

La concurrence de monnaies dans un marché financier dématérialisé

Competing Monies in a Dematerialized Financial Market

Emmanuel Nyahoho

Volume 71, numéro 3, septembre 1995

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/602181ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/602181ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)

1710-3991 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Nyahoho, E. (1995). La concurrence de monnaies dans un marché financier dématérialisé. *L'Actualité économique*, 71(3), 334–364.
<https://doi.org/10.7202/602181ar>

Résumé de l'article

Les critiques d'Hayek portant sur le monopole étatique d'émission de la monnaie, le mythe du cours légal et la difficulté pour un gouvernement d'adopter des politiques optimales s'avèrent aujourd'hui fondées. Cependant, les solutions préconisées visant un libre marché de monnaies présentent le désavantage de n'avoir aucune assise historique et surtout de ne pas intégrer la dynamique concurrentielle de l'industrie financière. De fait, face à un marché financier de plus en plus dématérialisé et dont la profitabilité repose sur le marketing de haut volume de prêts, le modèle de concurrence de monnaies peut très vite converger vers un marché oligopolistique par l'émergence de devises dominantes.

LA CONCURRENCE DE MONNAIES DANS UN MARCHÉ FINANCIER DÉMATÉRIALISÉ*

Emmanuel NYAHOHO

École nationale d'administration publique

Université du Québec à Montréal

RÉSUMÉ — Les critiques d'Hayek portant sur le monopole étatique d'émission de la monnaie, le mythe du cours légal et la difficulté pour un gouvernement d'adopter des politiques optimales s'avèrent aujourd'hui fondées. Cependant, les solutions préconisées visant un libre marché de monnaies présentent le désavantage de n'avoir aucune assise historique et surtout de ne pas intégrer la dynamique concurrentielle de l'industrie financière. De fait, face à un marché financier de plus en plus dématérialisé et dont la profitabilité repose sur le marketing de haut volume de prêts, le modèle de concurrence de monnaies peut très vite converger vers un marché oligopolistique par l'émergence de devises dominantes.

ABSTRACT — *Competing Monies in a Dematerialized Financial Market.* Hayek's criticisms on the government prerogative of making money, the mystique of legal tender and the difficulty for government to adopt optimal policies, seem grounded. Nevertheless, the advocated solutions of free trade in money have the disadvantage of not standing historically, and above all do not fully integrate the new dynamic competition in financial services. As a matter of fact, alongside a financial market which is more and more autonomous and where the key to higher profit lies in marketing a large volume of debt, a model of a currency competition could easily converge to an oligopolistic market by the emergence of dominant currencies.

INTRODUCTION

Les régimes de coopération monétaire internationale ont toujours entretenu une certaine aversion à l'égard d'un système de concurrence et de flexibilité des devises. Le régime étalon-or, le régime de change or et le régime de Bretton Woods ont tous une chose en commun : la fixité des taux de change. Depuis que ce dernier fut emporté après l'Accord Smithsonian de 1971, le dollar américain

* L'auteur remercie les lecteurs anonymes pour leurs précieux commentaires qui ont permis d'améliorer le contenu du sujet.

subit une vive concurrence des devises japonaises et européennes. Cette réalité pose la question de savoir s'il peut être économiquement viable, à l'intérieur d'un pays, de considérer la monnaie comme un simple bien soumis à la loi de l'offre et de la demande. Le sujet n'est pas nouveau et a été abordé dans la littérature autant au niveau académique qu'industriel et politique. On retrouve une littérature abondante sur la liberté des opérations bancaires (*free banking*) et sur les substitutions de devises.

Toutefois, bien que le principe de concurrence continue de faire l'objet de débat entre les économistes de tout horizon, il demeure que cette dialectique porte rarement sur le monopole d'État d'émission de la monnaie qui n'est guère remis en cause. Nous constatons que ce sont les perceptions d'Hayek sur ce monopole qui s'avèrent les plus critiques, les plus articulées et, à la fois, les plus fondées. Plus encore, Hayek ressort comme le pionnier pour un appel en faveur d'un mouvement de libre-échange dans les monnaies. Il est donc utile, voire nécessaire, d'aborder ce sujet de concurrence de monnaies à partir des travaux d'Hayek.

C'est l'objet de ce document axé sur trois volets. Le premier vise à préciser les incohérences du monopole étatique d'émission de la monnaie et débouche sur les propositions d'Hayek visant l'instauration d'un marché libre. Le deuxième volet a pour objet de tirer des renseignements, d'une part, des modèles théoriques de substitution de devises et, d'autre part, de l'exemple de l'Accord de Maastricht, lequel est une des formes d'intégration monétaire majeure de la décennie en cours. Enfin, le troisième volet confronte l'approche de concurrence aux réalités historiques et surtout au nouveau comportement des marchés financiers. En guise de conclusion, nous fournirons des pistes de solution en vue d'atténuer les méfaits du monopole d'État de la gestion monétaire.

1. LE PARADIGME D'HAYEK: DES CRITIQUES JUSTIFIÉES AUX SOLUTIONS CONTESTABLES¹

1.1 *La gestion inflationniste et le mythe du principe du cours légal du monopole d'État*

Le débat sur l'inflation ne date guère d'aujourd'hui et il est au centre de l'analyse économique. De nombreux modèles macroéconomiques ont la vertu d'offrir des explications probantes. On peut mentionner ici les théories keynésiennes, monétaristes, de «*demand pull*», de «*cost-push*» ou encore de la théorie quantitative de la monnaie, de l'hypothèse du taux naturel, de l'hypothèse accélérationniste de Friedman-Phelps, pour ne citer que celles-là. Mais ces diverses explications, si plausibles soient-elles, s'accordent mal à une réalité qui ne passe plus inaperçue pour tout observateur le moins attentif : la longue expé-

1. Friederick Hayek, prix Nobel d'économie en 1974, a exposé sa théorie dans le livre *Denationalisation of Money*, publié par l'Institute of Economic Affairs de Londres. Nous reprenons, ici, les principaux éléments de son analyse, quitte à revenir un peu plus tard sur l'évaluation critique de ses propositions d'ajustement.

rience de l'inflation. Alors que les théories économiques émergent (leur popularité usée par l'épreuve du temps), les prix demeurent « flexibles » à la hausse et assez « rigides » à la baisse.

Par exemple, aux États-Unis, une longue série de l'indice des prix à la consommation sur la période allant de 1720 à 1970 a été examinée par Kaufman (1973 : 26-35). L'auteur observe une forte poussée inflationniste en 1777, suite à la guerre pour l'indépendance ; en 1862, avec la guerre civile ; en 1917, après la Première Guerre ; et bien entendu tout au long des années 1940 à 1970 avec la Seconde Guerre et les conflits en Corée et au Vietnam. Les années 70 sont marquées par des crises énergétiques auxquelles s'ajoutent désormais d'amples fluctuations des taux de change, ainsi que le comportement résolument inflationniste des services, lesquels tirent aujourd'hui la croissance économique. Certes, les données récentes indiquent un ralentissement de l'inflation dans la plupart des pays industrialisés. Cependant, on peut se demander si ce repli ne constituerait pas une parenthèse de courte durée, au vu des anticipations inflationnistes qui demeurent. C'est donc dans le seul but d'expliquer la persistance de l'inflation, ainsi que les moyens appropriés de la juguler, qu'Hayek nous convie d'examiner les conséquences perverses négligées jusqu'alors de l'immixtion politique dans l'émission de la monnaie.

De fait, la monnaie, en tant que moyen d'échange, d'unité de compte et de réserve, est une institution sociale et mérite d'être analysée dans un cadre institutionnel. La démarche d'Hayek ne relève donc pas d'un modèle quantitatif, mais plutôt d'une argumentation fondée sur des faits historiques.

L'auteur nous rappelle qu'au début du siècle l'idée d'un marché libre de la monnaie était discréditée pour la raison que les défenseurs de cette théorie voyaient dans le monopole étatique une modalité de restriction de l'offre de la monnaie. Cependant, la mainmise complète de l'État sur l'émission de la monnaie ne s'explique pas seulement par ce discrédit, mais trouve encore aujourd'hui ses racines dans le principe de souveraineté ou de constitution de l'État-nation. En remontant l'Histoire, on constate que la puissance d'un roi grec ou d'un empereur romain ne se manifeste pas seulement dans sa capacité de lever une armée, mais aussi, à tout le moins en temps de paix, par l'imposition de son effigie sur la monnaie en usage dans les royaumes conquis. Le terme latin « *regalia* » signifie la frappe de monnaie et le droit d'imposer des tarifs douaniers qui constituent les principales sources de revenu des royaumes.

L'avènement de la monnaie métallique (argent, cuivre, or...) soulève un problème de certification de la quantité et de la pureté du métal ; ce problème ne manque pas de légitimer le rôle de l'État. Cette fonction de garant était si bien remplie qu'elle donna lieu dès le Moyen Âge à la doctrine de « *valor impositus* », c.-à-d. que la valeur d'une monnaie ne dépend pas tellement du contenu du métal mais plutôt de l'acte du gouvernement. Ainsi, la voie vers l'inflation est tout à fait tracée, d'autant plus que la valeur légale de la monnaie dépasse le

coût de la frappe d'un seigneurage équivalent à une taxe. Par ailleurs, le rôle de certification de la pureté de la monnaie métallique s'est effacé devant l'objectif délibéré de faire varier la quantité de monnaie, le plus souvent, sinon presque toujours, à la hausse.

L'introduction du papier-monnaie n'allait pas arranger les choses, mais ne ferait que les empirer. De toute évidence, le papier-monnaie n'a aucune valeur intrinsèque semblable à la monnaie métallique qui, elle, contient une certaine dose de métal. Il est donc loisible au citoyen de ne pas échanger son patrimoine pour un bien de valeur limitée, en l'occurrence le papier-monnaie. Certains États, conscients de cette réalité, ont rapidement pris des dispositions pour la prévenir et pour la punir, comme le rapporte Hayek :

*«From Marco Polo we learn that, in the 13th century, Chinese law made the rejection of imperial paper money punishable by death. Twenty years in chains or, in some cases death, was the penalty provided for the refusal to accept French assignats. Early English law punished repudiation as **lèse-majesté**. At the time of the American revolution, non-acceptance of Continental notes was treated as an enemy act and sometimes worked a forfeiture of the debt.»*

L'abus du monopole étatique d'émission de la monnaie est ainsi porté à son paroxysme par l'obligation faite de se servir de cette monnaie même si elle est insatisfaisante. Dès lors, le concept du « cours légal » (*«legal tender»*) est vidé de son sens. Pour Hayek, ce principe « ne signifie rien d'autre qu'une monnaie qu'un créancier ne peut refuser en paiement d'une dette qui lui est due dans la monnaie émise par le gouvernement. » L'auteur appuie son raisonnement sur la situation hyper-inflationniste de l'Allemagne des années 20 où le règlement entre créanciers et débiteurs se confrontait au principe « du mark pour le mark »².

