

Seigneuriage et bénéfice de la banque centrale

Ernst Baltensperger* et Thomas J. Jordan**

* Professeur ordinaire d'économie politique à l'Université de Berne

** Conseiller scientifique, Direction des études économiques,
Banque nationale suisse

Depuis que l'on bat monnaie, le droit de frappe peut – c'est bien connu – générer des recettes. A l'époque de la monnaie métallique, elles provenaient soit des droits que le monnayeur pouvait exiger pour la transformation du métal en pièces, soit de la différence entre la valeur du métal et le pouvoir d'achat de celui-ci après la frappe.¹ Au moyen âge, le droit de battre monnaie n'appartenait qu'à certains seigneurs et souverains et était généralement octroyé par l'empereur, le roi ou le pape. Le mot *seigneurage*, qui désigne le bénéfice tiré de la frappe des monnaies, vient de seigneur, celui à qui ce droit était dévolu. Ce droit a été transféré au pouvoir central au moment de la constitution des Etats nationaux en Europe, ce qui a mis fin un peu partout au chaos résultant de la circulation de diverses monnaies et permis à l'Etat central de revendiquer le bénéfice tiré de la création de monnaie.

Dans un système de monnaie purement métallique, les recettes tirées du droit de frappe se limitent aux taxes perçues à l'exercice de ce dernier ou, lors de la frappe de monnaies divisionnaires de valeur inférieure, à la différence entre la valeur du métal et la valeur nominale. L'introduction des billets de banque a offert la possibilité de ne couvrir qu'en partie les coupures en circulation par du métal (généralement or ou argent), de sorte que la banque émettrice a pu utiliser la partie non couverte de ses billets pour des placements productifs d'intérêts et réaliser ainsi un bénéfice supérieur à celui provenant de la simple création de monnaie. La possibilité de réaliser un bénéfice par l'émission de billets de banque a été une des raisons du transfert au fil du temps de ce droit d'émission à l'Etat central. De nos jours, le droit exclusif d'émettre des billets de banque est délégué dans la plupart des Etats à la banque centrale. L'émancipation de l'émission monétaire du devoir de couverture métallique a permis aux banques centrales d'émettre toute la monnaie désirée en acquérant des actifs rémunérés en contrepartie, et de faire ainsi varier à discrétion la masse monétaire nominale.² Dans ce système de monnaie fiduciaire, la valeur de l'argent repose de manière décisive sur la confiance du public dans la capacité de la banque centrale à maintenir un lien étroit entre masse monétaire et pouvoir économique du pays, et à ne créer de la monnaie que contre l'échange de titres et de placements réels de première qualité. Les recettes tirées du monopole d'émission des billets se composent alors du produit des intérêts des actifs acquis lors de la création de monnaie et des revenus résultant de la croissance en volume de cette dernière.

1 Voir Johnson (1969).

2 La sélection des actifs que la banque centrale peut détenir est habituellement régie par la loi.

Cette évolution oblige à tenir davantage compte des recettes tirées du droit de création monétaire que ce n'était le cas à l'époque de la monnaie purement métallique. La notion de *seigneurage* a été transposée dans la littérature économique du système de monnaie métallique à celui de papier-monnaie: elle englobe aujourd'hui toutes les recettes résultant directement de l'offre monopolistique de monnaie centrale.

Bien que l'économie politique sache depuis longtemps que le droit de battre monnaie génère des recettes, le grand public ignore le plus souvent la genèse de celles-ci.³ Cet article vise donc à mettre en évidence les sources du seigneurage dans une économie qui utilise le papier-monnaie comme moyen d'échange. Les auteurs font en l'occurrence une distinction claire entre le bénéfice de la banque centrale et le seigneurage proprement dit. Cet article a de plus pour objectif d'examiner les effets économiques qu'entraîne la distribution du bénéfice de la banque centrale au profit du gouvernement.

L'article se subdivise comme suit. La mesure adéquate du seigneurage est analysée dans le chapitre 1. Le chapitre 2 traite des différences entre bénéfice de banque centrale et seigneurage. Le chapitre 3 est consacré à une discussion sur le niveau optimal de seigneurage. Le chapitre 4 examine différentes questions soulevées par le transfert du bénéfice de la banque centrale au gouvernement. Les risques économiques d'une telle distribution sont analysés dans le chapitre 5. Enfin, le chapitre 6 tire quelques conclusions.

3 La littérature économique a même prétendu à maintes reprises que le monopole des billets ne permettait pas de réaliser stricto sensu un bénéfice réel; voir par exemple Van Suntum (1982).

