser partiellement les déficits du solde commercial. Mais depuis 1998, le solde des revenus d'investissements est déficitaire. Cette évolution, combinée à la réalisation de déficits commerciaux de plus en plus importants, a contribué à dégrader fortement le solde courant de la balance des paiements américaine. En 1999 et en 2000, le compte courant américain enregistrait des déficits records respectifs de près de 340 Md\$ (3,7 % du PIB) et de plus de 400 Md\$ (4 % du PIB) à comparer avec l'ampleur de ces mêmes déficits qui étaient respectivement de 141 Md\$ en 1997 (1,7% du PIB) et de 217 Md\$ en 1998 (2,5% du PIB). Faut-il pour autant entrevoir dans la persistance et l'approfondissement de la détérioration du compte courant américain les prémises du déclin du rôle de banquier mondial des États-Unis et du statut du dollar comme monnaie de réserve internationale ?

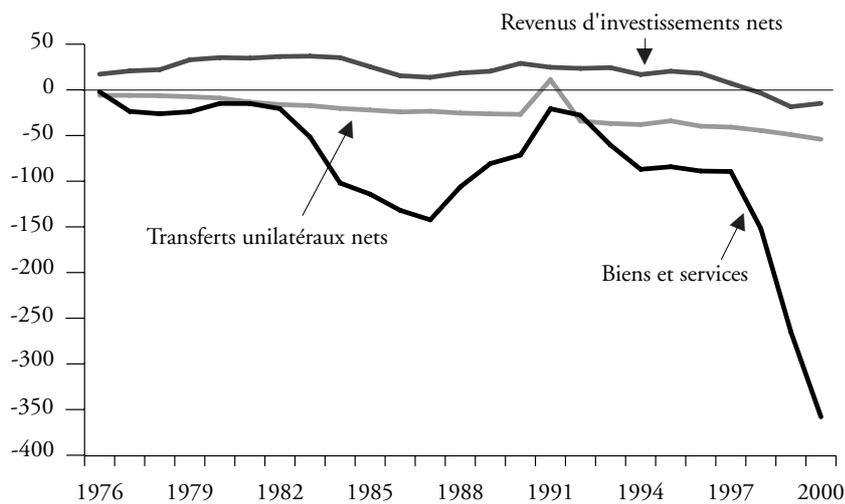
Graphique n°1
Compte courant américain
(Md\$)



Source : U.S. Department of Commerce

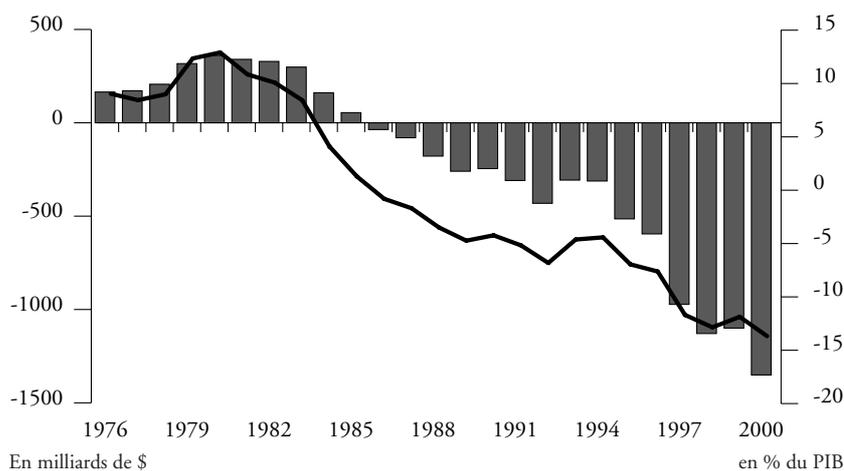
5

Graphique n°2
Composantes du compte courant américain
(Md\$)



