

Statut de monnaie de réserve du dollar et seignuriage américain: Bilan et perspectives

Annie Corbin *

Le seignuriage, pratique héritée des temps les plus reculés, a pris des formes diverses au cours du temps¹. Dans son acception historique, la notion de seignuriage désignait l'ensemble des mesures liées au privilège régalien de battre monnaie consistant en une modification de la différence entre *la valeur intrinsèque* de la monnaie, déterminée par la valeur effective du métal qui entre dans la composition des pièces, et la *valeur faciale* de la monnaie, c'est-à-dire celle qui est fixée arbitrairement par le souverain. Le seignuriage désignait ainsi le profit que pouvait s'approprier le souverain du fait de la supériorité de la valeur des marchandises qu'il pouvait acquérir par ce procédé au coût de la fabrication et de la frappe des pièces.

L'acception moderne du seignuriage fait référence au gain conféré à la banque centrale du fait de sa position de monopole en tant qu'émetteur de billets. 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 seignuriage de la banque centrale³.

Les gains de seignuriage 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 seignuriage 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 privés⁴.

* G.R.A.P.E., Université Montesquieu Bordeaux IV, Avenue Léon Duguit 33608 Pessac.corbin@montesquieu.u-bordeaux.fr

¹ Voir à ce sujet M.D.BORDO, Money Deflation and Seigniorage in the Fifteenth Century, *Journal of Monetary Economics*, 18, 1986, pp.337-46. L'extension des moyens de paiements disponibles à un moment donné s'effectuant soit directement par la frappe puis par la mise en circulation de pièces nouvelles, la technique du « rognage » permettant aussi de fabriquer des pièces supplémentaires à partir du métal récupéré lors du procédé d'usure des pièces métalliques, ou indirectement en altérant la valeur des pièces royales en modifiant leur poids ou leur aloi.

² ou rémunérés à un taux inférieur au taux du marché dans le cas des réserves obligatoires.

³ De nombreuses études ont tenté d'évaluer les revenus du seignuriage. Voir, par exemple, Gros, D. (1990). Ces gains sont généralement faibles. L'importance du seignuriage dans les finances publiques des Etats membres est analysée par Buiter et al. (1998).

⁴ L'utilisation par les agents privés non-résidents de billets libellés en euro permettra aux pays de l'Union Européenne de bénéficier d'un seignuriage « interne » à la zone euro. Les gains potentiels associés aux dépôts obligatoires des banques commerciales ainsi qu'aux détentions d'avoirs liquides libellés en euro par les non résidents seront très faibles (Emerson et al., 1991). Pour une estimation récente des revenus de seignuriage 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.

Un certain nombre d'auteurs (Mundell,1969) ont recentré la notion de seignuriage autour du privilège conféré au pays émetteur de la monnaie de réserve internationale qui détient un certain pouvoir de monopole pour extraire le seignuriage 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. En particulier, selon Mundell (1964), le pays-centre obtient un gain de seignuriage dans la mesure où les autorités monétaires étrangères acceptent de détenir une partie de leurs liquidités internationales sous forme de réserves dont le taux de rendement est inférieur au taux qui rémunèrent les avoirs acquis par le pays-centre à l'étranger.

La position du pays-centre a ainsi été comparée à celle d'un banquier mondial empruntant à court terme et prêtant à long terme (Kindleberger, 1967) dont l'offre de liquidités internationales est subordonnée à la réalisation d'un déficit de sa balance des paiements.

Cette notion de seignuriage fait généralement référence au privilège dont ont commencé à bénéficier les Etats-Unis au lendemain de la Seconde Guerre mondiale en tant que pays émetteur de la monnaie de réserve internationale.

L'article pose la question de la pérennité du statut de monnaie de réserve internationale du dollar et du seignuriage américain en tentant d'établir un parallèle historique avec les conditions qui ont conduit à la substitution progressive du dollar à la livre sterling comme monnaie de réserve internationale dans l'entre-deux-guerres et sous la période de l'étalon de change-or.

La section 1 analyse le lien entre le pouvoir de quasi-monopole conféré au pays d'émission de la monnaie internationale et l'obtention d'un gain de seignuriage dans le cas américain. La section 2 examine la contestation potentielle du statut de monnaie de réserve internationale du dollar d'abord, au regard de la dégradation de la balance des paiements courants des Etats-Unis depuis le début des années 1980 et ensuite au regard de l'avènement de la monnaie européenne qui pourrait rendre plus délicat le financement extérieur des Etats-Unis.

Section 1: Fonction de monnaie de réserve internationale et gain de seignuriage: l'exemple américain

Nous définirons d'abord la notion de seignuriage associée au statut de monnaie de réserve internationale d'une monnaie avant de mettre en perspective l'importance de ces gains dans le cas américain.

1.1 La définition du seignuriage: Gain de flexibilité dans le financement de la balance des paiements et obtention du statut de banquier mondial

Un certain nombre d'auteurs (Salant, 1964; Kirschen, 1973; Grubel, 1968) ont associé la notion de seignuriage au pouvoir de monopole dont dispose le pays émetteur de la monnaie de réserve internationale qui lui permet d'extraire le seignuriage 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. Le pays-centre bénéficie ainsi d'un gain de seigneurage dans la mesure où la fonction de réserve de la monnaie internationale incite les autorités monétaires étrangères à demander et donc à détenir de cette monnaie dans leurs réserves de liquidités internationales⁵. La notion de seigneurage a ainsi été assimilée au gain de flexibilité qu'obtient le pays émetteur de la monnaie de réserve internationale dans le financement de sa balance des paiements (Aliber, 1964).

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. Compte tenu de l'hégémonie des Etats-Unis tant sur les plans économique que politique d'alors, la constitution de réserves officielles en dollars dans les banques centrales européennes, devait faciliter la reconstruction de ces économies en leur permettant d'ajuster leur balance des paiements sans devoir restreindre leurs importations en provenance de l'économie américaine ou d'ériger des barrières protectionnistes à l'encontre des pays tiers.