1. Seigneuriage

Le bénéfice de la banque centrale est souvent assimilé au seigneuriage. Cela n'est vrai que dans des cas bien spécifiques. Généralement, seigneuriage et bénéfice de banque centrale diffèrent l'un de l'autre. Traitons d'abord du seigneuriage, que l'on définit comme le revenu périodique résultant du monopole de l'émission de billets. Une banque centrale réalise un seigneuriage lorsque l'Etat lui attribue le monopole de l'émission de moyens de paiement légaux (billets de banque).⁴ Ce monopole revêt de l'importance du fait que les banques commerciales et le reste du secteur privé sont tributaires de moyens de paiement légaux, et donc de monnaie de banque centrale, pour exécuter leurs transactions et assurer leur liquidité.⁵ Le niveau de la demande de monnaie centrale dépend étroitement du développement technique des opérations de paiement et des dispositions légales.⁶

Discuter du seigneuriage c'est d'abord poser la question de sa mesure. Deux manières différentes de le déterminer ont été proposées dans la littérature économique. Le *concept de seigneuriage monétaire* le mesure comme le produit du taux de croissance de la masse monétaire nominale μ et de la monnaie centrale m exprimée en proportion du produit national.⁷ Le *concept de coût d'opportunité du seigneuriage* l'évalue comme le produit du taux d'intérêt nominal et de la monnaie centrale m .⁸ Précisons que pour l'analyse du secteur public, il convient de définir les variables de flux et d'état en proportion du produit national nominal, car une grande partie des recettes et des dépenses nominales de l'Etat est déterminée par la croissance réelle et par l'inflation. Etant donné que la banque centrale est une composante du secteur public et qu'une grande partie du seigneuriage provient de la croissance réelle de l'économie ainsi que de l'inflation, il semble également plus judicieux, à des fins d'analyse, de définir les grandeurs de flux et d'état en valeurs relatives par rapport au produit national. Dans ce qui suit, les taux de croissance et les taux d'intérêt sont exprimés en pourcentage.

Pour bien comprendre les principes économiques relatifs à la notion de seigneuriage et pouvoir en donner une mesure correcte, nous considérons une économie simple en situation d'équilibre. L'économie croît en termes réels au taux n . Le taux d'intérêt réel r est constant et la banque centrale maintient inchangé le taux d'inflation π , de sorte que le taux d'intérêt nominal $i = r + \pi$ est également constant. Nous partons de l'hypothèse que la mon-

naie centrale m est créée par l'achat d'obligations de l'Etat productives d'intérêts et que l'élasticité de la demande de monnaie par rapport au revenu national est de un, de sorte que la monnaie de banque centrale reste constante par rapport au produit national. La banque centrale n'accumule pas plus d'actifs qu'il n'est nécessaire pour maintenir constante la valeur de ces derniers par rapport au produit national.

L'équation du bilan de la banque centrale correspond dans ce cas à

$$(1) \quad a = m.$$

L'actif se compose des obligations d'Etat productives d'intérêts a . Le passif englobe la monnaie de banque centrale m . La monnaie centrale m représente un engagement de la banque centrale envers le secteur privé. Etant donné que la banque centrale ne rémunère pas ses engagements, la monnaie de banque centrale constitue un crédit non productif d'intérêts du secteur privé envers la banque centrale.

D'un point de vue économique, le monopole d'émission permet à la banque centrale de percevoir des revenus de deux façons: d'abord, elle peut accroître chaque année la monnaie centrale de μm sans que son engagement envers le secteur privé n'augmente par rapport au produit national; μm est le volume de monnaie nouvellement créé qui correspond à la croissance nominale du produit national. Elle perçoit ensuite des intérêts sur ses actifs à hauteur de ia . Pour maintenir année après année un rapport constant entre les actifs et le produit national, la banque centrale doit investir chaque année le montant $(\pi + n)a$ dans l'achat d'actifs productifs d'intérêts. La part du produit des intérêts devant servir à maintenir constant le niveau relatifs des actifs productifs d'intérêts ne représente pas économiquement parlant un revenu. Le produit des intérêts proprement dit s'élève donc à $(i - \pi - n)a$.⁹ Le seigneuriage s correspond à la somme des deux revenus

$$(2) \quad s = \mu m + (i - \pi - n)a.$$

4 Nous considérons ici le seigneuriage exercé par l'Etat et la banque centrale. Si des banques commerciales disposent d'un certain pouvoir monopolistique dans la création d'avoirs à vue (en raison notamment d'un cartel), elles peuvent également réaliser un seigneuriage lors de la création de monnaie scripturale (avoirs à vue). Comparer à ce sujet Baltensperger et Jordan (1997b).