Hayek poursuit son analyse critique à partir de la loi de Gresham qui se lit ainsi : « La mauvaise monnaie a tendance à s'implanter au détriment de la bonne monnaie ». En régime de parité fixe et de parfaite substitution entre les monnaies, une monnaie qui se déprécie aura aussitôt la faveur des débiteurs, ce qui confirme la loi de Gresham. Toutefois, en régime de taux flexibles, une monnaie qui se déprécie perd effectivement de valeur d'échange et, conséquemment, sera moins demandée. Dans ce cas, la bonne monnaie chasse la mauvaise. La loi de Gresham ne tient donc qu'en régime de parité fixe, conclut Hayek. Les éléments en faveur de la concurrence entre les monnaies ou les devises sous un régime de flexibilité de taux de changes sont ainsi réunis. En effet, avec le monopole d'émission, le gouvernement se voit libéré de la discipline d'offrir de la bonne monnaie et ne s'en soucie guère. Dans l'alternative où il y a présence de diverses monnaies, un régime de parité fixe ne fait que valider la loi de Gresham, ce qui génère de l'inflation.

2. De fait, en cas d'inflation, le débiteur a intérêt à honorer ses engagements antérieurs en monnaie courante, tandis que le créateur cherchera plutôt à conserver la valeur constante de ses prêts effectués.

Faisons ici remarquer que tout au long de son traité sur le sujet, Hayek manifeste une conviction profonde relevant parfois de la prophétie. Le texte est parsemé de mots accablants qui ne manquent pas d'exciter le lecteur. Voici quelques exemples. La première phrase de son introduction se lit : «*In my despair about the hopelessness of finding a politically feasible solution... to stop inflation...*» (dans mon désespoir de trouver une solution politique pratique... de lutte à l'inflation...). Quant aux premiers défenseurs du marché libre de la monnaie au début du siècle, l'auteur les assimile à une bande de détraqués («*series of cranks*»), d'agitateurs. Les titres des chapitres sont assez évocateurs : l'apparence du papier-monnaie, le monopole de la monnaie a étayé la puissance du gouvernement (*monopoly of money has buttressed government power*); l'abus persistant des prérogatives du gouvernement (*the persistant abuse of the government prerogative*), le mythe du cours légal (*the mystique of legal tender*), la confusion à propos de la loi de Gresham (*the confusion about Gresham's law*), l'inutilité de la théorie quantitative (*the uselessness of the quantity theory*), des monnaies parasites devraient-elles empêcher le contrôle de la valeur de la monnaie ? (*would parasitic currencies prevent control of currency value?*). On peut néanmoins demander en quoi ce style enflammé aide à la compréhension du sujet. Tournons notre attention sur les solutions envisagées par l'auteur pour mettre fin au monopole de l'État.

1.2 La désirabilité et le mécanisme de fonctionnement d'un marché libre de monnaies

Peut-on tirer de l'Histoire des renseignements sur la dynamique d'un marché libre de monnaies ? Pas vraiment, selon Hayek. Il y a seulement eu quelques tentatives d'émission et de contrôle privé, vite vouées à disparaître sous la pression de l'État. Cette conclusion d'Hayek sur l'absence des faits historiques nous paraît un peu hâtive et nous reviendrons plus tard sur le sujet.

Notons tout de même qu'au début du siècle, les billets privés des banques commerciales étaient d'une manière ou d'une autre liés à la monnaie métallique, dont l'émission ressort des prérogatives du gouvernement. Cette apparente absence de faits historiques de concurrence de monnaies contribue sans doute à perpétuer l'état généralisé de complaisance à l'égard du monopole gouvernemental. Mais la dénonciation des méfaits de ce monopole étatique mérite d'être suivie d'une proposition d'alternative avec ses modalités de fonctionnement.

L'essentiel des éléments de mise en oeuvre d'un marché de concurrence de monnaies se retrouve, dans le livre de Hayek, du chapitre 8 au chapitre 16. L'on apprend qu'un tel marché se caractérise par l'émission privée de monnaie par des banques, monnaie mise en circulation soit par des opérations de prêts de court terme, soit par la vente monnaie pour monnaie. Par les opérations de prêts, une banque remet à son client sa monnaie qui, dès lors, peut servir à d'autres transactions. Aussi le public peut effectuer des dépôts en diverses monnaies auprès d'une banque, monnaies qui seront converties dans la monnaie émise par

cette banque selon un taux de change déterminé à l'avance et à un niveau de « plancher », c'est-à-dire en dessous duquel la valeur de cette monnaie ne peut descendre.

Hayek précise d'ailleurs que chaque banque serait tenue de prendre une obligation ferme de voir à réguler la quantité offerte de sa monnaie dans le but de préserver son pouvoir d'achat. Pour ce faire, la banque devrait spécifier le ou les biens auxquels on doit se référer pour évaluer la constance de la valeur de sa monnaie. Par exemple, une banque devrait pouvoir annoncer que son unité monétaire permet d'acheter telle quantité d'un bien *X* et telle quantité d'un *Y*, s'engageant à maintenir constant ce pouvoir d'achat. Cette nécessité de valeur monétaire constante n'implique pas nécessairement une fixité. En effet, les fluctuations de la demande vont en tout temps créer une pression sur la valeur de la monnaie dans un sens comme dans l'autre, mais il appartient à la banque d'ajuster l'offre pour rétablir l'équilibre initial. C'est, en somme, un régime de flexibilité qui converge vers la stabilité.

La concurrence des monnaies est-elle propice pour assurer leur stabilité ? La réponse est affirmative, selon Hayek, par le concours de deux réalités : le souci pour les banques de demeurer en affaires et la vigilance de la presse (*the vigilant press*). Sur le premier point, l'auteur explique les effets de la concurrence en ces termes :

«a) a money generally expected to preserve its purchasing power approximately constant would be in continuous demand so long as the people were free to use it ;

b) with such a continuing demand depending on success in keeping the value of the currency constant one could trust the issuing banks to make every effort to achieve this better than would any monopolist who runs no risk by depreciating his money ;

c) the issuing institution could achieve this result by regulating the quantity of its issue ; and

d) such a regulation of the quantity of each currency would constitute the best of all practicable methods of regulating the quantity of media of exchange for all possible purposes.»

En d'autres mots, une banque ne peut opérer dans un tel environnement compétitif que dans la mesure où sa crédibilité est assurée. Une monnaie qui se déprécie constamment sur le marché sera vite délaissée par le public. C'est la loi inverse de celle de Gresham : « La bonne monnaie chasse la mauvaise monnaie. »

En ce qui concerne la réaction de la presse, elle s'avère utile et appropriée. C'est la presse qui devrait informer le public sur la performance relative de chaque monnaie. Chaque jour, elle annonce simultanément l'écart de déviation de la valeur d'une monnaie tel que perçu par la banque émettrice et tel qu'il est en réalité (écart réel). Hayek ajoute : « qu'il n'y a rien de plus embarrassant pour

une banque que de voir sa cotation de monnaie bien en deçà de son niveau de tolérance. » Par ailleurs, chaque gestionnaire de la banque et de la presse veillerait à suivre l'évolution du prix des biens. Chaque jour, un tableau informatique présenterait une liste de produits avec leur quantité transigée ou demandée, leur unité de cotation monétaire, leur prix dans cette unité et l'équivalent de ce prix dans la monnaie de la banque selon le taux de change. Ainsi, la valeur monétaire de ce panier de biens se calculerait quotidiennement et permettrait de juger du degré d'appréciation ou de dépréciation de la monnaie de la banque. Cet indice de prix constituerait l'indicateur requis pour l'ajustement de l'offre de monnaie. La banque verrait à restreindre ses facilités de crédit pour diminuer la quantité de sa monnaie sur le marché, advenant une hausse de l'indice et *vice versa*.

Suivant Hayek, le facteur crucial du choix de type de monnaie est la demande de détention plutôt que la demande de prêt. En général, les emprunteurs ont une préférence pour les prêts à meilleur marché et choisissent les monnaies à bas taux d'intérêt. Mais, une banque ne peut continuellement prêter à bas taux d'intérêt sans provoquer une dépréciation de sa monnaie. Le public, face à cette dépréciation, serait moins enclin à détenir la monnaie en raison des perspectives de sa perte de pouvoir d'achat. Conséquemment, le gain initial de compétitivité d'une banque par une facilité de crédit se trouve éventuellement plus que contrecarré par la chute de la demande.

1.3 *L'absurdité des politiques de régulation macroéconomique*

L'approche monétaire de lutte à l'inflation commande une hausse régulière et modérée de l'offre de monnaie. Cette politique est erronée pour la simple raison qu'elle considère l'offre de monnaie comme exogène et unique. Dans un marché de présence de plusieurs monnaies, leur offre répond aux conditions de la demande, laquelle réponse est variable. Conséquemment, tout déséquilibre sur le marché monétaire ne se corrige pas par l'action d'une institution unique, mais plutôt par celle de plusieurs banques privées. D'ailleurs, il n'y aurait même plus de place pour la banque centrale telle qu'elle existe aujourd'hui, laquelle est responsable de l'instabilité du système actuel de crédit. C'est de se faire des illusions que de penser qu'une politique monétaire quelconque ait des effets stabilisateurs. Avec la disparition des banques centrales, plus besoin d'imposer un taux d'intérêt qui, dès lors, devient semblable au prix de tout bien sujet aux fluctuations de l'offre et de la demande.

Sur le marché de change, un régime de flexibilité serait de mise. Ici, les explications de Hayek prennent davantage la forme d'un véritable plaidoyer. D'abord, l'auteur précise qu'il est vain d'espérer voir les autorités monétaires animées de bonnes intentions dans leur politique, en raison de la pression persistante pour une monnaie « inflationniste ». Avec la monnaie métallique, telle l'argent ou l'or, une apparente discipline s'exerce sur l'autorité émettrice. Un tel système est loin, par contre, de garantir la stabilité recherchée, puisque les gou-

vernements ont fini par altérer le contenu du métal ou, alors, parce que le métal lui-même est en quantité limitée. Toutefois, aux yeux de Hayek, un régime étalon-or avec bien sûr une obligation de convertibilité, sans être parfait, est tout de même préférable à tout autre système conférant un monopole d'émission à l'État. Un régime étalon-or a la particularité d'offrir un rampart, bien qu'il soit chancelant (*wobbly anchor*).

Par quels raisonnements l'auteur rejette-t-il du revers de la main un régime de parité fixe qu'il avait pourtant déjà défendu ? Il le fait pour deux raisons essentielles. La première consiste à soutenir qu'un marché de concurrence de devises est incompatible avec un régime de parité fixe. En fait, comme il fut expliqué précédemment, sous un régime de parité fixe, la loi inverse de Gresham s'observe, à savoir : la mauvaise monnaie chasse la bonne. Cela est contraire à l'objectif de stabilité tant recherché. La seconde raison, qui n'est pas sans lien avec la première, considère toute forme de réglementation préjudiciable au bon fonctionnement du marché des changes. Maintenir une parité fixe entre deux monnaies revient à empêcher l'ajustement de la valeur de chacune de ces monnaies, suite aux chocs réels qui leur sont inhérents.

Plus encore, un monopole d'État, comme c'est actuellement le cas, enlève l'obligation faite à la banque centrale de supporter les méfaits de sa propre politique inflationniste. C'est précisément une des raisons pour lesquelles Hayek s'oppose à l'objectif de création d'une monnaie unique de la CEE et propose, plutôt, un système de concurrence entre les devises européennes. L'auteur prétend :

«Moreover, in many respects a single international currency is not better but worse than a national currency if it is not better run... The advantage of an international authority should be mainly to protect a member state from harmful measures of others, not to force it to join in their follies.»