Source : U.S. Department of Commerce

Graphique n°3 Position d'investissements nette des États-Unis



DES CONDITIONS PÉRENNES DU SEIGNEURIAGE AMÉRICAIN

Pour les États-Unis, les marchés internationaux des capitaux semblent se montrer beaucoup plus accommodants qu'ils ne le seraient pour un petit pays dont les engagements consisteraient principalement en prêts bancaires à court terme et libellés en monnaies étrangères. Interprétés au regard du respect de leur contrainte budgétaire intertemporelle, les États-Unis bénéficient d'un gain en termes de délais d'ajustement du solde courant de leur balance des paiements qui affaiblit leur contrainte extérieure. L'économie américaine peut ainsi donner la priorité à ses propres objectifs de politique économique plutôt que de prendre des mesures visant à résorber les déficits commercial et extérieur courant dont le financement est facilité par des entrées nettes de capitaux.

Cependant le déficit de la balance courante des États-Unis qui oscille entre 400 et 500 Md\$ et atteint un peu plus de 4 % du PIB, n'est pas sans susciter certaines inquiétudes quant à la capacité des États-Unis à faire face à leurs engagements extérieurs actuels et futurs.

Les entrées nettes de capitaux liées à la position en compte courant débitrice d'un pays est reflétée dans la diminution du stock d'actifs nets étrangers. Dans le cas des États-Unis, l'évolution de ce stock est



un indicateur de l'accumulation progressive de leurs engagements nets envers le reste du monde. Exprimée en pourcentage du PIB, la position d'investissements nette négative (graphique n° 3) n'a cessé de croître au cours de la dernière décennie passant de 5 % au début des années 1990 à près de 12 % en 1999 et plus de 16 % en 2000.

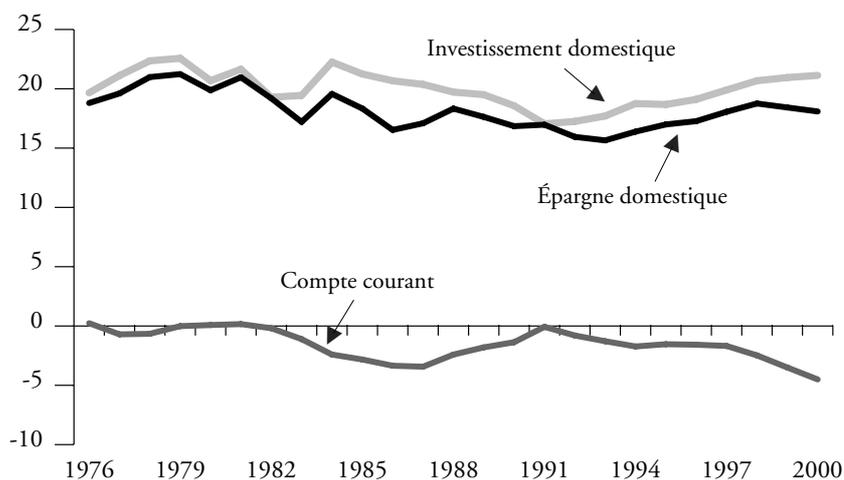
Selon de nombreux observateurs de l'économie américaine, cette tendance, si elle se confirme dans les années à venir, risque de susciter la défiance des investisseurs étrangers à l'égard des actifs libellés en dollar. Outre la hausse des taux d'intérêt qu'il impliquerait, un tel désengagement conduirait, du fait de l'affaiblissement inévitable du dollar, au déclin de la monnaie américaine comme monnaie de référence internationale (Mann, 1999 ; Obstfeld-Rogoff, 2000).

Des arguments ont tenté de nuancer ces craintes en analysant la question de la soutenabilité de l'endettement extérieur américain au regard des principaux facteurs qui ont conduit à la forte dégradation du compte courant depuis le milieu des années 1990 (Hervey-Merkel, 2000 ; Humpage, 2001).