5 La monnaie centrale se compose des billets de banque et des avoirs en comptes de virements des banques à la banque centrale. Ces dernières peuvent en tout temps échanger leurs avoirs en

compte de virement contre des billets de banque, et vice-versa.

6 Comparer à ce sujet Bischof et Heller (1998) ainsi que Groeneveld et Visser (1997).

7 Voir par exemple Klein et Neumann (1990).

8 Voir par exemple Phelps (1973), Auernheimer (1974), Marty (1978) et Barro (1982).

9 Dans une économie en expansion, le taux d'intérêt déterminant sur le plan économique est $i - \pi - n$, qui se rapporte aussi bien à son endettement qu'à ses actifs.

Si la monnaie de banque centrale m évolue dans un rapport constant avec le produit national, le taux de croissance de la masse monétaire nominale μ doit correspondre à la somme de l'inflation π et du taux de croissance réel de l'économie n . Le seignuriage s total est de ce fait

$$(3) \quad s = (\pi + n)m + (i - \pi - n)m = im.$$

Dans la situation d'équilibre considérée ici, le concept de coûts d'opportunité comprend le seignuriage total. Par contre, le concept monétaire sous-évalue le seignuriage tant que le taux d'intérêt nominal est plus élevé que $\pi + n$, ce qui est le cas à l'équilibre d'une économie dynamiquement efficiente, qui ne souffre donc pas de surcapitalisation.^{10,11} Le seignuriage correspond ainsi aux coûts d'opportunité de la banque centrale dans le cas où celle-ci devrait échanger la monnaie centrale contre un crédit productif d'intérêts.

Drazen (1985) a été le premier à indiquer que le seignuriage total correspond aux flux constant de revenus tirés de deux sources différentes.¹² La première source produit un revenu de seignuriage de μm , soit l'expansion nominale de la monnaie de banque centrale. C'est le prix que paie chaque année le secteur privé pour disposer de façon continue d'un volume de monnaie de banque centrale constant par rapport au produit national. La seconde source de seignuriage correspond au revenu net tiré des actifs producteurs d'intérêts de la banque centrale, et cela pour un montant de $(i - \pi - n)a$. Ce revenu provient des crédits non rémunérés accordés à la banque centrale par le secteur privé; le taux d'intérêt économiquement approprié s'élevant à $i - \pi - n$. Drazen (1985) a appelé *source d'imposition* la première source et *source de monopole* la seconde. Il est toutefois important de noter que les deux sources reposent sur le monopole de la banque centrale pour l'émission des billets et des réserves bancaires.

Le niveau du seignuriage total dépend du taux d'intérêt nominal i et de la demande de monnaie centrale m . Il convient donc de se demander quel taux d'intérêt est approprié pour mesurer le seignuriage. En règle générale, une banque centrale peut créer la totalité de la monnaie centrale par l'achat d'obligations de l'Etat, de sorte que ses actifs ne sont exposés à aucun risque d'insolvabilité ou de change. Pour le calcul du revenu provenant exclusivement du monopole d'émission, il est donc parfaitement justifié d'admettre une structure sans risque des actifs de la

banque centrale. Dans ce cas, les bénéfiques et les pertes sur actifs de la banque centrale résultant de variations des taux d'intérêt sont compensés au sein du secteur public. Le taux d'intérêt des obligations d'Etat à long terme assorti d'une possibilité d'ajustement au fil du temps est par conséquent le taux adéquat pour déterminer l'ampleur du seignuriage.

Le taux d'intérêt nominal correspond à la somme du taux d'intérêt réel et de l'inflation. Mais comme la demande de monnaie centrale dépend négativement du taux d'intérêt nominal et par conséquent du taux d'inflation, la banque centrale ne peut pas augmenter le seignuriage à volonté. La monnaie de banque centrale m diminue lorsque l'inflation s'accroît, de sorte que le produit de i et m se réduit à partir d'un certain taux d'inflation si le renchérissement accélère. Le seignuriage im est donc soumis à un effet de «courbe de Laffer» typique.¹³ La demande de monnaie centrale n'est cependant pas uniquement déterminée par le taux d'inflation. Les progrès techniques accomplis dans les opérations de paiement (cartes de crédit, monnaie électronique, systèmes de compensation, etc.) peuvent également mener à une diminution de la demande de monnaie centrale.¹⁴ En outre, celle-ci est également déterminée par des facteurs légaux telles que les prescriptions sur les liquidités minimales des banques.¹⁵

10 On considère qu'une économie est dynamiquement efficiente aussi longtemps que le taux d'intérêt réel est plus élevé que le taux de croissance. La maximisation des possibilités de consommation requiert néan-

moins que le taux d'intérêt réel égale le taux de croissance, ce que postule la «règle d'or» de l'accumulation de capital. Voir à ce propos Phelps (1961).