Le mot «*follies*» devrait retenir l'attention. Afin d'examiner la pertinence de ces prises de position, ouvrons une parenthèse sur la littérature traitant du sujet.

2. LA CONCURRENCE DE MONNAIES FACE AUX MODÈLES THÉORIQUES ET AUX FAITS STYLISÉS

L'approche hayékienne de libre marché de monnaies ou de devises est résolument articulée sur les effets pervers d'un monopole étatique. En cela, cette doctrine ne constitue pas une vision nouvelle des choses, mais davantage une extension de la théorie microéconomique du « marché de la monnaie » qui, faut-il l'admettre, constitue un bien au même titre que les autres. Hayek lance ainsi un appel en faveur d'un mouvement de libre-échange de devises aussi comparable à celui sur les marchandises du début du XIXe siècle. Mais avant de partager ou de rejeter de tels propos, il est tout indiqué de pénétrer plus avant dans la littérature pour tirer les renseignements qui s'imposent et, ce, surtout à la lumière des

démarches suivies par la Communauté économique européenne ainsi que des réalités de la dynamique récente du marché financier.

2.1 *Les modèles de substitution de devises*

On retrouve dans la théorie des finances internationales de nombreux essais sur les facteurs explicatifs des taux de change. On évoque ainsi l'approche monétaire, la théorie psychologique, le modèle d'actif financier et le modèle de substitution de devises. Attardons-nous quelques instants sur les particularités de ces derniers cas.

Le modèle de substitution de devises introduit la possibilité qu'ont les agents économiques de détenir un panier de devises [Kouri, 1976 ; Krueger, 1983 ; Baillie-McMahon, 1988 et Copeland, 1989], d'où le choix de portefeuille restreint à deux actifs : la monnaie domestique et la monnaie étrangère qui constituent toutes deux la richesse. La répartition des devises dans le portefeuille dépend de leur niveau de risque et de leur taux de rendement spécifique. Le rôle du taux de change est d'assurer l'équilibre entre l'offre et la demande de chacun des actifs domestique et étranger. On parvient ainsi à expliquer le phénomène du surajustement des devises (*overshooting*).

Compte tenu de l'intérêt du sujet traité ici, le degré de cette substituabilité avec ses conséquences de stabilité de taux de change est l'élément qui mérite de retenir notre attention dans cette approche de substitution de devises. Parmi les auteurs qui ont examiné cette question, les explications de Girton et Roper (1981) sont souvent citées. Ces auteurs soutiennent que sous l'hypothèse d'exogénéité de l'offre de monnaie :

« le taux de change entre monnaies est instable dans le sens que les variations requises dans le taux de change pour maintenir l'équilibre monétaire deviennent plus larges au fur et à mesure que la substitution des devises augmente. De plus, le taux de change est indéterminé avec parfaite substitution. »

Par contre, si l'offre de monnaie est endogène, la présence de substituabilité ne cause pas, mais élimine, l'instabilité du taux de change. Ce constat dérive d'un modèle de demande à deux monnaies (1, 2). La demande d'une monnaie est fonction de son propre rendement (r_1) face à celui de l'autre monnaie (r_2), du rendement sur les actifs non monétaires (r) et de la richesse (w), c'est-à-dire

$$M_k/P_k = L_k(r_1, r_2, r, w), (k = 1, 2).$$

$$M_1/P_1 = \theta_1(w) \exp [\alpha_1 (r_1 - r) + \sigma_1 (r_1 - r_2)]$$

$$M_2/P_2 = \theta_2(w) \exp [\alpha_2 (r_2 - r) + \sigma_2 (r_2 - r_1)] \quad (1)$$

Sous l'hypothèse de cette forme exponentielle et des conditions de symétrie et en imposant la condition de parité du pouvoir d'achat [$e = \ln(P_1/P_2)$]³, Girton et Roper déterminent la condition d'équilibre telle que

$$e = \bar{e} - \eta\delta, \quad (2)$$

où $\bar{e}$ symbolise l'offre et les facteurs de demande exogène de la monnaie,

$$\eta = \alpha + 2\sigma,$$

$$\delta = r_1 - r_2 \text{ (écart de rendement).}$$

Ce paramètre (δ) est en fait égal au différentiel du taux d'intérêt nominal ($i_1 - i_2$), soustraction faite du différentiel du taux d'inflation anticipé ($\pi_1 - \pi_2$).

L'écart inflationniste est approximé par le taux (x) de variation anticipé du taux de change (condition de la PPA), d'où $\delta = i_1 - i_2 - x$; l'équation (2) se ramène donc à :

$$e = \bar{e} - \eta (i_1 - i_2 - x), \quad (3)$$

d'où

$$\delta_e / \delta_x = \eta = \alpha + 2\sigma. \quad (4)$$

L'équation (4) permet de constater que plus le facteur σ de substituabilité est élevé, plus fort sera l'impact de variation anticipé sur le taux de change. À la limite, soit en parfaite substitution ($\sigma = \infty$), le montant du taux de change requis devient infini. Ce résultat reste conditionnel aux hypothèses d'exogénéité des taux d'intérêt nominal ainsi que sur l'offre de monnaie. Par la suite, les deux auteurs expliquent que, dans un marché de parfaite substitution des monnaies, les émetteurs seraient forcés d'offrir aux détenteurs un meilleur rendement pour rendre leur monnaie plus attrayante.

Étant donné que les détenteurs ne se réfèrent qu'au rendement réel dans leur choix de monnaie, les banques se concurrencent dès lors sur ce paramètre. Plus grand est le degré de substitution, plus il est facile à une banque de s'approprier une part élevée du marché en offrant un bas taux d'inflation. Conséquemment, un marché de parfaite concurrence des monnaies accroît la stabilité de celles-ci. Pour Girton et Roper, un régime de parité fixe ne permet pas les ajustements nécessaires. Ces auteurs comparent ce régime fixe à une situation de cartel des émetteurs qui s'entendent pour frustrer les détenteurs de monnaie en leur offrant un produit de piètre qualité, c'est-à-dire de l'inflation. Bref, les propos de Girton et Roper rejoignent ceux de Hayek.

Il convient d'observer que la fonction de demande de monnaie postulée n'est rien d'autre qu'une fonction habituelle de demande d'un bien avec comme

3. La condition de symétrie établit que le coefficient de substitution entre la monnaie 1 et 2 est équivalent à celui entre la monnaie 2 et 1 (c.-à-d. $\alpha_1 = \alpha_2 = \alpha$). Il en est de même du coefficient de substitution entre la monnaie et l'actif non monétaire ($\sigma_1 = \sigma_2 = \sigma$).

paramètres : le prix du bien, le prix des autres biens et le revenu. Or, nous savons fort bien que beaucoup de facteurs impondérables interviennent dans le processus de consommation en raison, notamment, des problèmes d'acquisition de l'information, sans ignorer l'effet de la publicité persuasive. Plus encore, dans le cas particulier de la monnaie, on devrait s'attendre à ce que sa demande incorpore l'élément « crédibilité de l'émetteur », jugé central par ceux là mêmes qui prônent le libre marché.

Kareken et Wallace (1981) expliquent, quant à eux, à partir d'un modèle intergénérationnel, qu'une concurrence de monnaies n'est pas économiquement faisable, à savoir que l'équilibre des taux de change sous un tel régime est indéterminé. Ce résultat se trouve réfuté par Lapan et Enders (1983) selon lesquels les taux de change sont déterminés conformément à l'approche monétaire. Lapan et Enders ont aussi recours à un modèle intergénérationnel constitué de deux pays avec une population identique, travaillant durant une période et consommant dans les deux périodes, ayant tous des préférences identiques et faisant des anticipations rationnelles.

Woodford (1990) est également un des auteurs qui a particulièrement examiné la relation entre un marché de concurrence de devises et la stabilité des prix et des taux de change. Le modèle de Woodford, assez complexe, représente la substitution de devises sur la base de n -biens, n -devises et où chaque bien peut être acquis dans une devise spécifique. À partir des conditions de maximisation de la fonction d'utilité de consommation, l'auteur dérive une relation entre l'efficacité relative d'un système de paiements à n devises et le taux marginal de substitution entre la production et la consommation. En conclusion de son analyse, Woodford soutient :

« Une plus grande substitution de devises pourrait vraisemblablement être une source de grande instabilité... L'émergence d'une devise dominante serait susceptible d'assurer la stabilité des prix et des taux de change beaucoup plus qu'un système de devises multiples. »

Weil (1990) a repris l'essence du modèle de Woodford dans un but de simplification et de meilleure compréhension, tout en incorporant la demande de monnaie dans la fonction d'utilité des consommateurs. Weil explique qu'avec l'hypothèse de parfaite substitution de devises et d'un régime fixe, les taux d'intérêt nominaux tendent à s'égaliser entre pays. Il en sera de même des rendements sur obligation et des taux d'inflation entre les pays. En conséquence, l'offre de monnaie qui croît le plus vite aura tendance à déplacer les autres. C'est, en somme, la loi de Gresham.

Il y a certes intérêt à poursuivre l'analyse de la littérature sur le sujet de la stabilité de taux de change dans un marché de présence de plusieurs monnaies. Mais, le peu que nous venons de présenter indique une non-unanimité et, surtout, que les réponses sont à l'image du cadre théorique d'analyse, comme on

pouvait d'ailleurs s'y attendre. Sur ce point, De Ceco et Giovannini (1989) soutiennent que les modèles économiques offrant une justification convaincante du coût de l'usage de diverses monnaies sont encore absents. C'est en vertu de ces observations que nous avons jugé utile de nous référer à des faits stylisés, dont notamment l'exemple de la CEE.

2.2 L'approche européenne d'union monétaire

L'Accord de Maastricht, visant à la création d'une monnaie unique (l'écu) et d'une banque centrale européenne (BCE), répond aux recommandations du Rapport Delors du Comité d'étude sur l'Union économique et monétaire. Cette décision d'instauration d'une monnaie unique n'a pas manqué de soulever un vif débat sur les avantages d'un système de devises nationales multiples. Examinons d'abord le point de vue des défenseurs de la préservation des devises nationales actuelles. C'est le Royaume-Uni qui s'est vivement objecté au projet de Maastricht. Prétextant que les sources de l'instabilité actuelle du marché de changes trouvent leur origine dans les réglementations excessives. Aussi, conformément à la thèse hayékienne, le système monétaire serait plus efficace si l'on permettait une concurrence entre les devises nationales flottant librement plutôt que d'introduire une devise commune. Il y a deux raisons à cela. Premièrement, il ne saurait y avoir d'unanimité quant à la politique à poursuivre par l'agence d'union monétaire. Deuxièmement, il n'est pas évident que les politiques de cette agence seraient meilleures que celles des autorités nationales. Le régime de flexibilité est requis pour permettre un ajustement des devises aux conditions du marché et ainsi obliger les autorités émettrices à être responsables de leurs politiques. Soulignons ici que même si de nombreuses études tendent à valider l'hypothèse qu'une transition vers l'UEM devrait s'accompagner d'une coordination étendue des politiques macroéconomiques nationales [Delors, 1989 ; Eichegreen, 1990 ; Bensaid et Ponty, 1991 ; Wyplosz, 1991 ; De Boissieu, 1992...], très peu de ces études se prononcent sur la pertinence ou l'optimalité des politiques de l'agence centrale requises pour les circonstances.

