

## MILL, TOOKE, MCCULLOCH ET LA CRISE DE 1825

Alain Béraud<sup>1</sup>

### Résumé :

Cet article étudie la crise qui, en 1825, affecta l'économie anglaise et les travaux que John Stuart Mill, Thomas Tooke et John Ramsay McCulloch consacrèrent à son analyse. Alors que McCulloch s'appuyait, pour l'expliquer, sur la tradition ricardienne, Mill et Tooke s'en écartent et sans doute celui-là plus que celui-ci. McCulloch et Tooke soutiennent que l'organisation du système bancaire anglais a joué, sinon dans l'origine du moins dans le développement de la crise, un rôle remarquable. Mill, au contraire, pense que la crise est l'effet de spéculations hasardeuses et qu'elle se serait tout aussi bien développée dans un système où la monnaie aurait consisté en espèces. Il avance des idées qui seront reprises et développées par la *Banking School*.

### Abstract:

This article studies the crisis which, in 1825, affected the English economy and the works that John Stuart Mill, Thomas Tooke and John Ramsay McCulloch dedicated to his analysis. While McCulloch refers, for explaining it, to the ricardian tradition, Mill and Tooke deviates from it and doubtless the former more than the latter. McCulloch and Tooke maintain that the organization of the English banking system played, if not in the origin at least in the development of the crisis, a remarkable role. Mill, on the contrary, thinks that the crisis is the effect of over-trading and that it would have developed as well in a system where the currency would have consisted in species. He advances ideas which will be taken back and developed by the Banking School.

Mots clefs: Mill, Tooke, McCulloch, crise, speculation, école de la banque

Keywords: Mill, Tooke, McCulloch, crisis, overtrading, Banking School.

Classification JEL : B12, B31, E42, N13

---

<sup>1</sup> Université de Cergy-Pontoise, THEMA, F-95000 Cergy-Pontoise, [beraud@u-cergy.fr](mailto:beraud@u-cergy.fr).

## LA CRISE DE 1825 COMME POINT DE DÉPART DU DÉBAT ENTRE LA BANKING ET LA CURRENCY SCHOOL

Quand la Banque d'Angleterre reprit, en mai 1821, les paiements en espèces, on pouvait espérer qu'une page était tournée. Les problèmes qui s'étaient posés pendant la période où ses billets étaient inconvertibles paraissaient devoir être surmontés. Puisque les banques étaient assujetties à l'obligation de payer immédiatement et inconditionnellement les billets qu'elles avaient émis, on pensait — en s'appuyant sur les conclusions d'Adam Smith (1776 : 377) — que l'on pouvait, en toute sûreté pour le public, rendre leur commerce, à tous égards, parfaitement libre. C'est cet espoir qui fut déçu en 1825. En quelques mois, les réserves considérables de lingots d'or et d'argent que la Banque d'Angleterre avait accumulées — près de 60% de la valeur de ses billets — seront dissipées et elle n'évitera une nouvelle suspension de ses paiements que par l'arrivée opportune de l'or que la Banque de France crut opportun de lui envoyer.

Les économistes — notamment Thomas Tooke (1826), John Ramsey McCulloch (1826 a et 1826 b) et John Stuart Mill (1826) — cherchèrent à expliquer les facteurs qui avaient été à l'origine de la crise. Les questions discutées n'étaient plus celles qui avaient opposé Ricardo à Malthus. On n'évoquait plus guère l'idée que l'accumulation s'était développée à un rythme excessif et la question de la possibilité d'un encombrement général des marchés était rejetée au second plan. Le problème était de savoir si la crise était l'effet d'une émission excessive de billets ou de spéculations hasardeuses. Mill soutient cette seconde thèse et s'il admet que les banques ont, en accordant trop facilement des crédits, amplifié le mouvement spéculatif, leur rôle reste secondaire à ses yeux. À l'inverse, Tooke, tout en soulignant l'importance de l'*overtrading*, conclut que « le mal vient d'un excès de papier et de crédit » (1826 : 133). Il rejette la responsabilité de la crise sur la politique qu'avait suivie, en 1824 puis en 1825, la Banque d'Angleterre. McCulloch pense, comme Tooke, que la crise est monétaire. Mais, selon lui, ce sont les banques provinciales, et non la Banque d'Angleterre, qui sont à l'origine de la crise. Elles ont été, à nouveau, extrêmement libérales dans leurs escomptes et leurs billets sont progressivement devenus redondants. Il en est résulté des retraits d'or à la Banque d'Angleterre et cet établissement a dû, pour se défendre, contracter ses émissions. Le résultat ultime et inévitable a été une série de banqueroutes (McCulloch, 1826 a : 280).

La crise suggérait l'idée que l'organisation du système bancaire était inadaptée ; cette conviction était renforcée par le fait que les banques écossaises et irlandaises avaient échappé à la tourmente. Au Parlement, les débats portèrent, principalement, sur la question de l'émission des petites coupures. L'*Act* de Peel que le Parlement avait adopté en 1819 prévoyait la disparition des billets de moins de 5 £ à l'échéance du 1<sup>er</sup> mai 1823. Mais, cette disposition suscita bien des réserves ; elle fut abrogée en juin 1822 et le Parlement autorisa les banques à poursuivre l'émission de ces billets jusqu'en 1833. Avec la crise de 1825 et la faillite d'un grand nombre de banques provinciales, la question de l'émission de petites coupures fut, à nouveau, débattue. Mais, on évoqua aussi d'autres dispositions pour renforcer la solvabilité des banques anglaises en rapprochant les règles qui les régissaient de celles en

vigueur en Écosse. Le nombre d'associés dans les banques anglaises était limité à 6. On proposa d'accroître ce nombre et de permettre aux banques de prendre la forme de sociétés par actions. Fallait-il aller plus loin et admettre que la responsabilité des actionnaires serait limitée à leur part respective dans le capital ? Pour assurer la sécurité des paiements, on suggéra que l'on devait demander aux banques qui émettaient des billets, de déposer des titres qui en assureraient le paiement. Des mesures plus conjoncturelles qui visaient à sortir l'économie du marasme où elle était tombée furent proposées. Puisque la Banque d'Angleterre ne pouvait pas, en raison de la diminution de ses réserves d'or, accroître la circulation de ses billets, on pouvait se demander si le Parlement ne devait pas autoriser le gouvernement à émettre, comme en 1797, des billets de l'Échiquier qui pourraient être utilisés comme moyen de paiement.