En 1944, et pendant les années de la reconstruction de l'Europe, l'or servait à se procurer du dollar, et ce dernier servait à acheter des marchandises aux Etats-Unis ou dans d'autres pays⁶. Les Etats-Unis sont donc devenus un pays à monnaie de réserve parce que les institutions officielles étrangères détenaient des dollars dans leurs réserves internationales.

Ainsi, dès la fin des années 1950, les banques centrales européennes ont accumulé les dollars qu'elles recevaient en contrepartie du règlement de leur surplus de la balance des paiements avec les Etats-Unis sous la forme d'actifs liquides en dollars⁷.

Selon Aliber (1973), entre 1950 et 1963, les institutions officielles européennes ont acheté 8 milliards de dollars d'actifs liquides en dollars et moins de 8 milliards de dollars d'or auprès du Trésor américain. Dans la mesure où les institutions officielles étrangères ont réglé les surplus des paiements européens avec les Etats-Unis en acquérant des actifs liquides en dollars, leur demande d'or auprès du Trésor américain a été d'autant réduite. Dans le système monétaire international du *gold exchange standard*, si elles avaient demandé la conversion de ces dollars en or, le stock d'or américain aurait diminué rapidement contraignant les autorités monétaires américaines à prendre des mesures beaucoup plus radicales qu'elles ne l'ont fait à l'époque pour limiter les déficits de leur balance des paiements⁸.

⁵ Ce concept peut être étendu aux avoirs liquides détenus par les non-résidents privés et qui résultent du statut de monnaie véhiculaire de la monnaie (Swoboda, 1968).

⁶ De 1945 à 1952, les Etats-Unis accordèrent une aide très importante aux pays de la future Europe des Neuf, tant alliés que vaincus : une dizaine de milliards de dollars avant le Plan Marshall, une quinzaine au cours de celui-ci.

⁷ Vers la fin des années 1950, avec l'apparition des déficits de la balance des paiements américaine, les dollars détenus par les banques centrales du monde entier ont dépassé les réserves d'or des Etats-Unis. Il fut alors conclu entre les Etats-Unis et certains pays européens un accord tacite en vertu duquel ces derniers s'engageaient à ne plus demander la conversion complète en or des excédents en dollars qu'ils accumulaient ou avaient accumulés. La Belgique s'inclina à l'époque, comme le firent les Pays-Bas et l'Allemagne mais pas la France qui convertit en or les dollars excédentaires par rapport à ses propres dettes non échues à l'égard des Etats-Unis. Cette attitude française suscita des réactions dans les milieux officiels américains. Voir notamment J.P. Young, *United States Gold Policy : the case for change*, Princeton essays, n° 56, 1966.

⁸ Voir aussi Salant, 1964.

Jusque dans les années 70, les banques centrales étrangères ont accumulé en contrepartie des déficits courants et des sorties de capitaux américains des stocks de dollars qu'elles ont généralement placés en Bons du Trésor du gouvernement américain par l'intermédiaire de la banque de réserve fédérale de New York.

Un certain nombre d'économistes⁹, à la suite du Général de Gaulle, ont dénoncé *le privilège exorbitant* conféré par le système monétaire international de l'étalon de change or au pays émetteur de la principale monnaie de réserve. Harrod¹⁰ a dénoncé ainsi le système « dont le mécanisme essentiel entraîne les autres pays à approvisionner les Etats-Unis en biens et services, année après année, en échange de morceaux de papier, dont l'impression n'a presque rien coûté à ces derniers. L'émission de papier-monnaie permet d'obtenir des profits ou des seigneuriages de 100 % , ce qui est beaucoup plus que ceux qu'obtenaient les grands seigneurs de l'époque médiévale ».

Le ministre italien, Ferrari Aggradi¹¹, dénonça ainsi le 22 septembre 1971 devant le Parlement Européen le système monétaire mis en place qui « (...) se fonde sur une hiérarchie de pays, parmi lesquels certains ont droit de financer sans limite les déficits éventuels de leur balance des paiements , parce que leur monnaie est généralement acceptée comme instrument de réserve, alors que les autres, en revanche, sont tenus de rétablir avec soin l'équilibre de leur balance des paiements extérieurs, à chaque fois que leurs réserves d'or, ou d'autres monnaies convertibles descendent au-dessous d'un certain niveau ».

Aussi, à cette époque, selon Kirschen (1973), "l'idée qu'une monnaie commune affranchirait l'Europe de sa situation de vassale" reposait principalement sur les arguments que, d'une part, "les rapports entre monnaies européennes ne se faisant plus par rapport au dollar, la nécessité de réserves officielles en cette monnaie serait d'autant réduite" et d'autre part, sur le fait que, "la masse des dollars nécessaire à chaque pays pour faire face à ses paiements extra-européens pourrait être réduite par une mise en commun des réserves, tous les pays n'étant pas appelés normalement à financer des déficits en même temps (...)".

La suspension officielle de la convertibilité du dollar, le 13 août 1971, ni même le passage à un régime de taux de change flottants en 1973 n'ont mis fin au seigneuriage américain¹².

En outre, les dollars des banques centrales étrangères soumis au seigneuriage ont été rémunérés comme s'ils étaient prêtés à court terme et non pas comme ils auraient dû l'être, c'est-à-dire comme des prêts à long terme. Selon Mundell (1964), les Etats-Unis obtiennent un gain de seigneuriage 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.

⁹ Triffin, R., « *que faire, face à la dérive vers les années 1930 ?* », Bulletin de la Banque Nationale de Belgique, novembre 1971.

¹⁰ Harrod Sir Roy, *La Monnaie*, Ed. Dunod, 1971, pp.323, traduction française de l'ouvrage publié en langue anglaise sous le titre « Money » par McMillan, 1969.

¹¹ F.AGGRADI, « Déclaration faite devant le Parlement Européen le 22 septembre 1971 », *Bulletin des Communautés Européennes*, N° 9-10, 1971, p.11.