11 Voir Baltensperger et Jordan (1997a) pour l'analyse d'une situation de déséquilibre.

12 Voir la discussion dans Baltensperger et Jordan (1997a).

13 Voir Baltensperger et Jordan (1997a) en ce qui concerne la discussion de la maximisation des revenus du seignuriage.

14 Comparer à ce sujet aussi Bischof et Heller (1998) ainsi que Groeneveld et Visser (1997).

15 Il est à noter qu'en ce qui concerne les pays dont la monnaie est utilisée dans le monde entier, comme par exemple les Etats-Unis, une grande part de la base monétaire se trouve à l'étranger. Dans ce cas, plus la demande étrangère en billets de banque domestiques est importante, plus sera importante la base monétaire par rapport au produit national, et plus le seignuriage sera élevé pour un taux d'inflation donné.

2. Bénéfice de banque centrale

Dans le chapitre précédent, nous avons signalé que le bénéfice d'une banque centrale ne coïncidait qu'à titre exceptionnel avec le seigneurage, c'est-à-dire avec le revenu tiré du seul monopole d'émission de billets. Ce chapitre traite de la différence entre le seigneurage et le bénéfice de banque centrale.¹⁶ Il existe notamment trois raisons qui expliquent une telle différence:

La première raison tient à la taille du bilan de la banque centrale. Généralement, la somme du bilan est supérieure au montant de monnaie de banque centrale émis.¹⁷ Celle-ci dispose de son propre capital que les propriétaires de la banque ont mis à sa disposition sous forme de capital social ou qu'elle a accumulé en ne distribuant pas tous ses bénéfices. L'équation du bilan de la banque centrale correspond dans ce cas à

$$(4) \quad a = m + c,$$

c étant le montant du capital social et du fonds de réserve de la banque centrale. Un élargissement de son capital accroît ses actifs et elle réalise un revenu supérieur à celui qu'elle aurait généré si elle n'avait disposé que du capital correspondant à la monnaie centrale.¹⁸

La deuxième explication de la divergence entre bénéfice de banque centrale et seigneurage est liée au genre d'actifs qu'un institut d'émission détient dans son portefeuille. Pour calculer le seigneurage, nous avons admis que la banque centrale n'avait en portefeuille que des obligations de l'Etat. En réalité, les banques centrales détiennent un portefeuille mixte englobant, outre les obligations de l'Etat, une grande part de devises et parfois de réserves d'or. Les banques centrales sont d'abord responsables de l'application d'une politique monétaire ciblée et du maintien de la confiance dans leur monnaie. C'est pourquoi elles doivent constituer un portefeuille leur permettant de remplir ces tâches. Par ailleurs, afin d'atteindre leurs objectifs de politique monétaire, il leur faut être capable d'effectuer leurs opérations de marché ouvert sur des marchés suffisamment liquides. Pour cette raison, les petites économies ouvertes détiennent une grosse partie de leur portefeuille sous forme de devises. Des réserves internationales

suffisantes (devises et or) aident également la banque centrale à maintenir la confiance dans sa monnaie.

Les revenus tirés de ce portefeuille mixte peuvent évidemment diverger de ceux des obligations de l'Etat. D'une part, pour des raisons de solvabilité et d'échéance, les rendements attendus peuvent être différents. D'autre part, certains placements comme l'or et les devises ne constituent pas des placements exempts de risques. La banque peut donc – selon l'évolution du taux de change et du prix de l'or – réaliser un bénéfice ou enregistrer une perte. Les divergences de rendements et de risques entre le portefeuille de la banque centrale et un portefeuille composé uniquement d'obligations de l'Etat expliquent l'écart entre le bénéfice de banque centrale et le seigneurage. Pondéré par la monnaie centrale, le bénéfice de l'institut d'émission peut donc, selon l'évolution du marché, être supérieur ou inférieur au seigneurage. Dans les deux cas, la différence entre bénéfice de banque centrale et seigneurage est un effet direct des contraintes que les exigences de politique monétaire exercent sur la structure des actifs de la banque centrale.¹⁹

La troisième raison d'une différence entre bénéfice et seigneurage tient aux coûts que doit supporter l'institut d'émission pour l'accomplissement de ses tâches. Comme les coûts résultant de la seule impression des billets sont relativement modestes, nonobstant les périodes d'hyper-inflation, il n'en est en général pas tenu compte dans le calcul du seigneurage. Par contre, toutes les charges de l'institut d'émission sont prises en considération pour déterminer le bénéfice de banque centrale. Outre les frais dus à l'impression des billets, la banque centrale doit supporter les coûts de l'organisation des opérations de paiement et des transferts en espèces, de l'application de la politique monétaire, et de la surveillance du secteur financier. Ces charges se traduisent par une diminution du bénéfice de banque centrale par rapport au seigneurage.