Quand les économistes ou les historiens (Neal, 1998 ; Bordo, 1998) étudient la crise de 1825, c'est le plus souvent aux analyses de Tooke qu'ils font référence. Ici l'accent sera mis sur la contribution, plus rarement discutée, de Mill. La crise n'est pas, selon lui, d'origine monétaire, elle est l'effet de spéculations hasardeuses, de l'*overtrading* pour reprendre l'expression qu'il emprunte à Smith. C'est sur cette idée qu'il s'appuie pour développer une théorie des crises qui, longtemps, est restée ignorée mais sur laquelle Evelyn Forget (1990) et Samuel Hollander (1985) ont, récemment, attiré notre attention. Si l'expansion du crédit n'est pas à l'origine de la crise, elle joue un rôle dans sa propagation. Le crédit s'étend quand la spéculation apparaît sur certains marchés et c'est cette expansion qui permet à la spéculation de se généraliser à un grand nombre de biens. Si le retournement de la conjoncture est si violent, c'est parce que le crédit disparaît quand les illusions se dissipent.

Mill soutient que le crédit s'étend indépendamment de la quantité de billets émis par les banques et qu'une telle évolution aurait pu tout aussi bien se produire dans une économie où les banques ne seraient pas autorisées à émettre des billets. Sa thèse est qu'une émission excessive de monnaie est impossible si les billets sont convertibles à la demande à un taux fixe en or. Il la maintiendra toute sa vie. Quand, bien plus tard en 1867, la commission impériale d'enquête sur la monnaie et sur la banque lui pose les deux questions centrales :

- À quelles conditions, l'emploi de la monnaie fiduciaire est-il sans inconvénients ?
- La convertibilité constante des billets est-elle indispensable ?

Il répond sans détour : « Sur la nécessité absolue de la convertibilité constante et immédiate des billets, il n'y a plus de différence d'opinion parmi les hommes compétents. Elle me paraît la seule condition indispensable. Avec cette convertibilité suffisamment garantie, il n'y a pas de mauvais système d'émission » (Mill, 1867 : 605). En analysant la crise de 1825, Mill développe très clairement une série de thèses qui s'écartent de la tradition et il est intéressant de comparer ses positions avec les idées plus traditionnelles sur lesquelles s'appuie, alors, Tooke. Ainsi, quand on lit les textes qu'ils publièrent en 1826, il apparaît que « Mill adopta les idées de la *Banking School* avant que Tooke le fasse » (Skaggs, 1994 : 550)

Cette communication s'organisera autour de ces trois points : l'origine de la crise de 1825, le débat théorique suscité par l'analyse de cette crise et les propositions qui furent alors faites pour réformer le système bancaire et financier.

## 1. CRISE MONÉTAIRE OU BULLE SPÉCULATIVE ?

Après la fin de la guerre avec la France, l'Angleterre avait subi deux récessions en 1816 et en 1819 dont l'origine a souvent été attribuée à la baisse des dépenses gouvernementales et à l'appréciation de la livre sterling. En 1819, le Parlement décida le retour à la convertibilité qui devint effectif en mai 1821, deux ans avant la date qui avait été initialement fixée. L'Angleterre adoptait l'étalon-or alors que le bimétallisme prévalait ailleurs, notamment en France. La parité retenue, 3 £ 17 s 10,5 d, était celle établie avant la suspension des paiements en 1797. De 1822 à 1824, la reprise se développa graduellement et la production augmenta à un taux que l'on peut évaluer à 5%. Les prix des marchandises augmentèrent en rupture avec une tendance générale déflationniste. Le taux d'intérêt baissa alors que le cours des titres s'éleva. Au printemps 1825<sup>1</sup>, la conjoncture se retourna et la situation se détériora rapidement. En décembre 1826, la reprise qui succéda à la dépression fut plutôt heurtée. Le mouvement cyclique est clairement apparent et la crise est globale, ce qui conduisit certains économistes, par exemple Karl Marx<sup>2</sup>, à considérer la crise de 1825 comme la première crise moderne de l'histoire du capitalisme.

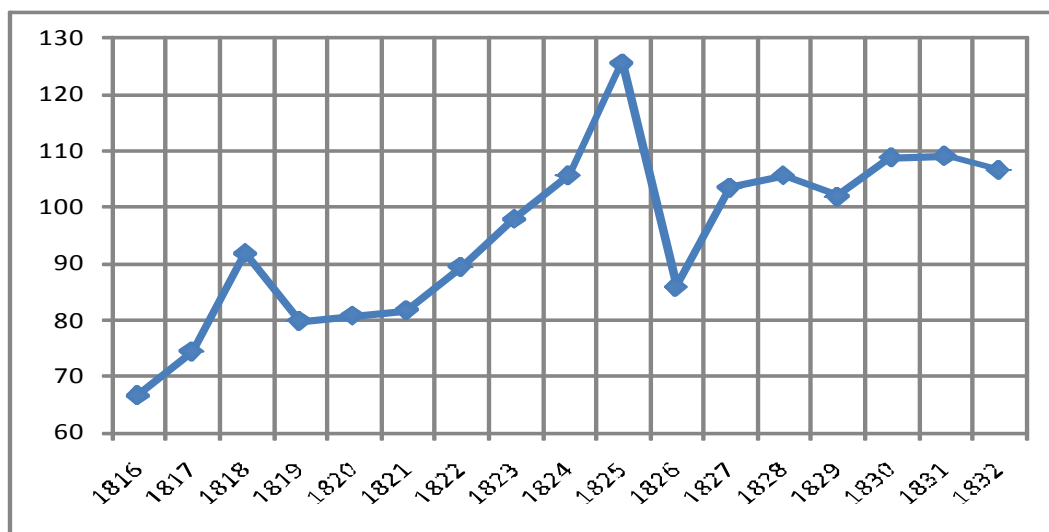


Figure 1: Indice de l'activité en Angleterre (1816-1832)

base 100 en 1821-25, source : Gayer et alii (1953 : 354)

<sup>1</sup> Selon Gayer et alii (1953 : 110 et 171), la structure des cycles serait la suivante :

Creux	Pic
Septembre 1816	Septembre 1818
Septembre 1819	Mai 1825
Septembre 1826	Janvier 1829

<sup>2</sup> Karl Marx (1873 : 12) évoquant la situation économique et politique en Angleterre durant la période 1820-1830 écrit : « La grande industrie proprement dite sortait à peine de l'enfance, comme en témoigne le fait qu'elle n'ait entamé le cycle périodique de son existence moderne qu'avec la crise de 1825 ».