¹² La question de l'implication du passage à un régime de taux de change flottants pour l'obtention d'un gain de seigneuriage a été examinée par Grubel (1968). Grubel suggère qu'un régime de taux de change parfaitement flexibles met fin au seigneuriage en éliminant la demande de réserves internationales. Au contraire, McKinnon (1969) soutient que le passage à un tel régime tend à augmenter la demande de monnaie internationale.

En conséquence les Etats-Unis recevaient du reste du monde un prêt à long terme et ne versaient qu'un taux d'intérêt à court terme parce que les banques centrales étrangères acceptaient un taux d'intérêt moindre que celui qui correspondait à la durée de leur prêt¹³. Les américains auraient obtenu des créances à long terme sur les autres pays et ceux-ci auraient reçus des créances à court terme et liquides sur les Etats-Unis sous forme de dépôts à vue et de placements à court terme de bons du Trésor américains.

Kindleberger¹⁴ note à ce propos que la place des Etats-Unis dans les échanges financiers internationaux est analogue à celle d'un banquier international, empruntant à court terme et prêtant à long terme : en 1968-1969, environ 90 % des créances des Etats-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 Etats-Unis relevaient de cette catégorie.

Selon Kirschen (1973), de 1960 à la mi-1973, le seigneurage américain aurait coûté en intérêts, à l'Europe des Six, 6.3 milliards de dollars de 1972 et en capital, environ 5.5 milliards de dollars de 1973 soit une douzaine de milliards de dollars de 1972.

1.2 La mesure des gains de seigneurage international

En pratique, l'évaluation des profits de seigneurage réalisés par le pays-centre est compliquée.

La contribution annuelle des banques centrales étrangères au financement du déficit de la balance des paiements du pays-centre est très difficile à établir. En effet l'ampleur de l'avantage en terme de flexibilité conféré au pays de la monnaie de réserve dans le financement de sa balance des paiements ne correspond pas au total des actifs liquides libellés en cette monnaie et achetés par les banques centrales étrangères. De plus, les bilans des banques centrales étrangères ne donnent généralement pas suffisamment de détails sur l'évolution des devises qu'elles détiennent.

L'avantage en terme de flexibilité du financement des déficits de la balance des paiements conféré au pays qui émet la monnaie de réserve induit, selon Johnson¹⁵, deux types de gains. D'abord un gain en terme d'accroissement du revenu national réel qui correspondrait à la partie « courante » du seigneurage, c'est-à-dire à l'accroissement de l'absorption au-delà de son niveau réel courant du fait de la réalisation d'un déficit continu de la balance des paiements. La partie courante du gain de seigneurage cesse lorsque les non-résidents décident de ne plus acquérir des dollars supplémentaires en provenance du pays émetteur de la monnaie de réserve.

Dans la mesure où les banques centrales étrangères n'ont pas demandé avec l'apparition des déficits des paiements américaine dès la fin des années 1950, le remboursement des dollars prêtés au pays émetteur de la monnaie de réserve, les Etats-Unis ont pu maintenir un niveau d'absorption réelle (achats de biens, services, titres étrangers) supérieur au niveau de leur

¹³ Certains ont tenté de minimiser ces pertes les analysant comme la rançon de la protection militaire assumée par les Etats-Unis, ou bien encore, en les assimilant au paiement d'un service de liquidités rendu par les Etats-Unis au reste du monde, voir Kolm (1971).

¹⁴ KINDLEBERGER C.P., *The Politics of the International Money and World language, Essays in International Finance*, N° 61, Princeton, 1967.

¹⁵ Cité dans B.J. COHEN, *The gain of an international currency: an empirical test*, *Quarterly Journal of economics*, n°3, 1971.

revenu national réel favorisant ainsi la croissance externe de l'économie américaine (tableau 1).

Tableau 1
Valeur des investissements directs américains en Europe
(en millions de dollars)

Pays	1929	1936	1943	1950	1957	1960	1962	1965	1966	1967	1968
France	145	146	167	217	464	741	1006	1609	1758	1904	1910
Allemagne	217	228	513	204	581	796	1472	2431	3077	3487	3774
Italie	113	70	85	63	252	384	540	982	1148	1242	1272
Pays-Bas	434	19	60	84	191	283	370	686	858	917	1073
Bel-Lux	64	35	66	69	192	231	283	596	745	856	963
C.E.E.	582	499	891	637	1680	2644	3671	6304	7587	8406	6703
R.Uni	-	-	-	-	-	-	-	5123	5652	6101	1436
Suisse	-	-	-	-	-	-	-	1120	1210	1322	-

Source : DICKIE R.B., Foreign investment : France A case study, Leyden, 1970.

Une autre partie du profit de seigneurage consiste dans le rendement des investissements supplémentaires réalisés par le pays de la monnaie de réserve du fait de la réalisation d'un déficit continu de sa balance des paiements. Il s'agit de la partie « capital » du profit de seigneurage. Contrairement à la partie « courante », cette partie du seigneurage ne cesse pas avec les acquisitions étrangères de dollars. Même si les déficits disparaissent, le stock d'actifs étrangers continue à générer des rendements. Le revenu réel du pays de la monnaie de réserve continue donc de croître tant que ces actifs produisent un taux de rendement supérieur à ce que rapporterait ce capital s'il était investi dans l'économie domestique plutôt qu'à l'étranger.

Historiquement deux monnaies ont bénéficié de ce que le Général de Gaulle a qualifié de privilège exorbitant.

Cohen (1971) estime la partie "capital" des gains nets de seigneurage britanniques liés à la fonction de monnaie internationale du sterling à 110 millions £ sur la période 1965-1969. La comparaison du taux de rentabilité des investissements directs britanniques à l'étranger (6%) au taux de rentabilité du capital domestique (3%) conduit, sur la période, à retenir un taux de rendement net des investissements britanniques à l'étranger de 3%. L'ampleur des investissements supplémentaires britanniques réalisés à l'étranger du fait de la fonction de monnaie de réserve du sterling est approchée par le montant des engagements liquides totaux britanniques envers les banques centrales de la zone sterling et des détenteurs privés (3700 millions de £).