Parmi ceux-ci, la vague d'innovations technologiques dans le secteur des Techniques de l'information et de la communication initiée aux États-Unis dans la seconde moitié des années 1990, a créé des opportunités d'investissements qu'il a fallu, dans un contexte de baisse de l'épargne domestique (privée et publique) financer par des entrées de capitaux étrangers. La croissance économique induite et exceptionnellement forte au cours de cette période a créé un climat propice à la reprise de la consommation des ménages américains qui, compte tenu de leur niveau de revenu courant, ont dû s'endetter auprès du système bancaire. Le solde extérieur d'un pays traduisant l'équilibre entre l'épargne et l'investissement domestiques (graphique n°4), cette situation a conduit à un fort endettement du secteur privé américain (ménages et entreprises) qu'il a fallu financer par des entrées nettes de capitaux.

Cependant l'accumulation de dette étrangère n'est pas inquiétante si la croissance américaine est assez rapide pour prévenir une nouvelle hausse du ratio position extérieure nette/PIB ou si le niveau des gains de productivité relatifs permet d'attirer des flux de capitaux à long terme. Depuis la seconde moitié des années 1990, les investissements nets internationaux aux États-Unis se sont traduits principalement par des entrées nettes d'investissements directs qui ont accru le stock de capital productif américain et contribué à l'accroissement de la productivité. Dans un contexte d'épargne domestique faible, l'accumulation de dette étrangère est optimale tant qu'elle permet de financer de nouveaux projets d'investissement dont la rentabilité à long terme est profitable. Or, selon les prévisions de la Banque des

Graphique n°4
Épargne et investissement domestiques
 (% du PIB)



Source : U.S. Department of Commerce

8

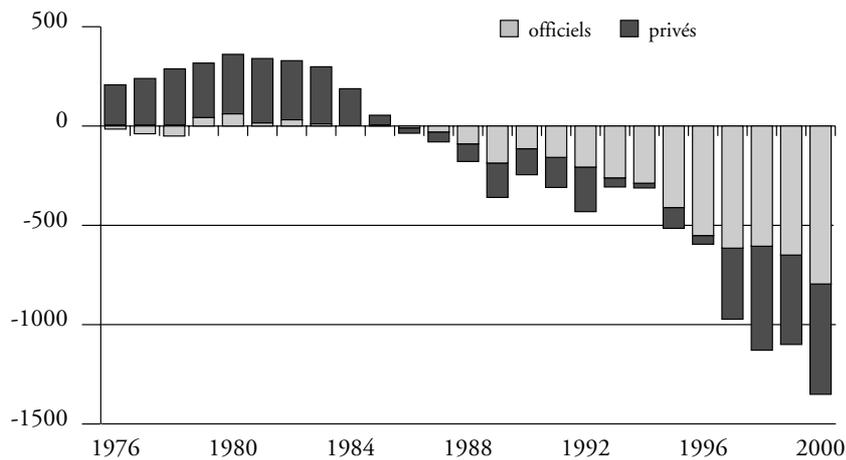
Règlements Internationaux (BRI) dans son 72^{ème} rapport annuel⁷, la croissance potentielle et la rentabilité du capital aux États-Unis devraient demeurer plus élevées que dans les autres pays et permettre à long terme de continuer à financer un déficit courant en hausse sans exercer de pressions excessives sur les cours de change et les taux d'intérêt.

Par ailleurs, la composition des entrées nettes de capitaux internationaux nécessaires pour financer un déficit donné du compte courant est aussi un déterminant important de la soutenabilité. Comme l'indique le graphique n°5, les obligations financières extérieures nettes n'ont cessé de croître depuis le milieu des années 1980 dont l'encours représente en 2000 un peu moins de 1 500 Md\$ (près de 17 % du PIB).

En particulier, depuis le début des années 1990, les engagements extérieurs nets du secteur officiel représentent une part croissante de la dette extérieure totale des États-Unis. Sur la période 1995-2000, plus de la moitié des déficits continus américains a été financée par des entrées nettes de capitaux officiels principalement libellés en dollars. Au total, la structure de la dette extérieure est plus stable en 2000 qu'elle ne l'était au début des années 1990 quand la plupart des déficits courants américains était financée pour l'essentiel par des investissements privés plus volatiles.