Voyons à présent la position des adeptes d'une monnaie unique européenne. L'idée n'est pas nouvelle, étant déjà débattue au Traité de Rome et reprise dans le cadre du SME. Il faut rappeler que le SME, institué le 13 mars 1979, a essentiellement pour objectif de promouvoir une zone de stabilité monétaire en Europe suite à l'effondrement du Bretton Woods. Si tous les pays membres fondateurs tombaient unanimement d'accord pour limiter la variabilité des monnaies européennes, du moins entre elles, d'autres objectifs étaient également assignés au SME, notamment la convergence des politiques macroéconomiques pour briser l'inflation et réduire le chômage. Mais au-delà de ces objectifs, il semble bien, selon l'observation de L. Cacheux et Lecoïnte (1988), que chacun des pays voit son appartenance au SME dictée par des motivations internes. Par exemple, les mêmes auteurs soulignent que

« La France et l'Italie... avaient avant tout recherché dans le SME un soutien à leurs politiques de stabilisation monétaire, tandis que les autres et singulièrement l'Allemagne y voyaient un moyen de préserver leur compétitivité dans les échanges internationaux. »

Ces préoccupations divergentes entre les membres n'a cependant pas empêché le SME de résister aux attaques spéculatives durant au moins les dix premières années de son existence. Les réalignements de parité sont certes nombreux et dépassent les limites permises, mais bien en deçà des fluctuations erratiques des années antérieures, ce qui aux yeux des observateurs du marché financier constitue une réussite. Mais une des caractéristiques principales du SME est la création d'une unité de compte, l'écu (*European currency unit*), de même nature que les DTS. Paradoxalement, le mark est devenu une monnaie de référence parmi les devises européennes et joue un rôle de leader dans le SME comparable à celui du dollar dans le FMI. On se demande, alors, pourquoi l'écu maintenant, alors que le marché favorise le mark.

Ce fonctionnement du marché des changes européen tend à valider deux hypothèses. Premièrement, l'émergence du mark offre la preuve que les avantages d'une concurrence de devises viendraient à s'éliminer par la montée d'une devise montante. Deuxièmement, l'écu présente de nombreuses difficultés d'usage tant sur les marchés monétaire et financier que sur celui des changes. Ainsi se pose le problème de renforcer l'usage de l'écu ou bien de se voir imposer à moyen et long terme une devise dominante par le jeu du marché. Les signataires de Maastricht ont choisi la voie de la monnaie unique, telle que recommandée par le Comité Delors et soutenue par le Rapport Ernst-Young *et al.* (1990).

Ce rapport, un des plus souvent cités sur la rationalité de la monnaie unique européenne, fait état des avantages potentiels d'une telle monnaie, soit : une unité de compte commune, une réserve de valeurs commune et un moyen de paiement commun. En ce qui concerne l'option de la compétition intermonétaire pour la réalisation de l'UEM, le Rapport Ernst-Young *et al.* contraste les propositions du Comité Delors, caractérisées par une volonté institutionnelle, et celles du Royaume-Uni, basées sur une volonté exprimée par le marché. Pour conclure

« ... Le résultat le plus vraisemblable d'une approche uniquement conduite par le marché serait une plus grande utilisation sur le plan international des monnaies existantes et en particulier du deutschmark, peut-être également du dollar US, du franc français et de la livre sterling. L'écu paraît assez mal placé pour sortir vainqueur d'une telle 'compétition' parce qu'il ne dispose pas d'une 'base nationale' sur laquelle il pourrait se construire. Nous préférons donc un système qui est entraîné par une volonté de changements institutionnels et qui d'une certaine façon pourrait canaliser les forces du marché pour favoriser cette transition. Il ne fait guère de doutes que les propositions du Ministère des Finances du Royaume-Uni n'aboutiront jamais à une union monétaire, ni même en vérité qu'elles aient été conçues dans cette perspective. »

Les avantages de l'Union monétaire européenne ont été clamés à maintes reprises ; à savoir : l'élimination des distorsions générées par des anticipations de variation de taux de change, plus de problèmes d'unité de compte, comparaison facile des prix, plus grande crédibilité, coût moins élevé de transactions... (Giovannini, 1990).

Sur la base de ses observations, Giovannini considère que le processus éταpiste de transition vers l'union monétaire n'est pas une stratégie appropriée. On ne saurait, dit-il, attendre la convergence des prix pour réaliser l'union pour la simple raison que des écarts de prix vont toujours exister soit en raison des chocs internes ou externes (hausse des prix pétroliers), soit alimentés par des spéculations déstabilisantes sur le marché des changes. La vraie alternative serait de procéder immédiatement à une réforme de devise, à savoir l'instauration d'une monnaie unique avec création d'une banque centrale indépendante des autorités nationales.

L'analyse de Cohen (1989), sur les coûts et les avantages d'une monnaie européenne, mérite ici d'être rapportée. Cohen explique qu'un système de monnaie unique est de loin préférable à un système de devises multiples à parité fixe avec ou sans coordination. En effet, une politique de préservation de devises nationales introduit la possibilité de révision des parités et nourrit des activités spéculatives. Quant au régime de taux flexible, un tel système ne protège en aucune façon un pays des chocs externes réels. Plus encore, chaque pays européen, pris individuellement, ne peut influencer le cours de ses devises sur le marché international et devrait s'ajuster notamment aux politiques américaines. Une monnaie unique européenne s'avère donc la solution idéale pour négocier avec les Américains. C'est d'ailleurs l'objectif avoué de la création du SME : avoir un levier de contrôle au niveau international. À ce sujet, Eichengreen (1990) rapporte que les adeptes européens pour une banque centrale européenne et une monnaie unique rétorquent aux sceptiques américains d'imaginer leurs 50 États avec 50 différentes monnaies. L'auteur ajoute que l'opinion des Européens est qu'aucun État américain ne manifeste le désir d'avoir des politiques macroéconomiques indépendantes et que personne ne parle de problèmes de balance de paiements entre les États.

À la lumière de cette démarche européenne, essayons maintenant de tirer des renseignements sur l'évolution passée et présente des marchés financiers pour extraire des conclusions définitives sur la validité de l'hypothèse de concurrence des monnaies.

3. LES ÉCUEILS DES BIENFAITS DU MARCHÉ LIBRE DE MONNAIES

3.1 *Le démenti des faits historiques*

Nous n'avons pas, ici, la prétention de démontrer le mythe du marché, mais nous cherchons à préciser sa validité économique en regard du système monétaire. À prime abord, des faits tendent à prouver que les forces du marché cons-

tituent une explication, sans doute utile, mais insuffisante de la dynamique de l'industrie financière. Un retour à l'Histoire permet d'illustrer ces propos. En effet, un marché concurrentiel dans le secteur financier a toujours été une exception au constat même de Hayek ou une période de transition entre deux systèmes. Référons-nous aux expériences allemande, américaine, canadienne et italienne.

Le cas de concurrence de monnaie en Allemagne du début du siècle nous est relaté par Holtfrerich (1989). L'auteur nous apprend que, suite au Congrès de Vienne de 1815, 35 principautés et villes allemandes jouissaient de la pleine souveraineté de l'émission et du système monétaire, ainsi que des questions douanières, principales sources de revenus des monarques ou souverains locaux. Le mouvement d'unification de l'Allemagne était surtout défendu par des industriels, la bourgeoisie libérale contre les princes plus enclins à protéger leurs acquis. Au début du XIXe siècle, non seulement l'Allemagne connaît-elle la présence des devises anglaises, françaises, russes... mais aussi plusieurs devises émises par différents États⁴. Les monnaies des États sont fort différentes dans leur poids et dénomination, mais aussi dans leur standard : l'étalon-Thaler dans les pays du Nord et le Gulden dans ceux du Sud.

La « Royale Banque », banque prussienne fondée en 1765 par Frederick le Grand, avait l'autorité d'émettre du papier-monnaie. Deux banques privées avaient eu droit d'émission en 1824 : Caisses associées (*Kassenverein*) à Berlin et la Banque privée des Chevaliers (*Ritterschaftliche Privatbank*) à Stettin (ville); mais ce droit fut suspendu en 1830. Il semble bien, selon Holtfrerich, que l'usage de monnaies aussi variées en Allemagne entraîna des coûts de transactions élevés alors que les banques faisaient plus fréquemment du profit sur le marché des changes. Ceci minait le commerce à grande échelle.

La Fédération Allemande de 1815 (*Deutscher Bund*) abolit les restrictions de mouvement des citoyens et le Traité de Zollverein de 1834 élimina les obstacles douaniers. Un des articles de ce traité indiquait l'utilité d'uniformiser le système monétaire des États. Sous le Traité de Munich de 1837, les États du Sud ont établi un système commun d'émission du Gulden. La Convention de Dresden de 1838 visait encore davantage l'uniformisation des émissions de Thaler et de Gulden et fixait une parité fixe entre ces deux monnaies. Après la formation du Reich en 1871, on comptait en circulation l'équivalent de 2,6 milliards de marks dont 76 % en argent métal (63 % en argent), 10 % en papier-monnaie émis par des États, 14 % en billets bancaires non garantis, ni par l'or ni par l'argent. Plus de 140 différentes monnaies de papier circulaient vers 1886 et 59 institutions d'émission existaient en Allemagne (banques et Trésors d'États).

Le mouvement de « *free banking* » s'intensifia après l'échec de la révolution sociale de 1848. Mais, la Prusse et les grands États ont refusé de faire conces-

4. Les villes comme Baemen, Hambourg et Lübeck et le Liechtenstein avaient leurs monnaies.

sion. La récession mondiale de 1857 força les banques à déclarer faillite ou à réduire leurs affaires, ce qui discrédita le mouvement de «*free banking*». Fait significatif, dès 1850, une guerre inter-États des notes s'intensifia. Les grands États (Baden, Bavière, Prusse, Saxe et Wurtemberg) déclarèrent illégales les monnaies émises par d'autres États pour priver les petits États de revenu de seigneurage. C'est à partir de ce climat d'agitation que s'est consolidée l'unité allemande. L'établissement de la banque centrale (*Reichsbank*) par le Traité de Mai 1875 n'est survenu qu'après l'abandon de la souveraineté politique de chacun des États au profit du Reich.

Sannucci (1989) a examiné l'expérience italienne dont nous allons brièvement tirer les faits saillants. Dès 1861, le gouvernement italien voulait uniformiser le système monétaire en se fiant à une banque existante, soit la Banque nationale sardinienne, pour en faire la Banque d'Italie (*Banca Italia*). Le choix de la BNR (*Banca Nazionale nel Regno*) fut biaisé vers sa taille qui était la plus grande du pays entre 1848 et 1851. Aussi les banques du Sud étaient sous le contrôle du Ministère des finances de ces États. L'acte bancaire de 1874 consacrait la multiplicité des monnaies, sanctionnait le cours légal aux banques existantes, fixait une limite de quantité d'offres de monnaie et condamnait ainsi les petites banques à demeurer petites. Vingt ans après l'unification de l'Italie, on dénombrait 436 banques réparties inégalement dans le pays. Le Sud, avec 37 % de la population, ne comptait que 18 % des banques et à peine 5 % des dépôts. La pluralité de monnaies engendrait une forte compétition entre les banques ainsi que des comportements frauduleux et de vives spéculations.