Aliber (1964) suggère que l'ampleur du gain de flexibilité conféré au pays-centre dans le financement de sa balance des paiements ne correspond pas au montant de ses engagements à court terme envers les institutions officielles étrangères. Une partie du gain peut être compensé en partie par les coûts qui sont attachés au rôle d'émetteur de la monnaie de réserve (prêteur en dernier ressort, etc.). Ainsi, sur la période 1950-1963, afin d'assurer la stabilité du rapport entre ses réserves or et ses engagements à court terme, les Etats-Unis ont partiellement compensé l'accroissement de leurs engagements liquides envers l'étranger qui s'est élevé à 8

milliards de dollars par une augmentation de leur stock d'or. Aliber (1964) estime ainsi les acquisitions nettes supplémentaires américaines de biens et services, de titres à l'étranger à seulement 6 milliards de dollars sur la période. Avec un taux de rendement net estimé à 7%, le gain de flexibilité aurait rapporté aux Etats-Unis sur la période 1950-1963, quelques 420 millions de dollars.

Selon Grubel (1969)¹⁶, l'évaluation des gains liés à la fonction de banquier mondial du pays-centre est compliquée par la difficulté de déterminer les coûts qui sont attachés à ce rôle et propose de mesurer les flux annuels de revenus (S) qui reviennent au pays émetteur de la monnaie de réserve lorsque ce dernier réalise un déficit de sa balance des paiements pendant n années par l'expression suivante :

$$S = [(R - r - c) / (1 + d) + (R - r - c) / (1 + d)^2 + \dots + (R - r - c) / (1 + d)^n] \times D$$

où r, c et R représentent respectivement :

- le taux annuel de rendement des actifs liquides en dollars détenus par les banques centrales étrangères,
- le « coût des affaires », c'est-à-dire les frais, les coûts associés au rôle de banquier mondial du pays-centre,
- le taux de rendement des investissements effectués par le pays-centre qui correspond à la productivité marginale du capital emprunté au reste du monde.

Par ailleurs, n est l'année où le pays-centre « liquide » ses engagements vis-à-vis des banques créditrices du reste du monde par un surplus de sa balance des paiements. L'actualisation est effectuée au taux d.

En supposant R, r et c constants et si $\sum D$ représente la somme des déficits d'une période, lorsque n tend vers l'infini, l'expression précédente prend la forme d'une suite géométrique de raison $[1 / (1 + d)]$ soit :

$$S = [(R - r - c) / d] \times \sum D$$

Si $r = 0$, $c = 0$ et $R = d$ alors $S = \sum D$, la valeur actualisée du seignuriage est égale à la somme des déficits réalisés au cours d'une période.

En évaluant à la fin de l'année 1967, les engagements à court terme totaux des Etats-Unis envers les institutions officielles étrangères à 16 milliards de dollars et ceux du Royaume-Uni à 2 milliards de dollars (avant la dévaluation de novembre 1967), et sous l'hypothèse que $R = 10\%$ et $r + c = 5\%$, Grubel estime le flux de revenus associés au rôle de banquiers mondiaux des Etats-Unis et du Royaume-Uni à respectivement 800 millions de dollars et 100 millions de livres.

Section 2: Des conditions pérennes du seignuriage américain

La dégradation de la balance des paiements courants britanniques au cours de l'entre-deux-guerres a progressivement entamé la confiance qu'inspirait la livre à ses détenteurs et facilité

¹⁶ Voir aussi Aliber (1973).

ainsi l'émergence du dollar comme monnaie de réserve internationale. Il est tentant d'établir un parallèle entre les conditions qui ont conduit à la substitution progressive du dollar à la livre comme monnaie de réserve internationale et la contestation potentielle du statut actuel de monnaie de réserve de la monnaie américaine.

La question est examinée dans cette section au regard de la position de débiteur net des Etats-Unis depuis le début des années 1980 et de l'avènement de la monnaie européenne.

2.1 Offre de la liquidité internationale et conditions pérennes du statut de monnaie de réserve

Afin de satisfaire la demande de monnaie internationale, le pays-centre doit réaliser un déficit de sa balance des paiements. La fonction de banquier mondial est généralement associée à une configuration particulière de la balance des paiements du pays-centre.

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. La liquidité internationale peut croître mais les déficits des paiements courants qui tendent à miner la position de créateur net du pays-centre et donc la confiance qu'inspire la monnaie internationale ne se produiront pas.

Historiquement, cette configuration globale de la balance des paiements a caractérisé les principaux pays dont la monnaie a été utilisée comme monnaie de réserve internationale.

De la fin du 19^{ème} siècle à la Première Guerre mondiale, La puissance économique du Royaume-Uni et l'émergence de Londres comme centre financier ont imposé la livre Sterling comme principale monnaie de réserve. Les sorties de capitaux britanniques finançaient les déficits commerciaux de pays économiquement moins avancés (Canada, Australie, Argentine, Etats-Unis). Dans le système de l'étalon or, la livre sterling est devenue la principale monnaie de réserve parce qu'ayant confiance en la monnaie anglaise, les Etats qui détenaient des créances libellées en sterling ne les échangeaient pas contre de l'or mais les utilisaient dans leurs règlements extérieurs.

Ainsi, de la seconde moitié du 19^{ème} siècle à la Première Guerre mondiale, les exportations de capitaux britanniques ont généré des revenus dont le rapatriement a largement compensé les déficits commerciaux. Sur la période 1900-1913, l'investissement net à l'étranger de la Grande-Bretagne représentait environ 2/5 du total de l'investissement net national.

A la fin de la Seconde Guerre mondiale, les Etats-Unis participent largement à l'effort de reconstruction de l'Europe et le dollar devient la principale monnaie de réserve internationale. A l'époque, le système de Bretton-Woods reposait sur la confiance qu'inspirait le dollar. Le rapport existant entre les réserves métalliques américaines et la masse des dollars détenus par l'étranger permettait de garantir la convertibilité externe du dollar en or au taux de 35 dollars l'once.