16 Voir aussi la discussion dans Klein et Neumann (1990).

17 Ce qui est particulièrement le cas de la Banque Nationale Suisse. En Suisse, la somme du bilan de la banque nationale est deux fois plus importante que la base monétaire. Dans d'autres Etats, le rapport est moins élevé. En Allemagne, par exemple, la somme du bilan n'excède pas la base monétaire de plus de 20%.

18 A l'inverse, en période d'augmentation des provisions, le bénéfice en sera diminué d'autant.

19 A ce propos, il est important d'ajouter que les actifs domestiques ne servent pas a priori de rendements plus élevés que les actifs étrangers.

3. Quel est le niveau optimal de seigneurage?

En dehors de la manière adéquate de calculer le seigneurage, la question du niveau optimal que celui-ci devrait atteindre a fait couler beaucoup d'encre dans la littérature économique. Trois théories ont en particulier nourri la discussion:

La première, dite *théorie de l'imposition optimale* («optimal taxation argument»), part de l'idée que le seigneurage constitue une imposition de la détention d'encaisses réelles et devrait donc être considéré de la même façon que n'importe quel autre mode d'imposition. Cette théorie, qui remonte aux travaux de Phelps (1973), postule que les coûts marginaux nationaux devraient être aussi élevés lors de l'imposition des encaisses réelles que pour tout autre type d'imposition.²⁰ Ces coûts marginaux dépendent de l'ampleur des distorsions économiques induites par l'impôt, des coûts de la levée de l'impôt, des possibilités de fraude fiscale et d'un certain nombre d'autres facteurs. Etant donné que le seigneurage varie en fonction du niveau de l'inflation, le taux de cette dernière doit être fixé, selon cette théorie, à un niveau où les coûts marginaux associés à une accélération de la hausse des prix coïncident avec ceux du relèvement de l'imposition des revenus. D'après cette théorie, il paraît donc judicieux, notamment dans les pays où l'économie souterraine est importante et l'imposition des revenus inefficace, de financer, via une plus forte inflation, les dépenses publiques par le seigneurage. Dans les pays où l'économie souterraine est relativement restreinte et qui sont dotés d'un système efficace d'imposition des revenus, l'imposition des encaisses réelles devrait, selon le même argument, être sensiblement inférieure. Néanmoins, le niveau optimal de seigneurage peut malgré tout y être positif.

La deuxième théorie, dite de la *masse monétaire optimale* («optimal quantity of money») a été introduite par Friedman (1969) dans la littérature.²¹ Elle part de l'idée que l'utilité marginale de la détention de monnaie est maximisée lorsque l'utilité marginale de la détention d'encaisses réelles correspond aux coûts marginaux de la production de monnaie. Comme les coûts marginaux de cette production sont pratiquement nuls, l'approvisionnement optimal de

l'économie en monnaie de banque centrale est réalisé lorsque les coûts de la détention de monnaie sont nuls et que les sujets économiques sont approvisionnés à satiété en monnaie centrale. Il en résulte que la détention de monnaie centrale est optimale lorsqu'elle n'occasionne plus de coûts d'opportunité. La monnaie de banque centrale doit dans ce cas rapporter le même revenu que les obligations d'Etat rémunérées. Il n'est pas possible, pour des questions pratiques, de verser des intérêts sur des billets de banque. C'est pourquoi Friedman se prononce en faveur d'une déflation à hauteur du taux d'intérêt réel ($\pi = -r$) qui rend l'intérêt nominal i nul dans l'économie. Dans ce cas, les revenus du seigneurage tombent à zéro, car la détention de monnaie centrale n'est plus soumise à imposition. La théorie de la masse monétaire optimale postule donc un seigneurage optimal égal à zéro.²²

La troisième théorie, dite de la *politique monétaire optimale*, suppose que les gains associés au seigneurage sont négligeables par rapport à l'utilité d'une politique monétaire optimale, du moins dans les pays développés.²³ D'après cette théorie, la banque centrale doit donc axer sa politique monétaire, en fonction de ses possibilités et des préférences socio-économiques du pays, sur la stabilité des prix et de la conjoncture ainsi que sur le maintien de la crédibilité de sa monnaie, et ne pas tenir compte du seigneurage. Elle doit déterminer en premier lieu la structure de ses actifs en fonction de sa politique monétaire. Dans la mesure seulement où une politique monétaire optimale le permet, la banque centrale, dans un deuxième temps, peut optimiser la performance de son portefeuille.