On peut penser que ces fluctuations de l'activité sont liées à l'évolution des techniques et notamment à l'introduction de la locomotive à vapeur qui suscita la construction de voies de chemins de fer et stimula la demande de fer. La sidérurgie tira profit de cette innovation. Les dirigeants des entreprises s'entendirent pour exploiter au mieux de leurs intérêts cette conjoncture favorable et cette conjonction explique, dans une large mesure, l'augmentation sensible que l'on observe dans le prix du fer. Néanmoins, les économistes, dont on étudie ici les travaux, n'attribuent pas la crise de 1825 à une cause réelle. Certains pensent que la crise a une origine monétaire ; d'autres estiment qu'elle a été provoquée par des spéculations excessives sur les marchés des biens et des titres.

### 1.1. Le cycle et les prix

Ce qui caractérise le cycle qui culmine en mai 1825, c'est la très forte hausse puis la brusque chute du cours des titres et du prix de certains produits, en particulier le fer. Le point de renversement se situe en juin 1825 pour les titres et en octobre de la même année pour les prix de gros, mais, dès juillet, le prix du fer commence à diminuer.

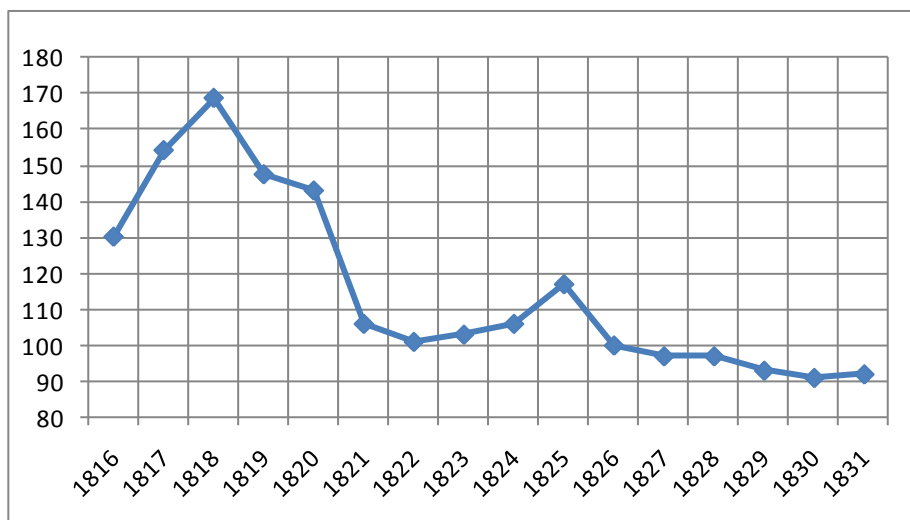


Figure 2 : Indice des prix de gros des marchandises

Indice des prix, Sauerbeck, base 100 en 1867-77, (Gayer et alii, 1953 : 522),

Sans aucun doute, la tendance générale est, depuis avril 1818, à la baisse des prix de gros. Cependant, à partir de février 1824, une augmentation des prix s'amorce et ils atteindront un maximum en mai 1825. Puis ils diminueront progressivement jusqu'en 1830. Comment faut-il interpréter cette évolution des prix ? Est-elle l'effet des conditions réelles de l'offre et de la demande ou, au contraire, s'explique-t-elle par l'évolution de la circulation monétaire ?

Tooke (1838, t. 2 : 121-2) soutient que les variations des prix sont déterminées par l'évolution du prix des produits agricoles qui dépend elle-même de l'offre et, plus particulièrement, de l'importance de la récolte de blé. La hausse des prix en 1823 et 1824 refléterait la faiblesse des récoltes de blé et non l'évolution de la quantité de moyens de paiement en circulation. Au contraire, ce serait l'augmentation du prix des grains qui aurait

suscité l'augmentation de la quantité de billets en circulation. Dans l'analyse que fait Tooke de l'évolution des prix agricoles, le rôle de la spéculation reste secondaire ; elle accentue ou, au contraire, limite les effets de la variation des récoltes sur les prix. Son rôle est, au contraire, décisif pour les autres marchandises : les biens importés et les produits manufacturés. Certes, initialement, les prix augmentent simplement parce que l'offre est insuffisante par rapport à la demande mais cette hausse initiale est considérablement amplifiée par la spéculation.

« La fin de chaque année est la période durant laquelle... les stocks de biens disponibles et les perspectives de l'offre et de la consommation pour la saison à venir sont évalués et estimés par les marchands et les négociants, grâce aux lettres circulaires qu'ils adressent à leurs correspondants et à leurs employeurs. Ces circulaires peuvent faire apparaître que les stocks disponibles de certains biens importants sont inférieurs à ce qu'ils étaient à la fin de l'année précédente. On déduit de cela la conclusion plus ou moins plausible que la consommation annuelle de ces articles a excédé leur offre et qu'une hausse du prix aura lieu ; en même temps, des rapports assurent, dans le cas du coton et de la soie, que des récoltes déficitaires ou d'autres causes réduiraient inévitablement la récolte à venir. Les anticipations de la rareté se combinèrent ainsi avec l'insuffisance effective pour exciter l'esprit de spéculation. Il concerna, d'abord, des articles pour lesquels, sur des bases raisonnables, une certaine augmentation du prix était justifiée et exigée dans la mesure où leur consommation avait dépassé leur offre moyenne. Cependant la hausse qui aurait été requise pour accroître l'offre ou diminuer la consommation aurait été, dans la plupart des cas en question, insignifiante. Mais, quand la spéculation est lancée, avec une circulation qui, comme la nôtre, peut s'étendre, l'augmentation du prix d'un article peut non seulement excéder de beaucoup celle que la situation justifie réellement mais peut, en augmentant la somme totale des moyens de paiement, provoquer indirectement une hausse du prix des autres marchandises » (Tooke, 1826 : 45).

Si nous avons cité longuement ce passage, c'est parce qu'il joue dans le débat un rôle crucial. Mill (1826 : 77) s'appuie sur lui, en le citant explicitement<sup>1</sup>, pour développer son analyse de l'*overtrading*. Ainsi, pour Tooke et pour Mill, l'augmentation des prix naît d'un excès de la demande de biens qui trouve son origine dans l'économie réelle et c'est cette hausse des prix qui provoque l'augmentation de la masse des moyens de paiement.

McCulloch (1826 a : 271) admet l'argument dans le cas des produits agricoles. Il évoque, à cet égard, le comportement des banques provinciales qui ont coutume de « proportionner leurs émissions au prix du blé ». Mais, cela n'implique pas que la mauvaise récolte de blé soit la cause des sorties d'or. Certes, « il est certainement vrai, qu'une perturbation des canaux habituels du commerce occasionne parfois une diminution des réserves d'or de la Banque et une exportation de métaux précieux ; mais, il est, en même temps, non moins vrai, que les directeurs de cet établissement ont toujours le pouvoir de faire cesser de telles sorties en contractant leurs émissions » (*Ibid.* : 269). Si, après que les sorties aient commencé en juin ou juillet 1824, aucun billet n'avaient été émis à la place du million de souverains qui avaient été exportés, il est tout à fait certain que la diminution de la quantité de monnaie qui en aurait résulté aurait provoqué une baisse des prix domestiques telle que les exportations de métaux précieux auraient bientôt pris fin. On retrouve ici la thèse que

---

<sup>1</sup> McCulloch (1826 b : 82) cite, lui-aussi, le texte de Tooke. Le désaccord ne porte pas sur l'existence de l'*overtrading* mais sur son analyse.