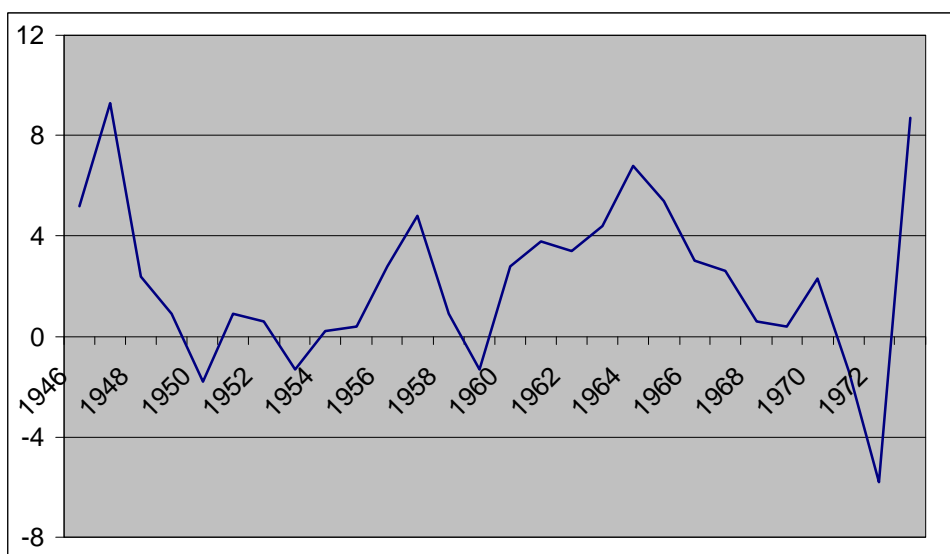
Cependant l'accumulation de déficits continus du compte courant de la balance des paiements reflétée à travers l'accroissement des engagements de court terme du pays-centre envers l'étranger tend à long terme à éroder la convertibilité externe de la monnaie internationale.

Dans les années 30, le déficit de la balance commerciale britannique a été de moins en moins compensée par les revenus de services, la balance des paiements courants s'est dégradée ce qui a conduit à miner progressivement la confiance qu'inspirait la livre sterling à ses détenteurs. Avec les accords de Bretton-Woods instaurés au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, les Etats-Unis deviennent le premier centre financier mondial. Le dollar se substitue à la livre comme monnaie de réserve internationale

La question du lien existant entre la diffusion de la monnaie internationale et l'accroissement induit des engagements externes du pays-centre, a été notamment analysée dans le contexte de l'étalon de change or par Gemmill (1960) et Kennen (1960). Kennen suggérait en particulier que l'accumulation des engagements de court terme des Etats-Unis liés à la diffusion internationale du dollar comme monnaie de réserve risquait d'entraîner une perte de confiance en la monnaie américaine et provoquer la destruction du système de l'étalon de change or.

Jusqu'à la fin des années 50, les déficits courants américains sont restés modérés. Dans les années 60, la forte croissance des investissements directs américains à l'étranger (tableau 1) a généré des exportations de capitaux à long terme largement compensées par les excédents du compte courant américain (graphique 1) et les entrées de capitaux étrangers à court terme. A partir de la fin des années 60, les engagements de court terme (officiels et privés) des Etats-Unis ne sont plus couverts par les réserves métalliques américaines. Le Congrès américain vote le 14 mars 1968 la suspension de la convertibilité externe du dollar. L'apparition des premiers déficits commerciaux au début des années 1970 finit par miner la confiance qu'inspire le dollar à ses détenteurs. Le Président Nixon déclare officiellement la suppression de la convertibilité du dollar en or le 15 août 1971.

Graphique 1
Compte courant américain, 1946-1973
(milliards de dollars)



Source: U.S. Department of Commerce

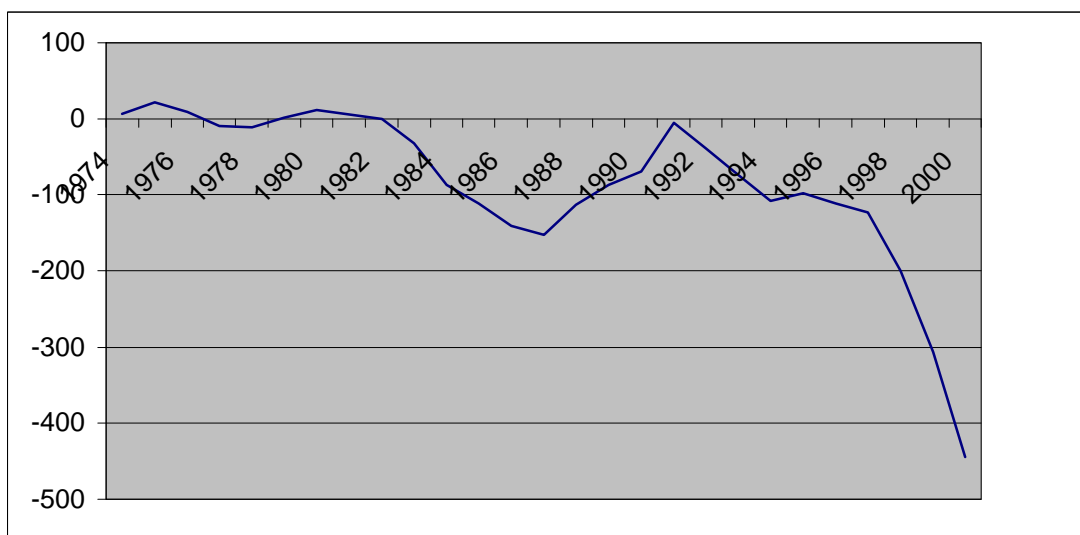
La particularité du système de Bretton-Woods a été de créer un monopole de fait du dollar comme instrument de réserve internationale. Les accords ont incité les institutions officielles étrangères à conserver les engagements extérieurs de court terme des Etats-Unis dans leur réserves de liquidité internationale. Le mécanisme d'ajustement automatique des balance des paiements qui prévalait sous le régime de l'étalon-or classique ne se produisant pas, les Etats-Unis ont pu accumuler des déficits de leur compte courant qui, du fait du rattachement du dollar à l'or a impliqué la suspension de la convertibilité externe de la monnaie américaine et la fin du système de Bretton-Woods (Rueff,1966; Aglietta, 1986).