La littérature économique moderne met en évidence que le maintien de la stabilité des prix et le fait d'empêcher toute poussée inflationniste et déflationniste inutile constituent la contribution essentielle de la politique monétaire à un environnement économique optimal.²⁴ S'écarter de cette politique monétaire a des répercussions économiques sérieuses sous la forme d'un ralentissement de la croissance et d'une augmentation du chômage. C'est pourquoi les pays industriels développés devraient concentrer leur attention sur la conduite d'une politique monétaire optimale. Une optimisation du seigneurage doit être compatible avec les besoins de la politique monétaire.

20 Voir également à ce sujet Marty (1976) et Mankiw (1987)

21 Comparer à ce sujet aussi Niehans (1978) et Woodford (1990).

22 Voir aussi Baltensperger et Jordan (1997b).

23 Voir par exemple Lucas (1986) ainsi que Baltensperger et Jordan (1998).

24 Comparer par exemple Feldstein (1996) ainsi que Tödter et Ziebarth (1997).

4. Distribution du bénéfice de banque centrale

Trois questions sont fréquemment soulevées dans les discussions relatives à la distribution du bénéfice de la banque centrale au gouvernement. La première porte sur la réalité économique de ces bénéfices. On a prétendu à diverses reprises que le seigneurage ne constituait pas, stricto sensu, un revenu pour l'Etat ou la banque centrale et qu'il s'agit uniquement d'un pseudo-bénéfice.²⁵ L'analyse effectuée plus haut montre toutefois que le seigneurage représente un véritable revenu pour le secteur public. Par le seigneurage, ce dernier peut ainsi financer chaque année l'achat de biens à hauteur de im , sans que pour autant ses engagements envers le secteur privé n'augmentent. La banque centrale est ainsi en mesure de distribuer chaque année au gouvernement le montant im , déduction faite des coûts induits par l'exécution de ses tâches, sans que l'actif ni le passif de son bilan ne se modifient par rapport au produit national.

La deuxième question porte sur l'influence qu'exerce une distribution du bénéfice de l'institut d'émission sur la monnaie centrale et sur l'application de la politique monétaire. On a parfois prétendu qu'une distribution du bénéfice augmenterait obligatoirement la monnaie de banque centrale et accentuerait ainsi l'inflation. Ce n'est toutefois pas le cas. La distribution du bénéfice de banque centrale concerne d'abord l'actif, les fonds propres et le fonds de réserve de l'institut d'émission. Une partie des fonds propres accumulés durant l'année précédente est transmise au gouvernement par le biais d'une aliénation d'actifs. Même si la distribution s'effectue avec de la monnaie centrale, la banque centrale peut maintenir celle-ci constante par une opération sur le marché ouvert. C'est pourquoi le transfert du bénéfice de banque centrale au gouvernement ne compromet pas la politique monétaire.

La troisième question a trait aux conséquences économiques du transfert du bénéfice de la banque centrale au gouvernement. Il s'agit ici de l'analyse économique de l'incidence que ce transfert exerce sur la totalité de l'endettement du secteur public consolidé. Cela signifie que le gouvernement et la banque centrale doivent être envisagés comme une seule entité économique (en l'occurrence, la discussion dans le public de cette question souffre souvent du fait que le gouvernement et la banque centrale sont considérés indépendamment l'un de l'autre). Baltensperger et Jordan (1998) démontrent qu'en supposant un déficit primaire constant (déficit sans paiement d'intérêts), le transfert du bénéfice de la banque centrale au gouvernement n'a pas de signification économique, quel que soit son ampleur. Tant que le déficit primaire reste constant le montant du transfert de bénéfice n'influe pas sur l'endettement public consolidé et n'a donc pas non plus de conséquences économiques. La demande publique et le recours au marché des capitaux sont ainsi indépendants de l'ampleur du transfert de bénéfice. Cela reste le cas, que la banque centrale détienne en portefeuille des obligations de son propre Etat ou des placements étrangers.²⁶ Le volume de la distribution de bénéfice revêt cependant de l'importance dès que s'en trouvent affectés le déficit primaire ou la politique monétaire. Cette question fait l'objet du prochain chapitre.