Ricardo<sup>1</sup> avait développée dans *Le cours élevé du lingot, preuve de la dépréciation des billets de banque* quand il critiquait Thornton pour avoir soutenu qu'une balance commerciale très défavorable peut provenir d'une mauvaise récolte.

Ce qui, selon Tooke et selon Mill, caractérise la hausse spéculative des prix, c'est son caractère cumulatif.

« Quand l'impulsion à la hausse a été donnée et que chaque acheteur successif a réalisé, ou semble avoir le pouvoir de réaliser, un profit, une nouvelle impulsion apparaît à chaque stade qui suscite de nouveaux acheteurs. Il n'y a plus seulement ceux qui connaissent le marché : de nombreuses personnes sont incitées à quitter l'activité qui était la leur et à engager leur fonds ou à étendre leur crédit pour s'engager dans des opérations que des intermédiaires leur présentent comme des moyens certains de réaliser des gains importants et immédiats » (Tooke, 1826 : 45-6).

Les anticipations sont autoréalisatrices et l'augmentation des prix suscitée par l'existence d'une demande excédentaire de biens loin de résorber le déséquilibre l'aggrave. On retrouve ici une situation que Smith (1776 : 438) caractérisait comme un *overtrading*. Lorsque les profits du commerce sont plus grands qu'à l'ordinaire, des négociants achètent à crédit des quantités inhabituelles de marchandises dans l'espoir de les vendre avec profit. Si leurs espoirs sont déçus, s'ils ne parviennent pas à vendre les marchandises qu'ils ont acquises avant que les emprunts qu'ils ont contractés arrivent à échéance, ils n'ont rien pour payer et doivent liquider à perte leurs positions au risque de faire faillite. C'est ce processus qui caractérise, selon Mill, McCulloch et Tooke, la crise de 1825.

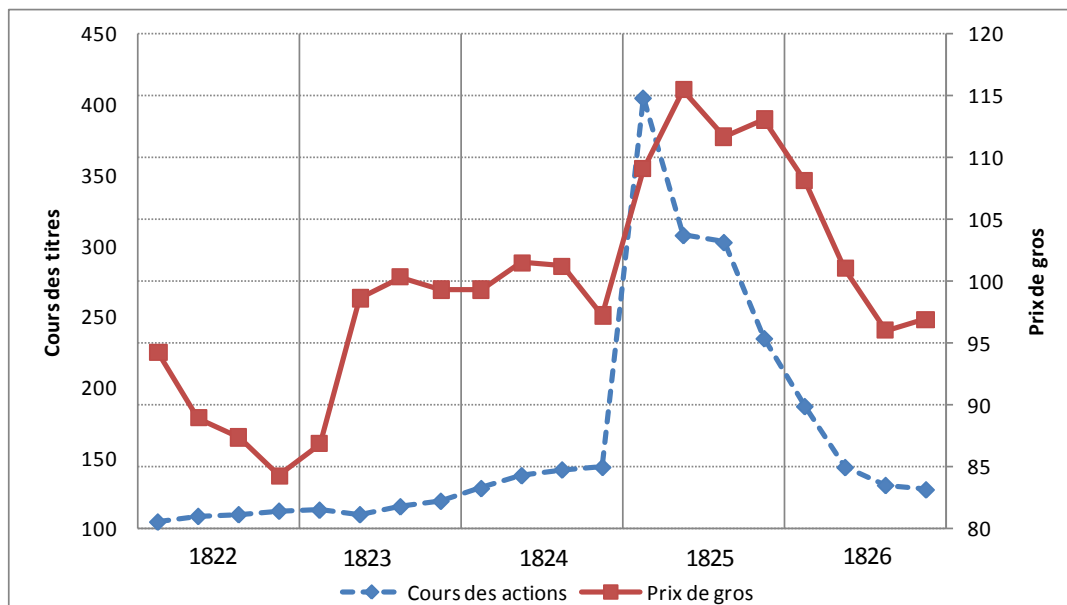


Figure 3 : Cours des actions et prix de gros

Source : Gayer et alii, 1953, 368 et 468

<sup>1</sup> Ricardo (1810 : 58) écrivait alors : « Il apparaît que la tentation d'exporter de la monnaie en échange des marchandises, ou ce qu'on appelle une balance commerciale défavorable, ne résulte que d'une circulation monétaire excédentaire. »

Quand Mill ou McCulloch parlent d'overtrading, ils pensent d'abord aux marchés des biens ; pourtant comme le montre la figure 3, une très forte bulle spéculative s'est formée, sur le marché des titres, au début de l'année 1825. Elle a essentiellement concerné le secteur des mines : si on exclut ces valeurs de l'indice, l'évolution de celui-ci est beaucoup moins heurtée.

Pendant longtemps, les échanges sur le marché financier de Londres avaient porté principalement sur une dette publique que les dépenses militaires avaient considérablement gonflée. Quand la paix fut signée, le gouvernement chercha à rééquilibrer ses comptes. Grâce à la diminution des dépenses militaires, le budget devint légèrement excédentaire. Le gouvernement réussit, d'autre part, à diminuer la charge de la dette en retirant de la circulation les titres qui portaient un taux d'intérêt élevé. En 1823, il convertit 135 millions d'obligations à 5% en titres qui ne portaient qu'un intérêt de 4% ; en 1824, il tira profit de la baisse des taux d'intérêt en convertissant 80 millions d'emprunt à 4% dans des obligations à 3,5%.