Sous la période de l'étalon or classique, c'est donc le principe de la convertibilité externe des principales monnaies de réserve qui a fait de la dégradation de la position de liquidité internationale un facteur déterminant dans l'explication du déclin historique de la livre comme monnaie de réserve internationale. L'apparition de déficits continus de la balance des paiements britanniques a en effet fortement miné la position de banquier mondial du Royaume-Uni.

Sous l'étalon de change or, la détérioration de la position d'investissement net des Etats-Unis induite par la réalisation des déficits continus du compte courant a mis fin au système de Bretton -Woods.

Dans les années 1980 et les années 1990, les déficits commerciaux importants américains ont été reflétés dans les déficits continus de la balance des paiements courants américaine (graphique 2).

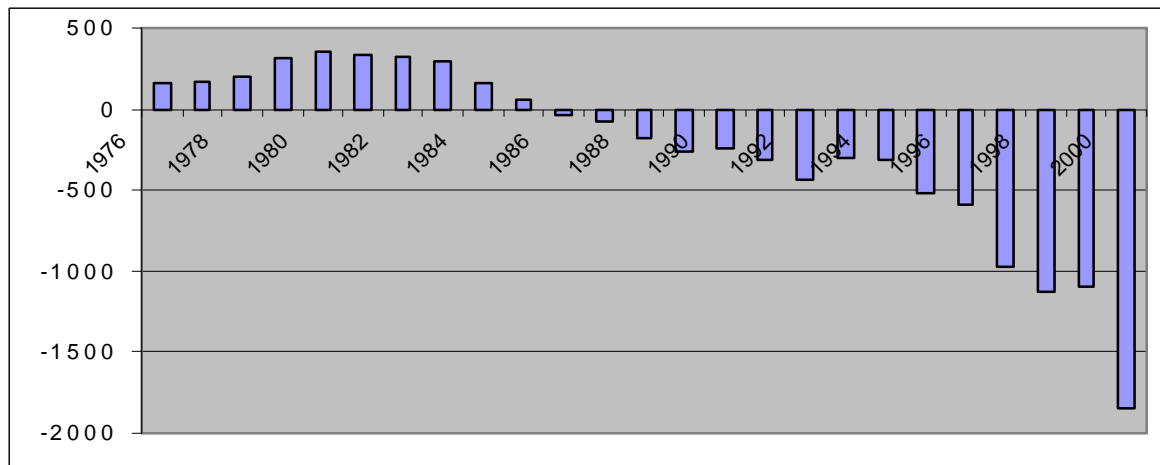
Graphique 2
Compte courant américain,
1974-2000 (milliards de dollars)



Source: U.S. Department of Commerce

Cette évolution a fortement érodé la position de créateur net des Etats-Unis (graphique 3).

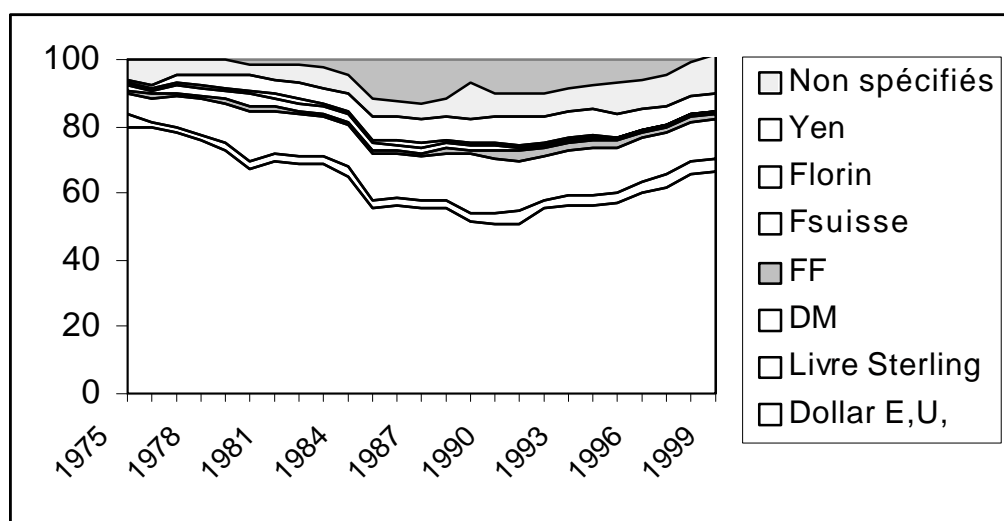
Graphique 3
Position d'investissement net des Etats-Unis,
1976-2000 (millions de dollars)



Source: U.S. Department of Commerce

Pourtant, depuis 1982, la position de débiteur net américaine ne semble pas, jusqu'à aujourd'hui, avoir entamé la position de monopole du dollar comme monnaie de réserve internationale. Malgré des déficits continus du compte courant, le dollar occupe toujours une part prépondérante dans les réserves officielles des banques centrales étrangères (graphique 4).

Graphique 4
Part des différentes monnaies nationales dans le total des avoirs officiels en devises (en%)



Source: Rapports annuels du F.M.I.

On peut donc s'interroger sur la pertinence de la position d'investissement net du pays-centre qui reflète l'accumulation de ses dettes envers l'étranger comme indicateur de la pérennité du pouvoir de monopole d'une monnaie comme monnaie de réserve internationale. L'analyse des conditions pérennes du statut de monnaie de réserve internationale du dollar au regard de la dégradation de la position d'investissement extérieur net des Etats-Unis doit être mise en parallèle avec l'émergence de nouveau centre financier et en particulier au regard de la contestation possible du monopole américain par la nouvelle monnaie européenne.

2.2 La contestation du pouvoir de monopole du dollar

La contestation du statut actuel de monnaie de réserve du dollar peut être envisagée au regard de l'avènement de la nouvelle monnaie européenne.