Depuis le milieu des années 1990, la position extérieure nette est

Graphique n°5
Position d'investissements nette par catégories d'actifs nets
(Md\$)

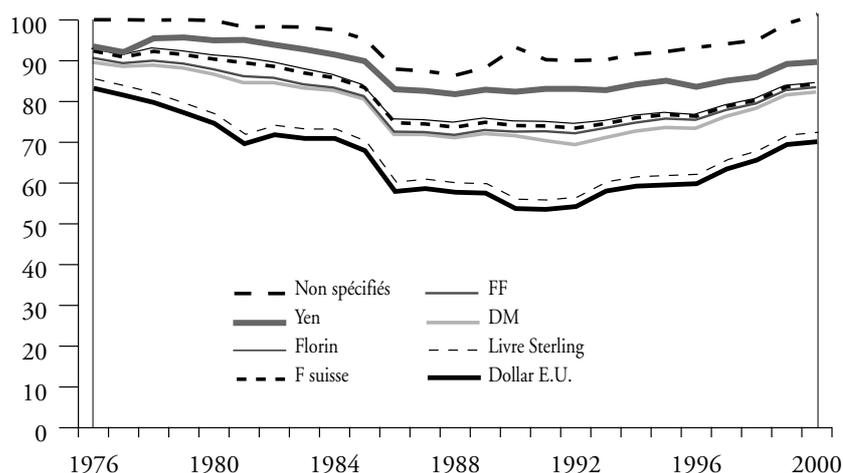


Source : U.S. Department of Commerce

donc plus équilibrée entre engagements extérieurs nets privés et engagements extérieurs nets officiels. Au cours de la période 1995-2000, les opportunités d'investissement meilleures aux États-Unis comparées à d'autres pays (*supra*) ont incité les investisseurs internationaux à détenir des actifs libellés en dollars. Ces investissements se sont traduits essentiellement par des investissements directs étrangers aux États-Unis dont la part dans les actifs étrangers privés totaux n'a cessé de croître au cours de la période. Avec les investissements de portefeuille (obligations et actions autres que les investissements directs), ils représentent la majeure partie des entrées de capitaux privés étrangers accumulés au cours de la période et contrairement aux obligations financières extérieures nettes auprès des secteurs bancaire et officiel étrangers, ils ne correspondent pas à la création de dette nouvelle.

Dans la même optique, des arguments sont venus tempérer les inquiétudes concernant la pérennité du dollar comme monnaie de référence internationale du fait de la réalisation de déficits continus du compte courant américain. En particulier, selon McKinnon (2001), le dollar est protégé du déficit courant par le statut de monnaie de réserve qui lui a été conféré par les accords de Bretton-Woods. La position de débiteur net des États-Unis depuis 1986 ne semble pas, jusqu'à aujourd'hui, avoir entamé la position de monopole du dollar comme monnaie de réserve internationale (graphique n°6).

Graphique n°6
Part des différentes monnaies nationales
dans le total des avoirs officiels en devises
 (en %)



Source : Rapports annuels FMI.

10

Malgré des déficits continus du compte courant, le dollar occupe toujours une place prépondérante dans les réserves officielles des banques centrales étrangères. Le statut de monnaie de réserve du dollar implique que la quasi-totalité de la dette extérieure américaine envers le secteur bancaire étranger est libellée en dollar. Du fait du poids important des États-Unis dans les transactions financières et commerciales internationales, la demande de dollars reste forte. Dans le même ordre d'idée, la devise qui est utilisée comme monnaie de référence internationale bénéficie d'une forte préférence tenant à l'effet d'inertie⁸. L'ensemble des agents (opérateurs sur le marché des devises, prêteurs et emprunteurs, exportateurs et importateurs, secteurs public et privé) tendront à utiliser la devise dont se servent tous les autres acteurs économiques en raison de l'existence d'économies d'échelle liée à son utilisation. Dans ces conditions, les détenteurs étrangers de dollars (banques créancières et investisseurs privés) ne pourront se défaire de leurs actifs en dollars qu'au prix d'une baisse importante de leur valeur, ce qui protège les États-Unis de l'occurrence de retraits massifs d'actifs de la part des investisseurs étrangers privés et officiels.