Aux États-Unis, le système bancaire entre 1863 et 1913, tel que décrit par Miron (1989) et appelé le «*National Banking*», était tel que les banques étaient sous la réglementation de chaque État, d'où la réalité d'autant d'États, autant de règles. Chaque banque émettait sa monnaie qui se transigeait à prime ou à escompte vis-à-vis la monnaie d'autres banques et également vis-à-vis de l'or. Les conséquences de cette pluralité furent maintes fois décriées : coûts de transaction élevés et, surtout, opérations frauduleuses. En fait, Miron explique qu'une banque essayait de faire des profits en utilisant sa monnaie pour acquérir des actifs ou autres monnaies et déclarer faillite avant que ses monnaies ne se retournent pour être remboursées. L'absence d'une banque centrale créait un vide qui fut vite rempli par deux principales institutions : *The Independent Treasury* et la *New York Clearinghouse Association* créée en 1854. *The Independent Treasury* opéra le système de paiement du gouvernement fédéral avec à sa tête Leslie Shaw entre 1902-1907. Il déplaça les fonds du gouvernement vers les banques pour éviter les mouvements de panique. *The Federal Reserve Act* devint loi en 1913, suite à la panique financière de 1907.

L'aspect fondamental du système bancaire américain de ce début du siècle est la pratique du «*Real Bills Doctrine*» qui fait en sorte que les prêts bancaires se gonflaient et se rétrécissaient selon le cycle économique. Conséquemment, l'offre de monnaie s'accroît rapidement devant les phases d'expansion et se

contracte durant les récessions. Par ailleurs, sous le *National Banking Act of 1864*, une crise de liquidité d'une banque se propage rapidement à travers les banques puisque celles-ci ne disposent d'aucune source externe d'approvisionnement de fonds. Face à une crise, les banques n'ont pas d'autre alternative que de couper les prêts. Le système bancaire, dit-on, manquait d'élasticité-monnaie.

Weiher (199 : 18-19) nous renseigne aussi que face à une panique financière entraînant une demande massive de retrait de fonds par les déposants, les banques refusaient d'obtempérer. Sans fermer les portes, les banques continuaient d'opérer avec des chèques plutôt qu'avec de la monnaie. Les effets d'une telle suspension du système de paiement ne se feront pas attendre. Effectivement, ces chèques ne sont acceptés par les marchands qu'à escompte, à savoir qu'un chèque de 100 \$ ne vaudra que 90 \$, par exemple. Dans de telles conditions, les dépôts bancaires ne devenaient attrayants que s'ils portaient un taux d'intérêt plus élevé : ce qui était pratique courante.

Les premières tentatives de création d'une banque centrale se sont soldées par un échec. En 1791, le Congrès légifère sur *The First Bank of the United States*, laquelle combinait des activités d'une banque privée et de politiques publiques (transfert de fonds à travers le pays, régulation de l'émission de billets privés...). Les banques des États se plaignirent de la concurrence déloyale livrée par la *First Bank* qui drainait leurs fonds vers les villes plutôt que dans les régions. *First Bank* fut abolie 20 ans plus tard. La deuxième banque américaine légiférée opérera entre 1816 et 1836 : elle subira le même sort. Apparemment, selon Guttman (1989), il y a eu des cas de fraude et de la corruption chez cette deuxième banque centrale.

Il est ici intéressant de rappeler la controverse semée par la création de la *Federal Reserve Board*. L'idée d'une banque centrale étant mal accueillie dans les milieux financiers, les promoteurs choisirent de créer une banque centrale qui ne l'était pas véritablement, évitant toutefois de la dépouiller de tout pouvoir. L'expression « banque centrale » fut délaissée et on mit l'accent sur son rôle de réserves ou de support aux banques. Les intérêts en jeu de chacun des États ont conduit à une approche de décentralisation avec ses conséquences de coordination, d'où la terminologie de « *Federal Reserve Board* » assez particulière à ce pays, en comparaison des autres pays industrialisés. Bref, le rôle attendu de la *Federal Reserve* était clairement énoncé dans l'acte de sa création, lequel se lit comme suit, selon Friedman et Schwartz (1963 : 189) : « *An act to provide for the establishment of Federal reserve banks, to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper, to establish a more effective supervision of banking in the United States, and for other purposes.* »

Évidemment, les mots « *elastic currency* » méritent d'être soulignés puisqu'ils font explicitement référence au problème de disponibilité et de contrôle du crédit. La *Federal Reserve Board* va-t-elle pousser trop loin sur ce pouvoir de création de crédit ? La réponse est affirmative, du moins pour Hayek.

Entre 1900 et 1921, le nombre de banques explose aux États-Unis, passant de 8 700 à 29 000. Toute une série de liquidations et de fusions s'en suit. On estime qu'en moyenne 85 banques fermaient chaque année de 1900 à 1919 [Bond et Schearer, 1972 : 293]. La compétition sur les taux d'intérêt était vive autant pour les dépôts que pour les prêts, ce qui d'ailleurs a conduit à la Réglementation Q de limitation et dont la controverse est encore loin aujourd'hui de se résorber.

L'évolution du système financier canadien est largement influencé par celle des États-Unis, quoiqu'elle trouve son origine dans le système britannique. Bond et Schearer (1977 : 249-250) observent que les activités bancaires se sont développées dans les Colonies du Haut et Bas-Canada et en Nouvelle-Écosse. Il semble, selon ces deux auteurs : «*There was no official provision of a stable, uniform currency which would expand with the growth of the colonies... The money supply consisted of a polyglot mixture of private script issued by merchants and frequently proving to be worthless...*» Suite à des rivalités, de 1830 à 1840, entre les marchands (favorables à la liberté bancaire) et la classe agricole (pour un contrôle public), le pouvoir impérial britannique impose le système des banques à charte en s'inspirant des réformes entamées par Hamilton aux États-Unis pour la création de la «*First US Bank*». Une des particularités de ce système de banques à charte (*Free Banking Act* de 1850), est que ces dernières peuvent émettre des billets bancaires en autant qu'ils soient convertibles en or ou en argent sur demande.

Mais, cette liberté d'émission privée de billets amène certaines inquiétudes, comme le rapportent Bond et Schearer (1972 : 253) : «*The imperial authorities became concerned lest charters be granted to individuals more intent on quick speculative gains via extensive note issue than on long-term profits through sound banking practice.*» Il s'en suit que des permis d'opérations bancaires accordés par des gouvernements locaux soient désavoués par le Royaume-Uni. Le *Free Banking Act* de 1850 autorise aussi l'ouverture d'une banque avec un minimum de capital fixé à niveau flexible de £ 25 000, de façon à encourager leur formation. La suite du système bancaire canadien se caractérise par une série de faillites bancaires éclatantes (*Bank of Upper Canada* en 1866, *Commerce Bank* en 1867) qui conduit à la législation du *Dominion Notes Act of 1870*, donnant le pouvoir d'émission de monnaie au gouvernement fédéral.

Certes, il n'y a pas plus de fraudes ou d'imprudence au Canada qu'aux États-Unis. Mais la liberté plus grande des banques canadiennes, vis-à-vis leurs homologues américaines, d'ouvrir des branches, d'acquérir d'autres banques et de diversifier leurs domaines d'activités font en sorte que leurs erreurs de gestion s'avèrent plus coûteuses et les répercussions éclatantes. Deux auteurs, Breckenridge (1910) et Jamieson (1957), attribuent la plupart des faillites bancaires au Canada à de mauvaises gestions ou à des fraudes. Par exemple, la faillite de «*The Mechanics Bank of Montreal*» en 1879 est attribuée par Breckenridge (1910 : 116) à une mauvaise gestion et à l'émission trop grande de

billets bancaires. La faillite de «*Ontario Bank*» en 1906, assez sensationnelle, est due selon Jamieson (1957 : 42-43) à des spéculations imprudentes sur les valeurs mobilières, incluant les actions mêmes de la banque. Créée en 1901, la société «*The Sovereign Bank*» cessa ses activités 7 ans plus tard, en raison de mauvais prêts effectués et, surtout, pour avoir multiplié trop rapidement des branches [Jamieson, 1957 : 42]. Cette stratégie, d'atteindre rapidement une taille impressionnante, explique toujours, selon Jamieson, la faillite de «*Farmer's Bank*» en 1910. Le cas de «*Home Bank*» se révèle plus intrigant puisque sa faillite en 1923 est attribuée à des fraudes et à de mauvais prêts concédés à ses gérants, dont le vice-président, 5 directeurs, le chef comptable et au vérificateur en chef, tous reconnus coupables [Jamieson, 1959 : 59-60]]⁵.

Le gouvernement canadien émet en urgence des billets du Dominion à la demande des agriculteurs qui se plaignaient d'une rationalisation de crédit par les banques. Les explications de ce manque de crédit sont diverses. Pour certains, les banques n'ont respecté que les limites d'offre de monnaie qui leur étaient imposés par la législation et que, dès le déclenchement de la crise, les banques ont plutôt réduit leurs prêts à l'étranger, notamment à New York et suspendu les transferts d'or. Plus encore, on estimait que New York jouait le rôle de prêteur en dernier ressort vis-à-vis des banques canadiennes (Viner, 1929 : 182 ; Denison, 1965 : 295).

Rich (1989) rejette ces allégations et explique clairement que durant les périodes de crise, c'est plutôt le Canada qui joue le rôle de prêteur en dernier ressort à l'égard du système monétaire de New York. Ainsi, durant la crise de 1907, résultant d'une hausse prononcée des taux d'intérêt à New York, le déficit de la balance canadienne des paiements s'est creusé par une sortie massive de l'or et une forte diminution des réserves des banques canadiennes. Sans supporter l'un ou l'autre point de vue sur l'origine et la sévérité de la crise en 1907, il ressort tout de même qu'il y avait là un sérieux problème de disponibilité de crédit. D'ailleurs, on observe qu'au début du siècle les activités bancaires étaient largement concentrées dans les centres urbains plus développés du pays (Montréal, Toronto, Hamilton, Winnipeg et Vancouver). Aussi, au dire de Beckhart (1929 : 485-486), les banques à charte ont plus ou moins des règles précises de contrôle de crédit. Certaines se contentent de maintenir le ratio de leurs réserves par rapport au passif à un niveau déterminé, soit 10 % par exemple. D'autres suivent simplement leurs concurrents locaux ou les pratiques de la Banque d'Angleterre.

5. Il est à noter la durée de vie relativement courte de nombreuses banques. *Bank of Acadia* n'a opéré que pendant 1 an (1872-1873). Voici les dates d'opération de quelques grandes banques dans l'histoire canadienne. *Hom Bank of Canada* (1906-1923); *Maritime Bank* (1872-1887); *Commercial Bank of Manitoba* (1884-1893); Banque du Peuple, Montréal (1844-1895); *Bank of Vancouver* (1910-1914); Banque de Saint-Jean, Québec (1873-1908); *Federal Bank*, Toronto (1874-1888); *Farmer's Bank*, Toronto (1906-1910)... Voir pour plus de détails Beckhart (1929).