L'euro pourra concurrencer le dollar à condition que son usage s'impose pour remplir les fonctions principales que remplies traditionnellement une monnaie sur le plan international (tableau 2):

- la fonction de réserve de valeur (réserves officielles en euro pour les banques centrales et actifs financiers libellés en euro pour les investisseurs privés);
- la fonction de moyen de paiement pour les échanges ou les interventions des banques centrales;
- la fonction d'unité de compte dans l'utilisation pour le libellé et la facturation des échanges, la dénomination de la dette ou l'ancrage de la monnaie.

Tableau 2
Fonctions des devises internationales

Fonction	Secteur privé	Secteur officiel
Unité de compte	Facturation et cotation des marchandises	Définition des parités ou des zones cibles
Moyen de paiement	Monnaie véhiculaire sur le marché des changes	Intervention sur les marchés des changes, financement des balance des paiements
Réserve de valeur	Créances et engagements	Détention de réserves

Source: Emerson et al., 1990.

Plusieurs arguments ont été évoqué pour expliquer l'émergence d'une monnaie sur le plan international.

L'un repose sur le constat qu'il existe une hiérarchie dans les fonctions que remplit une monnaie sur le plan international: d'abord moyen de paiements, puis réserve de valeur et enfin

unité de compte¹⁷. L'histoire de la livre sterling et du dollar des Etats-Unis aurait permis de mettre en évidence l'existence d'un « cycle de vie » des monnaies véhiculaires.

Un autre suggère que la demande de monnaie de réserve dépend des caractéristiques inhérentes au processus d'internationalisation de la monnaie et repose sur un certain nombre de prérequis (Tavlas et Ozeki, 1992) :

- de la performance du pays émetteur de la monnaie en matière de stabilité politique ou d'instabilité des prix (niveau et variation). La stabilité politique du pays émetteur ainsi que la stabilité interne de la valeur de sa monnaie constituent en effet le gage de la confiance qu'expriment les détenteurs de monnaie (officiels ou privés) au regard de sa valeur.
- du degré de libéralisation des marchés financiers et de la mobilité des flux de capitaux. Un pays dont la monnaie est utilisée internationalement doit posséder un *vaste* marché financier qui puisse à la fois mettre à la disposition des prêteurs et des emprunteurs une gamme importante d'instruments financiers, être suffisamment *liquide*, c'est-à-dire caractérisé par un marché secondaire développé et enfin suffisamment *déréglementé* afin de faciliter la mobilité des flux de capitaux. Ainsi, Williams (1968) et McKinnon (1979) ont suggéré que la suprématie du sterling dans le commerce international pendant la seconde moitié du 19^{ème} siècle reflétait en partie le fait que Londres était un centre financier développé permettant d'escompter les effets de commerce en provenance du reste du monde à des taux relativement bas¹⁸.
- de la structure du commerce extérieur et du choix de la monnaie de facturation.

Un argument complémentaire a tenté d'établir un lien direct entre la position d'investissement net d'un pays et l'utilisation de sa monnaie sur le plan international.

Un pays qui dégage une position d'investissement net à l'étranger positive est un pays crédeur net vis-à-vis du reste du monde. Le reste du monde accumule des créances nettes sur un pays qui est déficitaire. Or, comme le soulignent Tavlas et Ozeki (op.cit.), une nation qui dégage un surplus du compte courant de sa balance des paiements, ne voit pas pour autant sa monnaie utilisée internationalement si ses exportations ne sont pas libellées en sa propre monnaie.

La diffusion de la monnaie comme monnaie internationale n'est donc pas induite par la position d'exportateur-nets de capitaux du pays (surplus de la balance des paiements courants impliquant des sorties nettes de capitaux libellés en monnaie internationale). Par contre, la position en compte courant (débitrice ou créditrice) est importante car elle peut affecter la confiance qu'ont les détenteurs de la monnaie en sa valeur et donc contraindre ou encourager indirectement son utilisation sur le plan international.

¹⁷ H.BOURGUINAT, La concurrence des monnaies véhiculaires : vers le polycentrisme monétaire ?, dans *Croissance, échange et monnaie en économie internationale. Mélanges en l'honneur de J.Weiller*, Economica, 1985.

¹⁸ Voir également Aliber (1964).

Malgré la dégradation continue de la position extérieure nette des Etats-Unis depuis le début des années 1980, actuellement, le système monétaire international reste largement dominé par le dollar américain (tableau 3).

Tableau 3
Part des différentes monnaies dans le total des réserves officielles des pays industrialisés, 1975-1999 (en %)

Pays	1975	1980	1985	1990	1995	1998	1999
Etats-Unis	79.4	66.8	55.3	50.6	56.8	65.7	66.2
Grande-Bret.	3.9	2.9	2.7	3	3.1	3.8	4.0
Allemagne	6.3	14.9	13.9	16.8	13.5	12.1	-
France	1.2	1.7	0.8	2.4	2.2	1.3	-
Suisse	1.6	3.2	2.1	1.2	0.8	0.7	0.7
P-Bas	0.6	1.3	0.9	1.1	0.4	0.3	-
Euro	-	-	-	-	-	-	12.5
Japon	0.5	4.3	7.3	8	6.8	5.3	5.1
ECU	-	-	11.6	9.7	6.8	0.8	-
Non spécifiés	6.5	3.1	4.9	7.1	9.6	9.9	11.6

Source : Rapports annuels du F.M.I.

La composition des réserves en devises a changé peu à peu mais à un rythme soutenu au cours des dix dernières années. La part du dollar, principale monnaie de réserve internationale, est passée de 51% du total au début des années 90 à 66% à la fin de l'année 1999. Le dollar représente donc toujours l'essentiel des avoirs officiels en devises. Cependant en 1999, la monnaie européenne est devenue la deuxième monnaie de réserve par ordre d'importance avec 13%. A la fin de 1999, sa part était de deux points plus faible que la part globale, à la fin de 1998, des quatre monnaies remplacées par l'euro dont fait état le tableau 3. Cependant même si la composition des réserves officielles en devises tend à être de plus en plus favorable aux devises européennes, leurs parts dans les avoirs officiels en devises restent sensiblement inférieures à celle du dollar.

