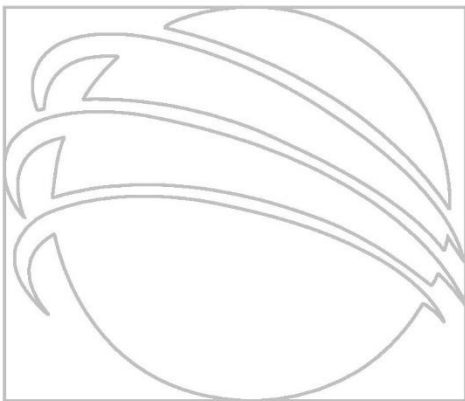


MRC Working Papers

No 19_FR/2020

**COMMENTAIRES SUR SEIGNIORAGE
AU LIBAN**



**NIKOLAY NENOVSKY
PETAR CHOBANOV**

ISSN 2534-9465

September 2020

JEL classification: E51, E58, 053

Keywords: Monetary Policy, Central Bank Balance sheet,
seigniorage, Lebanon, Financial Crisis

Commentaires sur Seigniorage au Liban

Nikolay Nenovsky

Professeur d'économie monétaire, Université de Picardie, France
Chercheurs Associé, SU HSE, Moscou, Russie
Membre du Conseil des Gouverneurs de la Banque Nationale de Bulgarie
(nenovsky@gmail.com)

Petar Chobanov

Professeur d'économie, Université d'économie nationale et mondiale, Bulgarie
Ancien Ministre des finances

Septembre, 2020

Le seigniorage (revenu monétaire), sa taille et ses méthodes de calcul, ainsi que sa comptabilité, sont un sujet important dans le débat sur la crise financière au Liban. Ici, nous nous concentrerons, premièrement, sur certains principes du seigniorage et, deuxièmement, sur la manière dont nous pensons que les données libanaises peuvent être interprétées (tout cela sur la base de l'audit de EY et Deloitte, pour la fin 2018). Nous laissons de côté les motifs politiques et géopolitiques qui déterminent la structure et les mouvements du bilan de la Banque du Liban (BdL).

I Sur le seigniorage

Le seigniorage est le revenu dont le pouvoir étatique souverain reçoit par l'intermédiaire de l'autorité monétaire (Banque centrale/BC). La BC possède le monopole de l'émission de la monnaie nationale, elle contrôle la base monétaire et normalement son bilan. Une partie du seigniorage généré par la BC reste à sa disposition, une partie va au pouvoir exécutif - le gouvernement (par transfert direct ou par des bonifications d'intérêts), une partie au secteur bancaire (en cas de bonifications d'intérêts), et à l'étranger (en cas de différentiel de taux défavorable). Chaque BC dans le monde peut être considérée comme une institution monétaire, mais aussi comme une banque d'investissement. Dans ce cas, nous pouvons définir deux sources de seigniorage : (i) de l'émission de monnaie (théoriquement appelée **seigniorage monétaire**) et (ii) de l'activité normale d'intermédiation bancaire, c'est-à-dire la transformation des échéances (**seigniorage bancaire**). Souvent, ce dernier seigniorage est connu dans la littérature sous le nom de seigniorage dite des "coûts d'opportunité". Le montant total du seigniorage est la somme de ces deux parties, monétaire et bancaire.

Le **seigniorage monétaire** est égal à l'augmentation du volume de la monnaie en circulation (billets et pièces) multipliée par le taux d'intérêt des actifs qui leur sont opposés, moins le coût du maintien de la circulation monétaire. Le **seigniorage bancaire** est la différence entre les actifs et les passifs multipliée par leurs rendements respectifs. Contrairement au seigniorage monétaire, les actifs qui génèrent le seigniorage bancaire sont à plus long terme et plus risqués (ils sont contreparties par des passifs qui dépassent la monnaie en circulation et les dépôts courants en monnaie nationale). Ainsi, le bilan de la banque centrale peut être divisé

analytiquement en un bilan d'un " département d'émission " et un bilan d'un "département bancaire". En Bulgarie, par exemple, où nous avons un Currency Board, cette division est légale et deux bilans distincts sont publiés.