La suite des événements donne crédibilité à la thèse de Rich. En effet, à l'approche de la Première Guerre, les banques canadiennes, comme le rapporte Binhammer (1977 : 73), montraient des signes d'inquiétude sur l'incapacité de rapatrier leurs réserves d'or placées à New York. Le gouvernement, face à une ruée des déposants qui réclament de l'or et sous la demande expresse des banquiers, décrète le 3 août 1914 la non-convertibilité des billets du Dominion et des billets bancaires en or. De telles mesures législatives ne peuvent qu'exacerber le public qui voit là un changement aux règles du jeu⁶. Les diverses tentatives d'un contrôle public plus rigoureux des activités bancaires ont été contenues par l'Association des banquiers canadiens qui considérait inefficaces de telles pratiques, se référant à l'exemple des États-Unis. Mais au fur et à mesure que des banques déclarèrent faillites, des voix s'élevèrent pour une réforme plus interventionniste. L'opposition à la mise sur pied d'un bureau d'inspecteur se dissipa avec la faillite du «*Home Bank*» en 1923. Il fallait néanmoins attendre les recommandations de la Commission royale d'enquête (Commission Macmillan) pour voir la création de la Banque du Canada. Watts (1993) précise qu'il semble bien que la création de la Banque du Canada résulte de l'initiative d'un seul homme, soit le premier ministre Bennett qui voulait doter le pays d'une banque centrale susceptible de traiter avec autorité, et au nom du Canada, avec les autres pays du monde.

Ces diverses observations montrent que le haut degré de concentration du système financier canadien est le reflet d'un accord tacite entre le législateur et les banques dans le but d'assurer une viabilité du système et éviter une concurrence excessive jugée déstabilisante. Tout comme aux États-Unis, la liberté bancaire au Canada, en accentuant les cycles économiques, ne permettait pas une meilleure allocation du capital et n'est pas suffisamment adaptée pour répondre aux besoins de trésorerie du gouvernement. De surcroît, cette liberté n'a pas su calmer les inquiétudes des diverses couches sociales à la recherche d'un système uniforme et plus élastique. Aussi faut-il noter que le régime étalon-or ou argent n'est pas garant de la viabilité du système privé d'émission de monnaie, puisqu'en cas d'impossibilité de conversion, une législation suffit pour le suspendre. Enfin, l'idée de prêteur en dernier ressort est loin de déplaire en réalité aux banques qui ne peuvent pas facilement s'accommoder des règles implacables du marché libre.

Quelles sont les leçons à tirer de ce bref historique, y ajoutant l'expérience européenne d'intégration monétaire ? Deux niveaux d'analyse méritent d'être distingués : le court et le long terme. À court terme, un marché de concurrence de monnaies génère un coût plus élevé de transactions relié notamment à l'incertitude. D'abord, les frais de conversion d'une devise à une autre s'alourdissent en même temps qu'une chambre de compensation se complexifie. Aussi,

6. Les taux d'intérêt varient également d'une région à l'autre ; dans les régions industrielles, les taux se situent entre 5 et 7 %, comparativement à 7 à 10 % dans les Prairies (Beckhart, 1929 : 451-452).

le système bancaire allemand du début du siècle indique un recours plus fréquent au marché des changes, ce qui alors alimente les spéculations. Il y a également à souligner certains comportements d'échange d'actifs pour des monnaies sans valeur, observés notamment aux États-Unis sous le *National Banking*.

À long terme surgissent des problèmes de concentration régionale des activités financières, à l'instar de l'Italie, du Canada et des États-Unis et, surtout, de la possibilité d'émergence d'un marché oligopolistique ou de monopole. Ceci s'illustre par les tentatives de domination des banques des grands États allemands sur celles de leurs voisins plus petits vers 1850 ; du choix de la grande banque italienne pour en faire la Banque d'Italie vers 1861 et, tout récemment, de la suprématie du mark au sein du SME, tel qu'étayé par le rapport d'Ernst-Young *et al.* Introduisons maintenant le comportement des marchés financiers des deux dernières décennies.

3.2 La dématérialisation des services financiers face aux législateurs

Dans un débat ayant pour thème «*Le temps du chaos*», Dominique Strauss-Kahn (1993) conclut que le rôle d'intermédiaire éminemment positif joué par les banques peut être néanmoins pernicieux en reportant dans le temps les sanctions ou les ajustements requis. De plus, dit-il, «le système financier s'est affranchi de toute force de rappel. Le marché de l'argent s'est dématérialisé», c'est-à-dire qu'il est sans rapport avec la production. De là, l'on évoque à tort ou à raison un degré plus élevé de risques bancaires. Dans les divers essais d'identification des sources de risques du système financier, un facteur qui retient particulièrement l'attention est l'endettement et le bourdonnement des activités financières. Tel que rapporté par Magdoff et Sweezy (1989), c'est la revue américaine *Business Week* qui, dans sa publication du 16 septembre 1985, soulève des effets possiblement néfastes de la spéculation sur les marchés financiers. La revue établit une comparaison entre le système financier américain et une société de casino du fait «que le volume des transactions financières a explosé au-delà de ce qui est requis pour en supporter l'économie... et les instruments que sont les futures permettent aux individus de jouer avec le marché sans même détenir une part d'actions». L'endettement est considéré de façon abusive comme un effet de levier.

À ces activités florissantes du marché boursier s'ajoutent celles de l'endettement pour des fins spéculatives. Les innovations financières du début des années 80 (*swaps*, papier commercial, sécuritisation...), loin de sonner l'alarme quant à la surchauffe des activités financières, ne font que la rehausser. Par exemple, les banques peuvent maintenant prendre des engagements d'octroi de prêt sans convenir d'une provision suffisante de capital.

Pour expliquer la relance des activités financières, Magdoff et Sweezy ont offert une analyse fort pertinente que nous reprenons brièvement. Pour ces

auteurs, il faut remonter aux causes de la stagnation économique du début de 1970 afin de pouvoir apprécier la dynamique du secteur financier d'aujourd'hui. En effet, après la guerre, on observe que la reprise des activités économiques aux États-Unis est tirée par le redémarrage des industries de biens de consommation (résidentiel, autos, appareils ménagers...) propulsé par un pouvoir d'achat énorme et accumulé au cours de la guerre, la mise en place de l'hégémonie américaine sur le reste du monde, notamment par la reconnaissance du dollar comme monnaie internationale aussi « bonne que l'or » et, enfin, les dépenses énormes en armement avec leurs retombées sectorielles.

Or, tous ces facteurs de croissance ont leurs limites : l'infrastructure est passablement complétée, les industries ont une surcapacité de production, le dollar est livré à la concurrence ; d'où la stagnation économique du début de 1970, laquelle perdure. L'industrie financière se comporte relativement mieux que les autres secteurs d'activité économique parce que son domaine d'activité est la monnaie et suivant le vieil adage « c'est avec de l'argent qu'on fait de l'argent ». La chute du Bretton Woods en 1971 rehausse les activités du marché des changes. Mais les prises de positions sur devises ne sont rentables qu'avec un haut volume de fonds.

Le dynamisme du secteur financier semble donc s'expliquer par l'absence d'une reprise véritable des autres secteurs d'activité économique et aussi par la nature même de l'industrie financière qui, de plus en plus, devient un système presque autonome de l'économie. L'accroissement incessant de la dette des ménages, des entreprises et des gouvernements risque d'avoir des effets déstabilisants sur le système financier. Quelques données sur l'économie américaine méritent d'être rapportées ici. Le ratio de la dette (par rapport au PNB) du secteur non financier de 167 % en 1945 a d'abord chuté pour se retrouver à 146 % en 1960 et se stabiliser à ce niveau jusqu'en 1970 (Hubert, 1989). Depuis, ce ratio ne cesse d'enregistrer une hausse, atteignant déjà près de 158 % en 1978. Les compilations récentes effectuées par Carlson (1989) indiquent que ce ratio se situe dès le début des années 90 à environ 170 %. Or, parmi les facteurs de l'accroissement de cette dette se retrouve la prolifération des cartes de crédits bancaires, ce qui signifie que le consommateur d'aujourd'hui s'endette pour consommer et, pis encore, pour s'acquitter de ses dettes.

Ainsi, Hubert réfute la théorie selon laquelle le niveau de dette augmente ou diminue sur un cycle économique. Il y a plutôt un cercle vicieux d'une spirale « dette-inflation » dans le sens que « les banques encouragent des emprunteurs à s'endetter davantage et que le gouvernement manque de courage politique pour ne pas accumuler de la dette. » Jusqu'ici, ce risque bancaire a été tant bien que mal contenu par le rôle joué en dernier ressort par les banques centrales ou par la *Federal Reserve Bank* pour les États-Unis. Mais, ces activités de garantie des banques centrales sont de plus en plus remises en cause pour la raison qu'elles n'incitent pas les institutions financières à être pleinement responsables et prudentes dans leurs engagements. C'est tout le problème du risque moral (*moral*

hazard). On envisage aussi un mode de contrôle du système financier qui, tout en maintenant le principe de liquidité avec ses obligations d'assurance, en ferait porter également le fardeau du risque aux institutions financières. C'est dans cette perspective qu'il est suggéré de réglementer le ratio du capital des banques.

Mais s'entendre sur un niveau de capital/actif se révèle plus facile à envisager qu'à réaliser car il faut bien tenir compte du risque des actifs et de la structure du capital de chaque institution. Le Comité de Bâle en est venu à proposer des normes en matière de fonds propres bancaires et à fixer un ratio plafond de 8 % comme cible, lequel peut varier selon la composition des actifs (FMI, 1988). On peut disserter longuement sur le mérite ou les désavantages d'un tel accord de contrôle, mais cela n'est pas l'objet de cette étude. Le moins qu'on puisse dire est que le sujet de capitalisation des banques n'est pas nouveau et on retrouve une littérature abondante, surtout à partir des travaux de Modigliani et Miller (1958) et ceux de la théorie d'efficience de Leland et Pyle (1977). Toutefois, la controverse sur ce sujet ressort encore plus dominante durant la dernière décennie à la faveur de la tendance de déréglementation, des innovations financières et la globalisation des marchés⁷. La revue *The Economist* (1994 : 22-23) parle d'un « cauchemar sur Wall Street » généré par les produits dérivés. Dans ce type de marché, un participant peut s'engager avec un dépôt initial de 100 000 \$ ou acheter à terme des obligations d'une valeur de 1 million \$. Il peut donc courir le risque d'une perte potentielle équivalente à 10 fois sa mise de fonds ou réaliser un profit de même amplitude. Nous en revenons maintenant aux solutions avancées par Hayek.

Faudra-t-il, alors, à l'heure de ce cauchemar qui plane sur les institutions financières, permettre à celles-ci d'émettre leurs propres monnaies ? La réponse est négative pour plusieurs raisons. Premièrement, le risque inflationniste d'un tel système monétaire est d'autant plus grand que le « marketing de l'argent » est élevé. Par ailleurs, le fonctionnement dynamique du marché des changes ravive les spéculations « pures ». En effet, plus il y a de monnaies sur le marché, plus il y a intérêt à ce qu'elles soient flexibles, bon gré mal gré, générant donc plus d'activités de change et d'opportunité de profits. Les faits démontrent, comme le rapporte le BRI, « que les marchés de changes ont montré leur capacité de faire varier les monnaies en faisant abstraction des données fondamentales », du moins à court terme. Il convient de rappeler que les banques figurent comme un des principaux participants au marché de change. Par exemple, au Canada en 1989, les opérations de change sont à 73 % interbancaires contre 30 % au Japon, 15 % au États-Unis et 15 % au Royaume-Uni. Il ressort donc que le caractère du marché de gros des opérations de change, aussi bien que le haut levier des produits dérivés et des activités de prêts, ne feraient que renforcer la spirale « dette-inflation ».