Dans ses fonctions privées, la prépondérance du dollar comme monnaie internationale s'explique essentiellement par la place dominante qu'occupent les Etats-Unis dans les échanges internationaux (tableau 4).

Tableau 4
Part des principales monnaies dans le libellé du commerce international (en %)

	1980		1987		1992	
	part des exportations libellés en (en %)	part relative du pays dans le commerce mondial	part des exportations libellés en (en %)	part relative du pays dans le commerce mondial	part des exportations libellés en (en %)	part relative du pays dans le commerce mondial
Dollar	56.1	4.5	47.9	3.4	47.6	3.6
Mark	13.6	1.4	16.1	1.5	15.3	1.4
Yen	2.1	0.3	4.0	0.5	4.8	0.6
Livre	6.5	1.1	5.5	0.9	5.7	1.0
Franc	6.2	0.9	6.5	1.0	6.3	1.0
lire	2.2	0.5	3.2	0.6	3.4	0.7
autres	2.6	0.7	2.8	0.7	2.8	0.8

Source: International currency competition and the future role of the single European Currency, 1994.

Le dollar est la principale monnaie utilisée comme monnaie de facturation: en 1992, 47.6% des exportations mondiales étaient libellées en dollars. Cependant, la part du dollar a sensiblement diminué entre 1980 et 1987, passant respectivement de 56.1 % à 47.6 %. Cette évolution s'explique en partie par la forte instabilité du dollar au cours de la période. Le repli du dollar comme monnaie de facturation et moyen de paiement international a largement profité au mark. La part du mark dans le libellé des échanges mondiaux passe de 13.6 % à 15.3 % et reflète la part croissante de l'Allemagne dans le commerce mondial.

Le repli du dollar dans ses fonctions privées constaté depuis plus une dizaine d'années pourrait donc contribuer à accélérer l'internationalisation de la future monnaie européenne.

Conclusion

L'avènement de la monnaie européenne devrait progressivement concurrencer la suprématie du dollar et rendre peut-être un peu plus délicat le financement extérieur des Etats-Unis. Le système monétaire international semble en effet s'acheminer vers une structure un peu plus "oligopolistique" dans laquelle le dollar serait concurrencé par la monnaie européenne dans sa fonction de monnaie de réserve. Le déclin du dollar dans ses fonctions privées est déjà amorcé depuis un peu plus d'une dizaine d'années. Toutefois, dans ses fonctions officielles, la monnaie américaine reste prépondérante comme instrument de réserve internationale. Comme l'a souligné notamment Kenen (1993), le processus d'internationalisation d'une monnaie est caractérisé par des phénomènes d'hystérésis. La devise qui a déjà été utilisée au plan international bénéficie d'une forte préférence tenant à l'effet d'inertie. La livre sterling est restée une monnaie de réserve internationale un demi-siècle après que le Royaume-Uni a perdu son rôle de grande puissance économique au lendemain de la Première Guerre mondiale (Cohen, 1971). La suprématie future de la monnaie américaine comme monnaie de réserve internationale, résultera de moins en moins du rôle conféré historiquement au dollar vis-à-vis des autres devises que de la confiance qu'inspire la monnaie américaine à ses détenteurs.

Bibliographie

Aliber R.Z., The cost and benefits of the U.S. role as a reserve currency country, *Quarterly Journal of Economics*, 1964.

Bilson J., The choice of an invoice currency in international transaction, dans J.S.Bhandari and B.H.Putman (ed.), *Economic Interdependence and flexible exchange rates*, Cambridge, MIT Press, 1983, pp.384-401.

Cohen B.J., A survey of capital movements and findings regarding their interest sensibility, dans *United States Balance of Payments - Hearing before the joint economic committee- U.S. Government printing office*, 1963.

Cohen B.J., The seigniorage gain of an international currency : an empirical test, *Quarterly Journal of Economics*, n°3, Août 1971.

Emerson M., Gros D., Italianer A., Pisani-Ferry J. et Reichenbach H., *Marché unique, monnaie unique*, Economica, 1991.

Gemmill R.F., Interest rates and foreign dollar balances, *The Journal of Finance*, n°3, 1961.

Gros, D., *Seigniorage and EMS Discipline*, chapter 7, in De Grauwe and Papademos (ed.), 1990.

Grubel H.G., The Distribution of seignorage from international liquidity creation, in *Monetary Problems of the International economy*, ed. R.A. Mundell et A.K. Swoboda, The University of Chicago Press, 1969.

Harrod S.R., *La monnaie*, Dunod 1971.

Jefferson, P.N., (1998), *Seigniorage payments for use of the dollar: 1977-1995*, *Economics Letters* 58, 225-230.

Johnson H.J., A note on seigniorage and the social saving from substituting credit for commodity money, in *Monetary Problems of the International economy*, ed. R.A. Mundell et A.K. Swoboda, The University of Chicago Press, 1969.

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

Kirschen E.S., *le seigneuriage externe américain. Son origine, son coût pour l'Europe, et quelques ripostes possibles*, *Cahiers économiques de Bruxelles*, 1973.

Kolm, S-C., *Les Etats-Unis bénéfient-ils du droit du seigneur ?*, *Kyklos*, 1971

McKinnon R.I., *Private and official international money : the case for the dollar*, *Essays in International Finance*, n°74, 1969.

McKinnon R.I., Money in international exchange, Oxford University Press, 1979.

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

Salant W., The reserve currency role of the dollar : blessing or burden to the United States ? , Review of Economics and Statistics, XLVI, 1964.

Swoboda A., The euro-dollar market: an interpretation, Essays in international finance, n°64, 1968.

Tavlas S. G.S., On the international use of currencies : the case of the Deutsche Mark, Essays in International Finance, n°181, 1991.

Tavlas G.S. et Ozeki Y., The internationalization of currencies : appraisal of the Japanese Yen, Occasional Paper, n°90, International Monetary Fund, janvier 1992.

Williams D., The evolution of the sterling system, dans C.R.Whittlesey and J.S.Wilson (ed.) , Essays in Money and Banking in Honour of R.S. Sayer, Oxford University Press, 1968, pp.266-297.