Tout ceci ne faisait l'affaire ni des courtiers ni des rentiers qui se tournèrent vers des placements plus rémunérateurs même s'ils étaient plus risqués. On assista à une globalisation des marchés financiers. Dès 1818, les gouvernements français et russe placèrent des emprunts sur la place de Londres. Les rentes françaises à 5% offraient une rémunération plus élevée que les *consols* qui rapportaient moins de 4%. La dislocation de l'empire espagnol durant la guerre avec la France donna naissance à un grand nombre d'États indépendants qui firent appel à l'étranger pour financer leurs dépenses. Le succès de ces émissions incita des sociétés britanniques nouvellement créées à proposer leurs actions aux épargnants. Globalement, 624 compagnies furent lancées en 1824 et 1825 avec une capitalisation de 372 millions de livres. En 1827, 128 d'entre elles avaient survécu avec une capitalisation de 102 millions dont seulement 15 millions avaient été effectivement versés. Tooke (1826 : 51) conclut que « ces opérations sur les titres avaient eu un effet similaire à la spéculation sur les biens en augmentant la masse du papier en circulation et du crédit ; et ceci, il faut le garder à l'esprit, concurremment avec l'addition qui avait été faite aux émissions de la Banque d'Angleterre. » Cependant, Bordo (1998 : 78) et Neal (1998 : 64) pensent que les sommes avancées étaient trop faibles pour que la spéculation sur le marché des titres puisse être considérée comme la cause de la crise. Ainsi, c'est à juste titre que Mill et McCulloch mettent l'accent sur la spéculation sur le marché des biens.

## ***1.2. La crise de 1825 : la monnaie et les banques***

Quand la guerre prit fin, les dirigeants de la Banque d'Angleterre suivirent une politique déflationniste qu'ils pensaient nécessaire pour restaurer la convertibilité : la quantité de billets en circulation diminua de 27 millions de £ en 1815 jusqu'à 18 millions en 1822. Pour assurer la sûreté du système bancaire, ils voulaient disposer de réserves importantes en métaux précieux, réserves qu'ils accumulèrent systématiquement et qui passèrent de 6,6 millions de livres en 1816 et 11,6 en 1821 soit plus de la moitié de la valeur de ses billets en circulation. Ces immobilisations pesaient lourdement sur la rentabilité de la Banque. Pour assurer à ses actionnaires le maintien de leurs dividendes, la Banque s'était progressivement



retirée du marché de l'escompte où elle était très engagée jusqu'en 1815. Elle était revenue à sa position de gérante de la dette publique. L'essentiel de ses créances étaient des créances sur l'État alors que ses créances sur le secteur privé représentaient moins de 10% de ses actifs.

Circulation	20 295	Titres du secteur public	15 753
Dépôts	5 819	Titres du secteur privé	2 722
Total	26 114	Total des titres	18 475
		Lingots	11 234
Reste	3 595	Total	29 709

Tableau 1 : Situation de la Banque d'Angleterre au 31 août 1821

Source : Tooke, 1838, t. 2, p. 382 — milliers de £

La figure 4Figure 1 met en évidence la politique qui fut celle des directeurs de la Banque d'Angleterre dans les années qui précédèrent la crise. Ils maintinrent sensiblement constant le montant des billets en circulation. Les variations de réserves en lingots furent donc compensées par la variation du stock de titres que la banque détenait. C'est précisément cette politique que Torrens (1848 : 3) trouvait absurde car, selon lui, toute variation des réserves aurait dû être répercutée sur la quantité de monnaie en circulation. La Banque aurait dû réduire ses émissions de billets dès octobre 1824 quand les sorties d'or mirent en évidence le déséquilibre des échanges extérieurs. Cependant le montant des billets de la Banque en circulation continua à augmenter. Cette évolution est associée aux paiements de la *Dead Weight* pour laquelle la Banque avait conclu un contrat en 1823. En 1825, la diminution des réserves en lingots s'accéléra ; Horsley Palmer (1833 : 23) admet que 7 millions de lingots furent exportés entre janvier et novembre 1825. La politique de la Banque changea durant le second semestre de 1825 et Gayer (1953 : 203) soutient que la Banque tient son rôle de prêteur en dernier ressort durant la crise. C'était un peu tard. La banque augmenta le montant de ses escomptes en juillet 1825 alors que le cours des titres et le prix des marchandises avait déjà atteint leur point de retournement, respectivement en janvier et en mai.

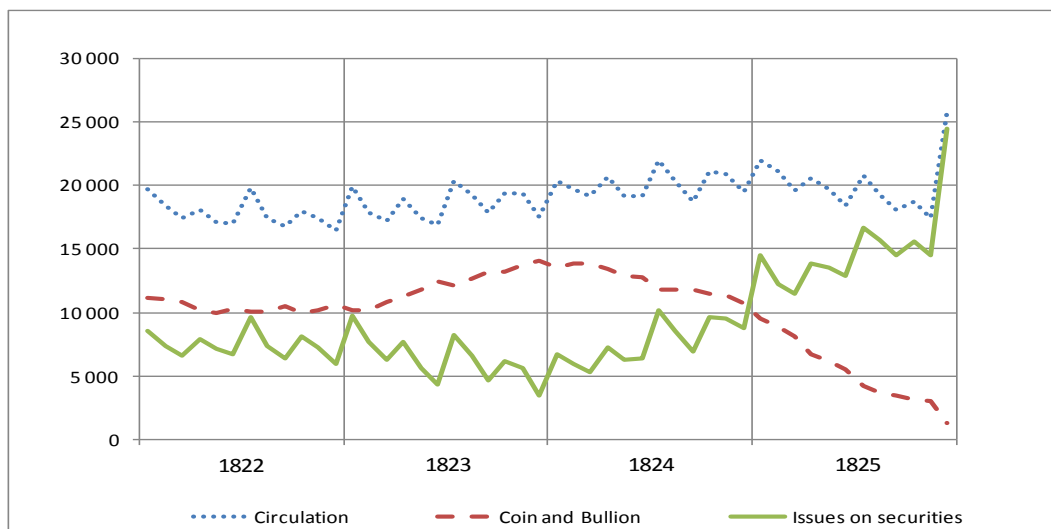


Figure 4 : L'évolution des billets de la Banque d'Angleterre et de leurs contreparties

Source : Secret Committee on Bank of England Charter (1833 : 221-2)

Mill (1826 : 73), Tooke (1826 : 65) et McCulloch (1826 b : 78) caractérisent la crise de 1825 comme une crise spéculative. Des événements dont les effets sont difficilement prévisibles peuvent, d'un côté, exciter la spéculation et, de l'autre, donner lieu à des calculs erronés. Ils peuvent, même en l'absence de toute perturbation du système monétaire susciter une hausse excessive des prix. L'organisation du système bancaire et financier anglais a joué dans ce processus un rôle en renforçant la spéculation. En l'absence de toute augmentation de la quantité de moyens de paiement, cette hausse aurait été nécessairement limitée à certains articles et n'aurait pas pu se prolonger. Le système bancaire et financier anglais est organisé de façon telle qu'il a permis à la spéculation de se généraliser et de perdurer. Le problème est de comprendre comment. Là, les analyses divergent.