En général, selon la pratique comptable, le seignuriage doit apparaître dans le compte de résultat. Dans le bilan, et plus précisément dans les réserves générales, reste la partie qui est retenue par la Banque centrale.

Tableau 1. Présentation analytique des sources de seignuriage (bilan simplifié de la BdL)

	Actifs	Passif
Département d'émission Seignuriage monétaire (Seignuriage théorique)	Avoirs étrangers très liquides (généralement à faible rendement, principalement des espèces) (en USD and Euro)	Monnaie en circulation et dépôts courants des banques (En LBP)
Département bancaire Seignuriage bancaire/financier (Seignuriage de l'intermédiation financière)	Prêts aux banques et prêts aux banques dans le cadre de l'ingénierie financière (En LBP) Titres libanais (En LBP)	Dépôts à terme des banques (En USD et en LBP) et les certificats de dépôt (En USD) Dépôts du gouvernement (En LBP et USD)

Source : les auteurs

II Sur le seignuriage au Liban

Il n'y a pas d'informations claires sur la manière exacte dont le seignuriage au Liban est calculé, ainsi que ses deux composantes. Nous utilisons ci-dessous l'audit et les données de Deloitte et de l'EY à la fin de 2018 (ne sont pas prise en compte les dynamiques intéressantes dans le bilan de BdL en 2019 et 2020).

Dans le cas du Liban, le premier type de seignuriage, **le seignuriage monétaire**, n'est pas important et ne peut l'être. Cela est déterminé par le fait que le Liban est fortement dollarisé et maintient un taux de change fixe par rapport au dollar américain. La confiance dans le taux de change fixe et dans la monnaie nationale exige que les livres soient couvertes par des actifs étrangers à court terme et très liquides, y compris des espèces en dollars. Ces dernières années, ce type d'actifs a eu un rendement nul, voire négatif. En fait, les liquidités en devises (presque à égalité, - USD et Euro) couvrent plus de 130% des billets et des pièces.

En 2007, la BDL a décidé d'enregistrer officiellement le seignuriage sur les billets et les pièces (appelé "seignuriage on currency") dans son bilan, à la fois comme un actif et comme un

passif. Fin 2018, l'accumulation de ce seignuriage a atteint 8,6 milliards de dollars. Sur ce total, 7,9 milliards ont été transférés au fil des ans sur le compte de passif «deferred interest expenses and other financial costs», où sont reportés les coûts du paiement de taux d'intérêt élevés aux banques, d'autres frais financiers de réévaluation, etc. Ces transferts comptables cesseront en 2016. En effet, la croissance du seignuriage monétaire devient de plus en plus insignifiante. En tant que flux, il diminue - d'une part, en raison de la faible demande de livres (soutenue uniquement par le paiement des salaires en livres dans le secteur public), et d'autre part, en raison de la baisse du rendement des actifs étrangers qui couvrent ces livres. Par exemple, en 2017, le seignuriage sur les devises était de 266 millions de dollars (0,7 % du PIB), et en 2018 il est passé à 152 millions (0,3 % du PIB), des chiffres extrêmement bas.

On observe la même dynamique dans le second type de seignuriage, **le seignuriage bancaire**. En fait, sous forme nette, elle devrait être négative, en raison de la subvention (par le biais des taux d'intérêt) que la BdL accorde au secteur bancaire du fait de son "ingénierie financière". (La BdL verse aux banques des intérêts sur les dépôts à terme et les certificats des dépôts de l'ordre de 2 milliards Usd, et reçoit des intérêts sur les prêts qu'elle leur a accordés 0,5 milliard Usd, soit un montant net de 1,5 milliard Usd). Ce transfert net vers les banques a fait l'objet de vives critiques dans les médias. La BdL gagne environ 1,2 milliard Usd gouvernement par le biais des bons du Trésor. Elle a également gagné 0,9 milliard de dollars US en dépôts de la BdL à l'étranger. En conséquence, ce qui reste de ce seignuriage en BdL est pratiquement nul. Ceci est indirectement confirmé par la suspension des transferts en 2016 et ce type de seignuriage sur le compte "deferred interest expenses and other financial costs".