7. Pour plus de détails, voir Kahane (1977), Koehn et Santomero (1980), Santomero (1991), Furlong et Keeley (1987), Kareken et Wallace (1978).

Bref, l'hypothèse de gestion responsable pour des raisons d'être en affaires n'est consistante ni avec les objectifs de maximisation, ni avec les réalités actuelles du marché financier. Quant à l'argument de vigilance de la presse, cela se passe de commentaire. La presse, autant que le gouvernement, non seulement ne détient pas l'information véritable, mais peut être contrôlée par une institution, devenant donc biaisée. Enfin, l'idée de Hayek d'une publication régulière des indices de prix et des taux de change est la preuve réelle d'une difficulté de comparaison des prix et du risque latent d'échange. La concurrence de monnaies, loin d'introduire une stabilité des taux de change, risque tout au contraire d'amplifier les incertitudes.

Cette approche d'émission privée de monnaies, sans doute compatible à un régime d'étalon-or, ne convient donc pas à un régime de monnaie de papier. Nous savons que le régime étalon-or ne peut s'imposer comme modèle au vu de ses imperfections notoires, telles les limites de la production de métal et les effets pervers de son mécanisme d'ajustement. L'engagement d'une banque émettrice d'assurer une acquisition d'un panier fixe de biens par sa devise n'est rien d'autre qu'une obligation de principe qui peut s'avérer désuète dans la pratique.

Arrêtons-nous quelques instants sur le mode de choix de devises. Pour Hayek, les critères de choix d'une devise se trouvent être sa valeur. Plus une devise prend de la valeur, plus elle sera appréciée par le public. Cette explication est insuffisante parce qu'elle n'incorpore pas le rôle de l'État. De deux choses l'une, ou bien le marché libre efface complètement le rôle de l'État, ce qui est improbable, ou alors il doit pouvoir intégrer cet agent économique dans le processus d'échange. À cet égard, l'analyse de Giovannini (1991) nous paraît digne de mention. L'auteur précise que l'usage d'une devise doit être évaluée en rapport à ses coûts de détention ou de conversion. Les agents économiques ont tendance à détenir des portefeuilles de devises ayant un coût de conversion minimum. À l'intérieur d'un pays ou d'une zone géographique, les transactions commerciales ou financières se font surtout entre agents de ce même pays. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle les activités de l'euromarché sont essentiellement des transactions interbancaires, plutôt que celles d'individus ou de corporations non financières. Pour Melvin (1985 ; 1991), le phénomène de substitution des devises de part et d'autre de l'Océan n'est pas important, mais peut-être présent à un moindre degré en Europe.

Giovannini explique que le coût de transaction donne un rôle local à une devise nationale puisque les employeurs et les employés à proximité les uns des autres font du commerce. Mais le choix de la devise locale est fixé par le gouvernement par le biais de sa réglementation. En effet, de nombreuses transactions à l'intérieur d'un territoire impliquent les gouvernements nationaux comme, par exemple, des impôts directs ou indirects à payer en devises nationales. L'auteur fournit quelques chiffres sur l'importance du revenu des gouvernements par rapport au stock de monnaies qui, par exemple, se situe entre 1980 et 1987 à 158 %

en France, à 176 % en Allemagne et à 69 % en Italie. Une autre réglementation méritant d'être soulignée est l'obligation imposée aux banques de détenir des réserves en devises nationales. Ainsi, la caractéristique locale des transactions et le choix de devises du pouvoir politique fait en sorte qu'une devise nationale peut être utilisée sur des marchés locaux.

Cette analyse s'applique assez bien au contexte nord-américain. On ne peut prétendre aujourd'hui que le dollar canadien, en dépit de sa faiblesse par rapport à la devise américaine, disparaîtra du marché de Montréal, de Toronto ou de Vancouver et encore moins des régions éloignées comme Chicoutimi et Val d'Or.

Sur la question de l'émergence d'une devise dominante, référons-nous une fois de plus à l'analyse de Giovannini. L'auteur identifie trois facteurs à prendre en considération : la taille de l'économie nationale, les coûts de transaction d'une devise et l'économie d'échelle. Plus la taille de l'économie nationale est grande, plus le volume du commerce international sera important et plus il serait nécessaire de mettre en place un système efficace de paiements. En conséquence, les devises des grands pays (en terme de production et de commerce) ont une position dominante sur les marchés pour autant, bien sûr, que leurs coûts de transaction (frais de services de paiements, de conversion, de comptes-chèques...) ne soient pas prohibitifs. En général, il est reconnu que le coût du système de paiement décroît avec le volume de transactions. Par ailleurs, un pays largement ouvert verrait l'usage de sa devise nationale fort limité. Giovannini explique que des pays comme le Luxembourg, la Belgique, les Pays-Bas et l'Irlande, avec un ratio de la somme des exportations et des importations sur le PIB respectivement de 170 %, 133 %, 112 % et 112 % n'ont rien à gagner d'une politique de promotion de leur devise respective.

Transposons l'analyse de Giovannini sur un marché national de plusieurs monnaies. Premièrement, il y a lieu de savoir laquelle des monnaies locales serait utilisée par le gouvernement. Faut-il envisager la possibilité que les ministères tiennent leurs opérations en monnaies différentes ? Le lecteur comprend facilement les répercussions d'un choix unique de monnaie par le gouvernement qui risque de s'imposer sur le marché. Les grosses banques peuvent bénéficier d'un coût moindre de système de paiement et imposer leurs normes de concurrence.

Ces observations nous paraissent suffisantes pour conclure que le choix politique d'usage d'une monnaie et l'économie d'échelle sont deux facteurs qui se renforcent dans leurs effets, rendant illusoire le marché de monnaies de concurrence parfaite. Rappelons que sous le «*National Banking*» aux États-Unis au début du siècle, le besoin d'une agence payeuse ou de trésorerie du gouvernement fédéral ne relevait pas d'une abstraction théorique. Bien sûr, les fonctions d'une banque centrale ont aujourd'hui évolué au point où les banques commerciales privées peuvent jouer ce rôle de trésorerie. Mais la fonction de gestion

non inflationniste du système monétaire sans risque de déstabilisation demeure. Aussi, le fonctionnement actuel du marché des cartes de crédit nous paraît fort instructif. Les cartes *American Express*, *Visa* et *Mastercard* jouissent d'une bonne notoriété à l'échelle planétaire. Peut-on rêver qu'une nouvelle carte, dénommée par exemple «Ducat», pourrait se tailler du jour au lendemain une place sur le marché face aux géants déjà mentionnés ? Faisons remarquer que le marché des cartes de crédit s'appuie sur un véhicule intermédiaire commun, soit la monnaie. Sur le plan international, la concurrence de diverses monnaies, ne bénéficiant d'aucun support des gouvernements locaux, ne fera que favoriser les institutions qui disposent d'un vaste réseau de succursales. Il n'est pas exclu, par ailleurs, qu'une institution bancaire refuse d'accepter la monnaie d'une autre institution pour simple raison de stratégie concurrentielle, comme c'est précisément le cas des cartes de crédit qui ne sont honorées qu'en des places spécifiques ou, à l'instar de l'exemple de certains États allemands du début du siècle, bannissant l'usage des monnaies des autres États dans le but de les priver de revenu de seigneurage.

CONCLUSION

Le monopole d'État d'émission de la monnaie a des effets résolument inflationnistes. En cela, les critiques de Hayek, portant sur le mythe du cours légal et sur l'impossibilité pour un gouvernement d'adopter des politiques optimales, appellent à une nouvelle réflexion sur le rôle de l'État. Cependant, les solutions préconisées, visant un libre marché de monnaies, présentent le désavantage de ne pas être soutenues par des évidences historiques et, surtout, de ne pas intégrer la dynamique concurrentielle de l'industrie financière.

Le volume des transactions financières a explosé au-delà des possibilités économiques et le marché financier s'avère dématérialisé. La tendance généralisée vers l'endettement et la croissance phénoménale des produits dérivés auxquelles s'ajoutent des opérations fréquentes de change qui, de surcroît, sont essentiellement un marché de gros ne feraient que relancer la spirale «dette-inflation», ce qui va à l'encontre des bienfaits d'un régime d'émission privée de monnaies. Par ailleurs, les deux facteurs que constituent le choix politique de devise et la présence d'économie d'échelle se renforcent dans leur effet de faire converger un régime de concurrence de monnaie vers un marché oligopolistique.

La solution tout indiquée pour atténuer les méfaits du monopole d'État d'émission de monnaie est celle qui consiste à s'assurer que les conditions de crédit des ménages, des entreprises et du gouvernement soient simplement non inflationnistes. Ainsi, toute politique monétaire devrait être orientée non pas dans le but de relancer la croissance de la production et de l'emploi, mais plutôt pour briser les anticipations inflationnistes. Bien sûr, il ne s'agit là qu'une ébauche d'alternative qui mériterait une analyse plus approfondie. L'objet de cette étude était d'apprécier la faisabilité d'un marché libre des monnaies.

BIBLIOGRAPHIE

- BAILEY, R.W., R.T. BAILLIE, et P.C. MCMAHON (1984), « Interpreting Econometric Evidence on Efficiency in the Foreign Exchange Market », *Oxford Economic Papers*, Vol. 36 : 67-85.
- BAILLIE, R.T., et P.C. MCMAHON (1989), *The Foreign Exchange Market: Theory and Econometric Evidence*, Cambridge University Press, Cambridge.
- BECHHART, BENJAMIN H. (1929), *The Banking System of Canada*, Henry Holt and Company, New York.
- BENSAÏD, JEAN, et NICOLAS PONTY (1991), « L'Union économique et monétaire : un nouveau contexte pour la politique économique », *Problèmes économiques*, no 2-246, 23 octobre.
- BILSON, J.F.O. (1981), « The Speculative Efficiency Hypothesis », *Journal of Business*, Vol. 54 : 435-451.
- BINHAMMER, H.H. (1977), *Money, Banking, and the Canadian Financial System*, third edition, Methuen.
- BOND, D.E., et R.A. SHEARER (1972), *The Economics of the Canadian Financial System: Theory, Policy et Institutions*, Prentice-Hall, Scarborough.
- BORDO, M.D., et E.V. CHOUDRI (1982), « Currency Substitution and the Demand for Money : Some Evidence from Canada », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 14 : 48-57.
- BRANSON, W.H., H. HALTTUNEN, et PAUL MASSON (1979), « Exchange Rates in the Short Run », *European Economic Review*, Vol. 10 : 395-402.
- CALVO, G.A., et C.A. RODRIGUEZ (1977), « A Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution and Rational Expectations », *Journal of Political Economy*, 85 : 617-625.
- CANZONERI, MATHEW B., et PATRICK MINFORD (1988), « Policy Interdependence : Does Strategic Behaviour Pay ? », in D.R. HODGMAN, et GEOFFREY WOOD (eds.), *Macroeconomic Policy and Economic Interdependence*, MacMillan Publishers, New York.
- CANZONERI, MATHEW B., et PATRICK MINFORD (1988), « When International Policy Coordinations Matters : An Empirical Analysis », *Applied Economic*, Vol. 29.
- COHEN, DANIEL (1989), « The Costs and Benefits of a European Currency », in MARCELLO DE CECCO, et ALBERTO GIOVANNINI (eds), *A European Central Bank? Perspectives on Monetary Unification After Ten Years of the EMS*, Cambridge University Press.
- COHEN, DANIEL, et CHARLES WYPLOSZ (1989), « The European Monetary Union : An Agnostic Evaluation » in RALPH BRYANT *et al.* (eds), *Macroeconomics Policies in an Interdependent World*, Washington D.C., IMF.