Pour Mill, il n'est nullement nécessaire que la quantité de billets, que ce soient les billets de la Banque d'Angleterre ou ceux des banques provinciales, augmente, l'octroi de crédit permet à la spéculation de s'étendre.

« En elle-même, la spéculation augmenterait seulement les prix des articles qui en ont été initialement les objets. Mais supposons qu'un article est vendu et revendu dix fois et supposons qu'un effet est tiré par chaque vendeur successif sur l'acheteur et que tous ces effets s'ajoutent à la masse générale de moyens de paiement utilisés pour régler des achats : l'effet, c'est évident, doit être une dépréciation de la monnaie. Par cette dépréciation, les prix, en général, augmentent, et les marchandises, en général, deviennent l'objet de spéculations. La nouvelle spéculation produit une nouvelle addition aux moyens de paiement et une nouvelle hausse des prix ; tant que cela dure, chaque personne qui est dans les affaires semble rapidement faire fortune ; au moins jusqu'à ce que les articles qui ont augmenté en premier et le plus haut commencent à baisser soit en raison de l'accroissement de l'offre suscité par le prix élevé soit peut-être par le simple désir de leurs propriétaires de réaliser leurs gains. Ces causes ruinent une partie importante des propriétaires de ces articles ; leurs papiers deviennent sans valeur, et cessent de circuler : la masse des moyens de paiement ayant ainsi diminué, les prix des autres articles commencent à baisser à un rythme accéléré. La ruine se répand quand la chute se diffuse. Non seulement le papier de toutes les firmes qui deviennent successivement insolubles est annihilé mais une méfiance générale se diffuse qui rend chacun peu disposé à accepter même le montant habituel d'effets privés. Les moyens de paiement sont ainsi réduits et les prix diminuent en conséquence à un niveau plus bas que celui qui était le leur avant l'augmentation. » (Mill, 1826 : 92)

McCulloch (1826 b : 84) considère, au contraire, que la crise de 1825 trouve son origine à la fois dans l'*overtrading* et dans une émission excessive de billets. Selon lui, c'est le second facteur qui a été déterminant et, dans ce processus, les banques provinciales ont eu un rôle crucial : elles n'ont pas été passives mais actives. Tooke s'exprime, sans doute, de façon plus nuancée. Il conclut (1826 : 67) en soulignant la responsabilité des dirigeants de la Banque d'Angleterre qui auraient dû, selon lui, réduire dès mars 1825 leurs émissions de billets et relever leur taux d'escompte.

Partant d'un point commun — la crise de 1825 est une crise spéculative — on obtient ainsi, trois thèses différentes. Pour McCulloch, la crise n'aurait pas pu se développer sans les émissions de billets des banques provinciales ; Tooke soutient que la Banque d'Angleterre est sinon à l'origine de la crise, du moins responsable de son ampleur ; pour Mill, c'est le crédit qui a nourri et amplifié la spéculation, les fluctuations des prix que l'on a observées auraient

pu tout aussi bien se produire sans l'intervention des billets de banque, grâce seulement au papier commercial.

### ***1.3. La crise de 1825 et les sorties d'or***

Au moment où la crise a culminé, les réserves en or de la Banque d'Angleterre étaient presque épuisées. La suspension des échanges ne fut évitée que de justesse. De l'argent fut envoyé en France, par l'intermédiaire des Rothschild, et en échange 400 000 £ d'or parvinrent opportunément en Grande-Bretagne le 17 décembre 1825. Cet échange ne fut pas l'objet d'une transaction directe entre la Banque d'Angleterre et la Banque de France, mais, sans aucun doute, elles étaient au courant, mieux ce fut probablement la Banque de France qui fournit l'or, de l'or anglais, puisqu'il s'avéra, quand il arriva, qu'il consistait essentiellement en souverains (Clapham, 1966 : 101). Les exportations de métaux précieux furent importantes. McCulloch (1826 a : 268) rapporte que la douane enregistra durant les mois d'avril, mai et juin 1825 des exportations d'or et d'argent pour un montant de 2 834 000£, somme qui correspond très exactement à la diminution du stock de métaux précieux de la Banque d'Angleterre durant ce trimestre. Horsley Palmer (1833 : 23) affirme, dans le mémorandum qu'il communiqua en 1832 au comité de la Chambre des Communes, que 7 millions de lingots furent exportés entre janvier et novembre 1825 alors que, durant cette même période, le stock de métaux précieux de la Banque d'Angleterre diminua de 7 710 000 £. Dans un rapport au Chancelier de l'Échiquier, le Comité du Trésor indique qu'entre août et décembre 1825, il fut exporté, en plus des lingots et de l'or non monnayé vendu par la Banque, pour 6 millions de livres de pièces (Clapham, 1966 : 95). À ces sorties, s'ajouta, à la fin de l'année 1825, une demande de pièces suscitée par le discrédit dans lequel étaient tombés les billets émis par les banques provinciales que Palmer estime à 2,5 millions de £. Bien que, durant la crise, le prix de marché du lingot n'excédât pas son cours officiel, les exportations de métaux précieux représentent une fraction importante, 75 %, de la diminution des réserves de métaux précieux de la Banque d'Angleterre.

McCulloch (1826 a : 268) interprète ces faits en s'appuyant sur les analyses de Hume et de Ricardo. Les effets d'une émission excessive de billets immédiatement convertibles en or sont ceux que l'on pourrait attendre d'un excès de métaux précieux. L'excès de billets ne se traduit pas par une dépréciation de la valeur des billets par rapport à l'or mais par une dépréciation de la valeur de l'ensemble de la monnaie, qu'elle consiste en or ou en billets, par rapport à celle des autres pays. Le taux de change *nominal* se déprécie. Ainsi, l'excès de billets entraîne une sortie d'or du pays, l'exportation d'espèces et la diminution des réserves de la Banque. Quand, les métaux précieux sont, de façon durable, exportés, on peut conclure que les billets ont été émis en quantités excessives. La dépréciation de la livre par rapport au franc<sup>1</sup> en 1824, telle qu'elle apparaît sur la figure 5, traduit une émission excessive de papier.

---

<sup>1</sup> Les limites du cours du franc étaient respectivement de 25,8 pour la borne supérieure et de 25,2 pour la borne inférieure.