25 Voir par exemple Van Suntum (1982).

26 La composition du portefeuille de la banque d'émission peut théoriquement avoir une influence sur les taux d'intérêt, tant que les obligations nationales et étrangères ne sont pas des produits entièrement substituables. Comme la monnaie de banque centrale ne représente toutefois qu'une petite partie du marché des crédits, ceci est sans importance en pratique.

5. Risques de politique économique résultant de la distribution du bénéfice de la banque centrale

Le public et la presse financière ont toujours fait preuve de la plus grande réserve dans la discussion portant sur le transfert du bénéfice de la banque centrale au gouvernement.²⁷ Ce scepticisme manifesté à l'égard d'une large distribution se justifie économiquement, et cela malgré le peu d'importance que la théorie attribue au montant du transfert (voir plus haut).

En réalité – et contrairement à l'hypothèse formulée au chapitre précédent – le transfert du bénéfice de la banque centrale influence le plus souvent le comportement des gouvernements. Et ceci pour deux raisons: d'abord, ces derniers peuvent être tentés, dans le cas d'un transfert généreux, de pousser les banques centrales à réaliser un bénéfice plus important encore, afin de disposer de revenus supérieurs. Les besoins budgétaires se soldent alors par une mauvaise politique monétaire donnant lieu à un taux d'inflation trop élevé. Ensuite, un transfert de bénéfice peut les inciter à des dépenses publiques supplémentaires. Un problème peut alors se poser si, par exemple, un changement d'évaluation des actifs de la banque centrale entraîne une augmentation exceptionnelle du bénéfice. L'accroissement des dépenses publiques induit par ces recettes à caractère unique ne se résorbe souvent plus et se traduit ultérieurement par un gonflement du déficit public et un alourdissement de la dette de l'Etat.

Le mode et l'ampleur du transfert du bénéfice de la banque centrale au gouvernement revêtent donc une grande importance économique, car ils influencent son attitude et donc la qualité des politiques monétaire et budgétaire. Le principal moyen de préserver la politique monétaire de toute ingérence intempestive des autorités budgétaires est

d'assurer l'indépendance de la banque centrale. Toutefois, le mode de transfert peut aussi largement y contribuer et préserver ainsi la politique budgétaire d'alourdir à long terme et de manière intolérable les dépenses publiques suite à un bénéfice exceptionnel de la banque centrale.

La distribution chaque année d'un montant constant au gouvernement constitue un mode économiquement judicieux de transfert du bénéfice. Ce montant peut être fixé pour une longue période et correspondre à la moyenne des bénéfices enregistrés lors d'une période de durée similaire précédant la décision.²⁸ Une telle solution présente deux avantages: elle assure un équilibre à long terme des bénéfices et des pertes résultant de changements d'évaluation des actifs ainsi que des différences de seigneurage dus à la variation des taux d'intérêt; de cette manière, il n'est plus possible d'engager des dépenses budgétaires permanentes sur la base des revenus d'une année exceptionnelle. D'autre part, les gouvernements sont moins tentés d'exercer une influence sur la politique monétaire pour financer leur déficit, car le bénéfice courant ne joue aucun rôle dans la distribution.

27 Ces réserves ont été clairement exprimées, entre autres, dans Brenner (1992) et Brenner (1996). Toutefois, certains se montrent favorables à une distribution des bénéfices de banque centrale au gouvernement, tel von Ungern-Sternberg (1996).

28 Cette période devrait être au minimum légèrement plus longue que la durée normale de fonctionnement d'un gouvernement, soit une législature. En Suisse, cette période devrait par conséquent durer un minimum de cinq ans.

6. Conclusions

Dans cet article, nous avons examiné de manière générale la mesure du seignuriage dans un système de papier-monnaie. Le seignuriage, qui résulte uniquement des recettes tirées du monopole de l'émission de monnaie centrale se distingue nettement du bénéfice de la banque centrale. Nous nous sommes penchés également sur les questions essentielles de politique économique suscitées par la distribution du bénéfice de banque centrale au gouvernement. Les conclusions de cet article sont les suivantes:

1. Aussi bien le seignuriage que le bénéfice de banque centrale constituent des recettes réelles revenant aux pouvoirs publics. Ces recettes proviennent, d'une part, des coûts que le secteur privé est prêt à payer pour disposer d'un montant donné d'encaisses réelles et, d'autre part, des revenus du capital (capital social et réserves) de la banque centrale.