Une remarque. En effet, BdL parle de "seignuriage sur les bons du Trésor" et l'a inscrit à son bilan à l'actif et au passif depuis 2009 (mis à jour en 2014). Son volume est de 50 milliards, et officiellement, 12 milliards Usd en "deferred interest expenses and other financial costs", en sont transférés. En 2017, les revenus des titres libanais ont augmenté de 5,1 milliards Usd, et en 2018, ils étaient de 7 milliards Usd. À notre avis, il s'agit du revenu brut des titres libanais et non du "seigneurage bancaire" en question, qui est un concept net.

Pour compenser les coûts d'intérêt croissants pour les banques, c'est-à-dire pour reporter par des réductions comptables la position "deferred interest expenses and other financial costs", la BDL introduit le 11 avril 2018 dans son bilan, à l'actif et au passif, un troisième type de seignuriage. Il est appelé "seignuriage sur la stabilité financière" et sa répartition est déterminée uniquement par le Gouverneur. Sur le total, le montant écrit de ce seignuriage, qui est de 13,3 milliards, en 2018, 6,8 milliards sont transférés au compte "deferred interest expenses and other financial costs". On peut supposer que ce montant est le revenu attendu des titres à partir de l'année prochaine, en supposant qu'il sera le même qu'en 2018. Il est supposé, à notre avis, que cette compensation comptable virtuelle se poursuivra jusqu'à la stabilisation du système. Autrement dit, les paiements d'intérêts différés aux banques seront compensés par les revenus futurs des titres. C'est pourquoi Riad Salamé dit que le seignuriage est "un instrument important de la politique monétaire" (quelque chose de conceptuellement nouveau pour la théorie monétaire). Salamé mentionne aussi que le "mécanisme d'ingénierie financière et de levier" préserve le taux de change et permet de gagner du temps pour stabiliser les finances publiques. Tels sont les motifs officiellement déclarés.

Les événements survenus après 2018 ont montré que ce système était fragile et s'est effondré. Les causes et les mécanismes de la catastrophe financière sont bien décrits dans la presse libanaise. Ils sont généralement bien connus grâce à la théorie des crises de la balance des paiements et des crises du système bancaire. Nous nous limiterons à dire que la crise libanaise est la preuve évidente qu'un petit pays dépendant (comme le Liban) ne peut pas contrôler de manière indépendante sa masse monétaire dans un régime de taux de change fixe, et qu'il ne peut pas être un intermédiaire financier actif. Tôt ou tard, les avoirs intérieurs nets des autorités monétaires échappent à tout contrôle, les avoirs extérieurs nets deviennent négatifs et le système s'effondre. En 2018, par exemple, les réserves de change brutes déclarées s'élèvent à 38 milliards de dollars américains, mais les avoirs extérieurs nets de la Banque centrale sont négatifs (- 29,6 milliards de dollars américains).

Tout cela n'est pas nouveau. Un processus similaire a été observé en Argentine à la fin des années 1990. La Bulgarie est l'un des rares pays qui n'a pas répété ces erreurs. En 1997, un Currency Board a été introduit dans le pays, où les actifs nationaux ont été retirés du bilan de la Banque centrale. Et bien que le seignuriage monétaire soit faible et même négatif, en Bulgarie nous n'avons pas la menace d'accumuler des pertes en termes d'actifs domestiques, ni la tentation pour la Banque centrale de devenir un outil politique de redistribution.

Bibliography

Deloitte and Ernst and Young (2018). *Central bank of Lebanon financial statements and independent auditors' report, year ended 31 December 2018*, Beirut