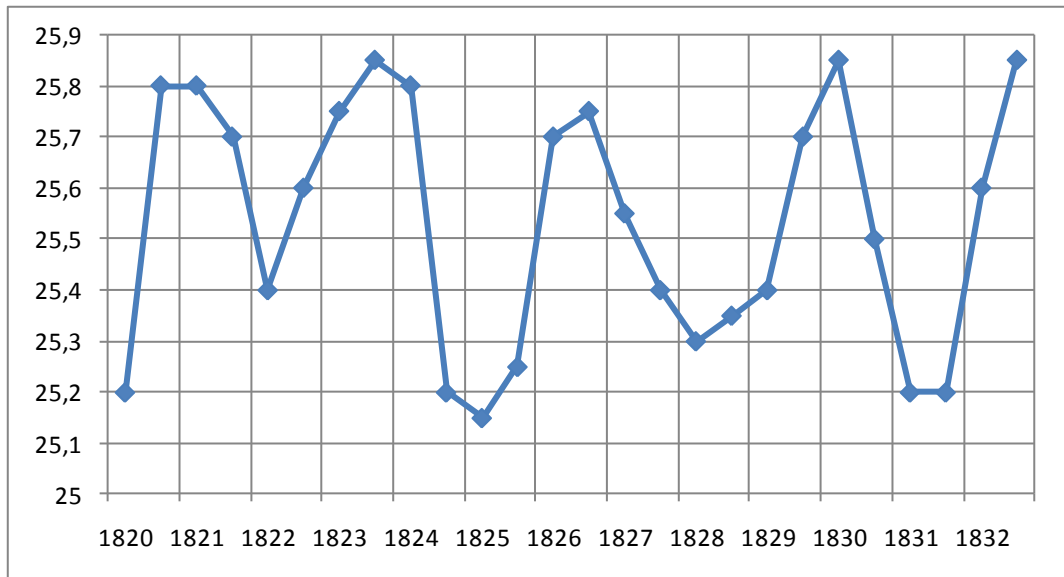


Figure 5 : Taux de change de la livre sterling en francs

Source : Tooke (1838, t. 2 : 385)

L'analyse que fait McCulloch de la crise s'appuie sur l'idée que « l'offre de monnaie ne peut être augmentée sans que les prix ne s'accroissent de façon correspondante » (1826 b : 84). Si l'accroissement de la circulation est plus grand que celui qui peut être maintenu de façon permanente, tous ceux qui ont pris des engagements en pensant que la hausse des prix continuerait se trouveront nécessairement en difficulté quand la quantité de monnaie et les prix reviendront à leur niveau d'équilibre. Si la monnaie est maintenue à son niveau d'équilibre, les erreurs de prévision que peuvent commettre les producteurs n'ont qu'un effet limité car elles ne se répercuteront que faiblement sur le reste de la communauté. Si, au contraire, ces erreurs sont suscitées par des changements soudains dans la quantité et la valeur de la monnaie, elles affecteront tous les individus et elles auront toujours des effets beaucoup plus pernicieux.

McCulloch (1826 b : 89-90) admet, cependant, que ce n'est pas le déséquilibre de la balance des paiements mais les craintes que les déposants avaient sur la solvabilité de leurs banques qui expliquent la diminution des réserves en métaux précieux de la Banque d'Angleterre dans la dernière phase de la crise. Quand la dépréciation du change obligea la Banque d'Angleterre à limiter ses émissions de billets, toute confiance disparut. Les personnes qui avaient déposé leurs fonds dans les banques provinciales, demandèrent à être payées, non pour entreprendre des opérations commerciales sur le continent, mais simplement pour éviter la banqueroute de leur banque et leur propre faillite.

La théorie monétaire de Tooke a profondément évolué entre 1826 et 1844 (Arnon, 1984, 1991). En 1826, ses analyses s'appuient encore, dans une large mesure, sur celles qu'avait développées Ricardo (Skaggs, 1994 : 548). Certes, il s'oppose à Ricardo quand il met l'accent sur des facteurs non monétaires dans l'analyse de l'évolution des prix. Il existe des circonstances où, en l'absence de tout accroissement des émissions des billets de la Banque, les prix s'élèvent au-dessus du niveau qu'impliquent l'offre et la demande : ils augmentent

simplement parce que l'on anticipe leur hausse. Mais, Tooke (1826 : 70) admet qu'un billet de banque convertible à la demande peut être émis en quantité excessive et susciter une hausse des prix. Bien entendu, si les billets sont convertibles, l'excès de papier ne peut être retenu longtemps. Quand l'or sortira du pays, la contraction des moyens de paiement qui s'en suivra inévitablement entraînera une baisse des prix qui reviendront à leur niveau initial ou même au-dessous. À la prospérité apparente qui accompagnait la hausse des prix, succédera une dépression. Une émission excessive de billets provoque une hausse des prix qui alimente la spéculation. Mais, cette inflation freine les exportations et induit un déséquilibre des échanges extérieurs que soldent des sorties d'or. La réduction de l'offre de monnaie qui en résulte entraîne une baisse des prix et un retournement de la conjoncture. Dans ce sens, la crise de 1825 apparaît comme l'effet d'une émission excessive de billets.

L'analyse que fait Mill (1826 : 82) des effets d'une émission de billets convertibles est très différente de celles que McCulloch et Tooke avaient avancées. Reprenant la thèse que Smith (1776 : 292-3) défendait, il affirme que toute émission de papier-monnaie convertible déplace une quantité égale d'or, qu'elle n'accroît donc pas la quantité totale de moyens de paiement et qu'elle n'est pas susceptible de déprécier la monnaie. Si l'on dit qu'une émission de billets est excessive quand elle déprécie la monnaie, il faut admettre — en dépit des arguments de Tooke et de McCulloch — qu'une émission de billets convertibles ne peut pas être excessive. Dans ce débat, la question centrale est celle du décalage temporel entre l'émission de billets et les sorties de métaux précieux. McCulloch et Tooke considèrent que toute émission de billets convertibles entraîne des sorties d'or de valeur égale mais ils soutiennent qu'il existe entre l'émission et les sorties d'or un délai considérable. Mill admet qu'une émission de monnaie n'exerce pas immédiatement une pression sur les prix domestiques mais tant que ceux-ci n'ont pas augmenté, on ne peut pas dire que la monnaie est dépréciée et parler des dommages que le pays a subis. Mais, sitôt que les prix augmentent, les négociants cherchent à tirer profit de cette hausse.

« Au lieu d'un long intervalle, il n'y a, entre une dépréciation de la monnaie et une baisse du change, qu'un très bref intervalle. Deux jours, et l'information sur la hausse des prix est transmise à Paris ; huit ou dix jours, au plus, suffisent pour expédier les biens ; des billets sont immédiatement tirés sur Londres pour le montant de la transaction ; le taux de change s'élève à Paris, et sitôt que cela est su à Londres, une baisse correspondante dans le taux de change a lieu ici... Le coût du transfert de l'or en France n'excède pas un pour cent : une dépréciation de la monnaie de ce montant sera, donc, suffisante, après un délai de quelques jours, pour provoquer l'exportation de l'or » (*Ibid.* : 85).