2. Par rapport à l'utilité économique d'une politique monétaire axée sur la stabilité, le seignuriage ne représente qu'un assez faible montant. En outre, les innovations techniques réalisées dans les opérations de paiement tendent à le réduire. La question de l'optimisation du seignuriage ne doit par conséquent se poser – en termes de taux de croissance de la monnaie centrale et du genre d'actifs nécessaires – qu'une fois les besoins de la politique monétaire, qui doit être axée sur la stabilité, exactement définis

3. Le transfert du bénéfice de banque centrale au gouvernement doit être aménagé de manière à ne pas compromettre la principale tâche de l'institut d'émission – la conduite d'une politique monétaire optimale – et à ne pas inciter le gouvernement à engager des dépenses publiques supplémentaires permanentes à la suite d'un bénéfice exceptionnel. Pour être en mesure de mener à bien sa politique monétaire et de jouir de l'indépendance nécessaire, la banque centrale doit disposer d'une dotation en capital appropriée et pouvoir la renforcer en fonction des besoins de cette politique. Le transfert du bénéfice au gouvernement doit rester constant sur plusieurs années et ne pas être influencé par le bénéfice courant.

7. Bibliographie

Auernheimer, L. 1974. The honest government's guide to the revenue from the creation of money. *Journal of Political Economy* 82(3): 598–606.

Baltensperger, E. et T. J. Jordan. 1997a. Principles of seigniorage. *Swiss Journal of Economics and Statistics* 133(2): 133–151.

Baltensperger, E. et T. J. Jordan. 1997b. Seigniorage, banking, and the optimal quantity of money. *Journal of Banking and Finance* 21(6): 781–96.

Baltensperger, E. et T. J. Jordan. 1998. Seigniorage and the transfer of central bank profits to the government. *Kyklos* 51(1): 73–88.

Barro, R. J. 1982. Measuring the Fed's revenue from money creation. *Economics Letters* 10: 327–332.

Brenner, Beat 1992. Gefährliche Gelüste bei der Verteilung des Nationalbankgewinns. *Neue Zürcher Zeitung* 213(20): 31.

Brenner, Beat 1996. Drastischer Buchverlust der Nationalbank; Folgen der Dollarschwäche – gefährdete Ausschüttungen? *Neue Zürcher Zeitung* 217(2): 19.

Bischof, U. et D. Heller. 1998. Notenbanken in einer bargeldlosen Wirtschaft: Konsequenzen des Vordringens elektronischen Geldes. *Neue Zürcher Zeitung* 219(178): 21.

Drazen, A. 1985. A general measure of inflation tax revenues. *Economic Letters* 17: 327–330.

Feldstein, M. 1996. The costs and benefits of going from low inflation to price stability. Working Paper 5469, NBER.

Friedman, M. 1969. The optimum quantity of money. Dans: *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, 1–50. Chicago: Aldine Publishing Company.

Groeneveld, J. M. et A. Visser. 1997. Seigniorage, electronic money and financial independence of central banks. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 200: 69–88.

Johnson, H. G. 1969. A note on seigniorage and the social saving from substituting credit for commodity money. Dans: *Monetary Problems of the International Economy*, R. A. Mundell et A. Swoboda (eds.), 323–329. Chicago: University of Chicago Press.

Klein, M. et M. J. Neumann. 1990. Seigniorage: What is it and who gets it? *Weltwirtschaftliches Archiv* 126(2): 205–221.

Lucas, Jr, R. E. 1986. Principles of fiscal and monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 17: 117–134.

Mankiw, G. N. 1987. The optimal collection of seigniorage: Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics* 20(2): 327–341.

Marty, A. L. 1976. A note on the welfare cost of money creation. *Journal of Monetary Economics* 2(1): 121–124.

Marty, A. L. 1978. Inflation, taxes, and the public debt. *Journal of Money, Credit, and Banking* 10(4): 437–452.

Niehans, J. 1978. *Theory of Money*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press.

Phelps, E. S. 1973. Inflation in the theory of public finance. *The Swedish Journal of Economics* 75(1): 67–82.

Phelps, E. S. 1961. The golden rule of accumulation: a fable for growthmen. *American Economic Review* 51: 638–643.

Tödter, K.-H. et G. Ziebarth. 1997. Preisstabilität oder geringe Inflation für Deutschland? Diskussionspapier 3/97, Deutsche Bundesbank.

Van Suntum, U. 1982. Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Zentralbankgewinnen. *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 1. Heft: 18–20.

Von Ungern-Sternberg, T. 1996. *The Swiss National Bank and seigniorage*. Working Paper 9601, DEEP, Université de Lausanne.

Woodford, M. 1990. The optimum quantity of money. Dans: *Handbook of Monetary Economics, Volume II*, B. Friedman et F. Hahn (eds.), 1068–1152. Amsterdam: Elsevier Science Publishers.