- COOPER, RICHARD N. (1986), «Economic Interdependencies and Coordination of Economic Policies», in RICHARD COOPER, *Economic Policy in an Interdependent World*, MIT Press, Cambridge.
- COPELAND, LAURENCE S. (1989), *Exchange Rates and International Finance*, Addison-Wesley Publishing Company, Don Mills, Ontario.
- DE BOISSIEU, CHRISTIAN (1991), «Les avantages de l'Union économique et monétaire», *Problèmes économiques*, no 2-214, 27 février.
- DE CECCO, MARCELLO, et ALBERTO GIOVANNINI (1989), «Does Europe Need its Owns Central Bank ?» in MARCELLO DE CECCO, et ALBERTO GIOVANNINI (eds), *A European Central Bank ? Perspectives on Monetary Unification After Ten Years of the EMS*, Cambridge University Press.
- DELORS, JACQUES (1989), *Rapport du Comité d'étude sur l'Union économique et monétaire*, Office des publications officielles des Communautés européennes, Luxembourg.
- DENISON, M. (1967), *Canada's First Bank. A History of the Bank of Montreal*, vol. 2, McCLELLAND and STEWART, Toronto, Montréal.
- DEVEREUX, MICHAEL (1990), «International Cooperation, Precommitment and Welfare», *International Economic Review*, Vol. 31(2), May.
- EICHENGREEN, BARRY (1990), «One Money for Europe ? Lessons from the US Currency Union», working paper no 90-132, University of California, Berkeley ; and in *Economic Policy*, 10, April.
- ERNST et YOUNG, THE NATIONAL INSTITUTE OF ECONOMIC AND SOCIAL RESEARCH, ET ASSOCIATION POUR L'UNION MONÉTAIRE DE L'EUROPE (1990), *L'écu, monnaie du succès européen*, Les Éditions d'organisation.
- FAMA, E. (1970), «Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work», *Journal of Finance* : 383-417.
- FELDSTEIN, MARTIN (1987), «The End of Policy Coordination», *The Wall Street Journal*, November 9.
- FISHER, STANLEY (1978), «International Macroeconomic Policy Coordination», *NBER Working Papers*, no 2224, May.
- FRANKEL, JEFFREY A., et KATHARINE ROCKETT (1988), «International Macroeconomic Policy Coordination : When Policymakers Do Not Agree on the True Model», *American Economic Review*, Vol. 78(3), June.
- FRANKEL, JEFFREY A. (1981), «Flexible Exchange Rates, Prices and the Role of News : Lessons from the 1970's», *Journal of Political Economy*, Vol. 89 : 665-705.
- FRANKEL, JEFFREY A. (1982), «The Mystery of the Multiplying Marks : A Modification of the Monetary Model», *Review of Economics and Statistics*, August.
- FRANKEL, JEFFREY A., et M. GOLDSTEIN (1991), «Monetary Policy in an Emerging European Economic and Monetary Union», *IMF Staff Papers*, 38.

- FRIEDMAN, MILTON, et ANNA JACOBSON SCHWARTZ (1963), *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton.
- FROOT, K.A., et K. ROGOFF (1991), « The EMS, the EMU, and the Transition to a Common Currency », *NBER Working Paper*, 3684, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- GHOSH, ATISH R., et PAUL MASSON (1988), « International Policy Coordination in a World with Model Uncertainty », *IMF Staff Papers*, Vol. 35(2), June.
- GIOVANNINI, ALBERTO (1990), « The Transition to European Monetary Union », *Essays in International Finance*, Vol. 178, November.
- GIOVANNINI, ALBERTO (1990b), « Money Demand and Monetary Control in an Integrated European Economy », *European Economy*.
- GIOVANNINI, ALBERTO (1990c), « The Transition Towards Monetary Union », *Essays in International Finance*, n° 178, November.
- GIOVANNINI, ALBERTO (1990d), « European Monetary Reform: Progress and Prospects », *Brookings Paper on Economic Activity*, 2 : 217-292.
- GIOVANNINI, ALBERTO (1991), « Currency Substitution and Monetary Policy », in C. WIHLBORG, M. FRATIANNI, et T.D. WILLETT (eds), *Financial Regulation and Monetary Arrangements after 1992*, North-Holland.
- GIRTON, L., et D. ROPER (1981), « Theory and Implication of Currency Substitution », *Journal of Money, Credit and Banking*, 13, February : 12-30.
- GUTTMANN, ROBERT (1989), « The Structure and Policy Options of the Federal Reserve », in ROBERT GUTTMANN (ed.) *Reforming Money and Finance, Institutions and Markets in Flux*, Sharpe Inc.
- HAYEK, F.A. (1976), *Denationalization of Money*, The Institute of Economic Affairs, London.
- HM TREASURY (1989), *An Evolutionary Approach to Economic and Monetary Union*, HM Treasury, November, London.
- HOLTFRERICH, CARL-LUDWIG (1989), « The Monetary Unification Process in Nineteenth-Century Germany: Relevance and Lessons for Europe Today », in MARCELLO DE CECCO, et ALBERTO GIOVANNINI (eds) *A European Central Bank? Perspectives on Monetary Unification After Ten Years of the EMS*, Cambridge University Press.
- KAREKEN, J., et N. WALLACE (1981), « On the Indeterminacy of Equilibrium Exchange Rates », *Quarterly Journal of Economics* : 207-222.
- KAUFMAN, GEORGE G. (1973), *Money, the Financial System and the Economy*, Rand McNally College Publishing Company.
- KEHOE, J.PATRICK (1987), « Coordination of Fiscal Policies in a World Economy », *Journal of Monetary Economics*, 19, May.
- KEHOE, J.PATRICK (1989), « International Policy Coordination Among Benevolent Governments may be Indesirable », *Review of Economic Studies*, 85, June.

- KIYOTAKI, N., et R. WRIGHT (1989), « On Money as a Medium of Exchange », *Journal of Political Economy*, 97 : 927-954.
- KOURI, P.J.K. (1976), « The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and in the Long Run : A Monetary Approach », *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 78 : 280-304.
- KRUEGER, ANNE O. (1983), *Exchange-Rate Determination*, Cambridge University Press, Cambridge.
- KRUGMAN, P. (1980), « Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange », *Journal of Money, Credit and Banking*, 12, August : 513-526.
- LAPAN, H.E., et W. ENDERS (1983), « Rational Expectations, Endogenous Currency Substitution, and Exchange Rate Determination », *Quarterly Journal of Economics*, August : 427-439.
- LELAND, H., et D. PYLE (1977), « Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation », *Journal of Finance*, 32, May : 371-387.
- MACDONALD, RONALD (1983), « Some Tests of the Rational Expectations Hypothesis in the Foreign Exchange Markets », *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 30 : 235-250.
- MACDONALD, RONALD (1988), *Floating Exchange Rate: Theories and Evidence*, Allen & Unwin, Winchester, MASS.
- McKINNON, RONALD I. (1982), « Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard », *American Economic Review*, Vol. 72 : 320-333.
- MAGDOFF, HARRY, et PAUL SWEETZ (1989), « The Financial Explosion », in ROBERT GUTTMAN (ed), *Reforming Money and Finance Institutions and Markets in Flux*, Sharpe Inc..
- MELVIN, MICHAEL (1985), « Currency Substitution and Western European Monetary Unification », *Economica*, 52, February : 79-91.
- MELVIN, MICHAEL (1991), « Currency Substitution and Monetary Policy : Comment », in C. WILBORG, M. FRATIANNI, et T.D. WILLETT (eds), *Financial Regulation and Monetary Arrangements After 1992*, North Holland.
- MILES, MARC A. (1978), « Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary Independence », *American Economic Review*, Vol. 68 : 428-436.
- MILES, MARC A. (1981), « Currency Substitution : Some Further Results and Conclusions », *Southern Economic Journal*, no 438 : 78-86.
- MIRON, JEFFREY A. (1989), « The Founding of the Fed and the Destabilization of the Post-1914 US Economy », in MARCELLO DE CECCO, et ALBERTO GIOVANNINI (eds), *A European Central Bank ? Perspectives on Monetary Unification After Ten Years of the EMS*, Cambridge University Press.
- MODIGLIANI, F., et M. MILLER (1958), « The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, 48, June : 261-297.

- MUSSA, M. (1979), « Macroeconomic Interdependence and the Exchange Rate Regime », in DORNBUSCH, et FRENKEL, *International Economic Policy* : 160-204.
- MUSSA, M. (1979b), « Our Recent Experience with Fixed and Flexible Exchange Rates », *Carnegie Rochester Supplement*, no 3 : 1-50.
- NICKELSBURG, G. (1984), « Dynamic Exchange Rate Equilibria with Uncertain Government Policy », *Review of Economic Studies* : 509-519.
- ODDIZ, GILLES, et JEFFREY SACHS (1984), « Macro-Economic Policy Coordination among the Industrial Economics », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, The Brookings Institution, Washington D.C.
- ROGOFF, KENNETH (1985), « Can International Monetary Policy Cooperation be Counter-Productive », *Journal of International Economics*, Vol. 18 (3/4), May.
- ROGOFF, KENNETH (1990), « Bargaining and International Policy Cooperation », *American Economic Review*, Vol. 80 (2), May.
- SANNUCCI, VALERIA (1989), « The Establishment of a Central Bank : Italy in the Nineteenth Century », in MARCELLO DE CECCO et ALBERTO GIOVANNINI (eds), *A European Central Bank ? Perspectives on Monetary Unification After Ten Years of the EMS*, Cambridge University Press.
- STRAUSS-KAHN, DOMINIQUE (1993), « Le temps du chaos », débat avec la revue *Histoire*, no 172, décembre : 52-53.
- VINER, J. (1929), *Canada's Balance of International Indebtedness, 1900-1913*, Harvard University Press, Cambridge.
- WATTS, GEORGE S. (1993), *La Banque du Canada. Origines et premières années*, Carleton University Press.
- WEIHER, KENNETH (1992), *America's Search for Economic Stability, Monetary and Fiscal Policy Since 1913*, Twayne Publishers, New York.
- WEIL, PHILIPPE (1990), « Currency Competition and the Evolution of Multi-Currency Regions », discussion paper 1508, *Harvard Institute of Economic Research*, Harvard University.
- WOODFORD, MICHAEL (1990), « Does Competition Between Currencies Lead to Price Level and Exchange Rate Stability ? », *National Bureau of Economic Research*, working paper 3441, September.