Les arguments précédents tendent à relativiser l'idée d'un déclin possible du seigneurage américain au regard de la dégradation continue

des comptes courants de la balance des paiements américaine depuis le milieu des années 1980. Jusqu'à présent, l'encours important d'obligations financières extérieures nettes des États-Unis, ne semble pas avoir entamé la confiance des investisseurs étrangers qui continuent de financer massivement les déficits extérieurs américains. La confiance qu'inspire la monnaie américaine à ses détenteurs résulte en partie du rôle conféré historiquement au dollar comme monnaie de réserve internationale. Cependant l'ampleur et la composition des entrées nettes de capitaux étrangers aux États-Unis permettent au seigneurage américain de se pérenniser.

NOTES

1. L'acceptation historique du seigneurage est développée dans M.D.Bordo, « Money Deflation and Seigniorage in the Fifteenth Century », *Journal of Monetary Economics*, 18, 1986, pp.337-46.
2. ou rémunérés à un taux inférieur au taux du marché dans le cas des réserves obligatoires.
3. Pour une estimation récente des revenus de seigneurage associés à l'euro, voir l'étude réalisée par Decker, B. et F. Ghirlandini, (1998). Jefferson (1998) estime les gains liés à la détention de dollars par les non-résidents à 0,5% du PIB américain sur la période 1977-1995.
4. En 1968-1969, environ 90 % des créances des États-Unis sur l'Europe étaient non liquides (actifs à long terme et à court terme non monétaires) alors que seulement 60 % des créances européennes sur les États-Unis relevaient de cette catégorie, Kindleberger (1967).
5. Voir également Gemmill (1961).
6. *Survey of Current Business*, Bureau of Economic Analysis, March 2000.
7. *Banque des Règlements Internationaux*, Rapport annuel, 2002.
8. Voir Kenen (1963).

BIBLIOGRAPHIE

- DECKER B., GHIRLANDINI F. (1998), « L'euro et le seigneurage », *Briefing 44*, Parlement européen, Division des affaires économiques, Luxembourg.
- GEMMILL R.F. (1961), « Interest rates and foreign dollar balances », *The Journal of Finance*, n°3, 363-376.
- HERVEY J.L., MERKEL L.S. (2000), « A record current account deficit: causes and implications », *Economic Perspectives*, IV, 2-13.
- HUMPAGE O.F. (2001), « International financial flows and the current business expansion », *Policy Discussion Papers*, Federal Reserve of Cleveland, 1-14.
- JEFFERSON P.N. (1998), « Seigniorage payments for use of the dollar: 1977-1995 », *Economics Letters* n°58, 225-230.



KENEN P. (1963), *Reserve asset preferences of central banks and stability of gold exchange standard*, Princeton University Press.

KINDLEBERGER C.P. (1967), *The Politics of the international money and world language*, Essays in International Finance, N° 61, Princeton.

MANN C., (1999), *Is the U.S trade deficit sustainable?*, Institute for International Economics, Washington D.C.:Institute for International Economics, September.

McKINNON R.I. (2001), *The international dollar standard and sustainability of the U.S. current account deficit*, Brookings Panel on Economic Activity, Symposium on the U.S. Current Account.

MUNDELL R. (1969), Problems in international monetary system, in Mundell and Swoboda, *Monetary problems of the international economy*, Chicago.

OBSTFELD M., ROGOFF K. (2000), « Perspectives on OECD economic integration: implications for U.S. current account adjustment », Paper presented at the Global Economic Integration Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, April.

SALANT W. (1964), « The Reserve currency role of the dollar : blessing or burden to the United States? », *Review of Economics and Statistics*, XLVI.