Il ne saurait y avoir d'émission excédentaire d'un billet convertible. Qui plus est, la variation des changes peut être anticipée, si bien que l'exportation des métaux précieux peut précéder la baisse du taux de change. Mill soutient qu'effectivement, les sorties d'or ont commencé dès le printemps 1824 alors que le taux de change a commencé à baisser seulement en juillet. Les données statistiques dont on dispose aujourd'hui ne sont pas incompatibles avec le raisonnement de Mill. Que l'on raisonne en niveaux ou en taux, la conclusion est identique : les prix ont évolué de façon parallèle en France et en Angleterre comme le montre la figure 6.

On ne peut guère interpréter la crise de 1825 comme une crise monétaire classique : ce n'est pas la hausse relative des prix anglais, consécutive à une émission excessive de billets, qui a mis en danger la convertibilité de la livre sterling et, en obligeant la Banque d'Angleterre à restreindre ses émissions pour défendre son encaisse, provoquer la baisse des prix et la crise.

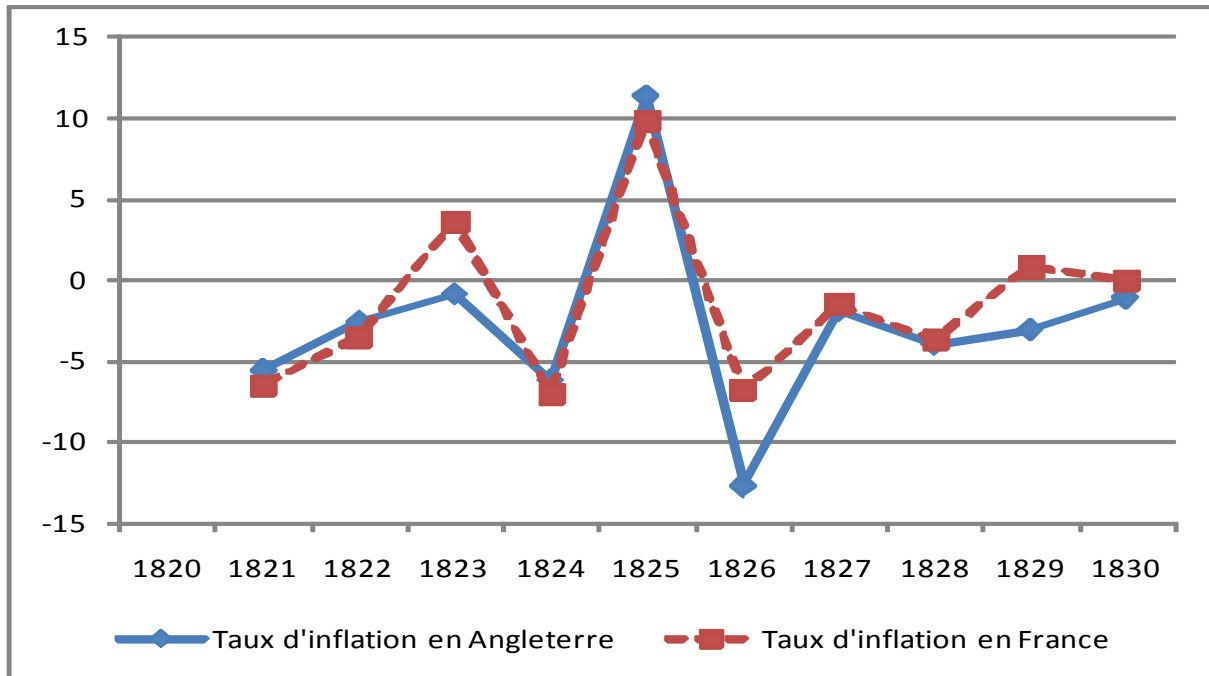


Figure 6 : Variation des prix en France et en Angleterre  
Source : Silberling (1923 : 233) et Mitchell (1971 : 83)

## 2. LE DÉBAT THÉORIQUE

Quand McCulloch et Tooke analysent le rôle de la monnaie dans la crise, ils mettent l'accent sur des mécanismes différents. McCulloch s'appuie sur l'effet qu'a sur les prix puis sur le change une augmentation de la quantité de monnaie en circulation. Tooke privilégie, au contraire, le rôle du taux d'intérêt. Il rompt avec l'idée qu'il est gouverné par le taux de profit. Il soutient qu'il est déterminé par l'offre et la demande des *capitaux disponibles*. Il peut alors expliquer qu'une émission de monnaie entraîne une réduction temporaire du taux d'intérêt, son effet sur les prix et le taux de change ne se fera sentir qu'après.

La thèse que défend Mill est beaucoup plus nouvelle. Il raisonne sur une définition large de la monnaie<sup>1</sup> qui inclut non seulement les pièces et les billets mais aussi les effets de commerce, bref tous les moyens de paiement. C'est sur cette base qu'il s'appuie pour avancer trois propositions<sup>2</sup> :

<sup>1</sup> *Circulating medium* dans la terminologie de Mill (1826 : 90).

<sup>2</sup> Mill (1826 : 81) présente ces propositions sous une forme négative et non sous une forme positive comme on le fait ici.

- Une monnaie de papier<sup>1</sup>, convertible à tout instant en espèces, au gré de son porteur, n'est pas susceptible d'être émise en quantité excessive.
- Une augmentation brusque de la monnaie de papier n'entraîne pas une baisse du taux d'intérêt.
- L'émission de billets n'est pas la cause de la dépréciation que subit la monnaie durant les périodes où la spéculation se développe.

Certaines de ses idées seront plus tard reprises et développées par la *Banking School*, on veut simplement souligner ici qu'elles ont d'abord été avancées par Mill à une époque où Tooke était loin de les partager.

### 2.1. *L'influence de l'émission de billets de banque sur le taux d'intérêt*

L'idée qu'une émission de billets affecte le taux d'intérêt avait été avancée depuis longtemps. Ricardo (1810 : 91-2) est sur ce point parfaitement explicite : « Si la Banque venait à introduire sur le marché une grande masse de billets supplémentaires, pour les prêter, cela affecterait *pour un temps* le taux d'intérêt... Supposer que toute augmentation des émissions de la Banque peut avoir pour effet d'abaisser *de façon permanente* le taux d'intérêt... c'est attribuer au moyen de circulation un pouvoir qu'il ne peut jamais posséder. » Pourtant, on a souvent l'impression que les lecteurs de Ricardo n'ont retenu de son analyse que la seconde de ses propositions. Le taux d'intérêt serait déterminé par la concurrence des capitaux qui ne consistent pas en moyens de circulation ; il n'est pas affecté par une émission de billets de Banque.

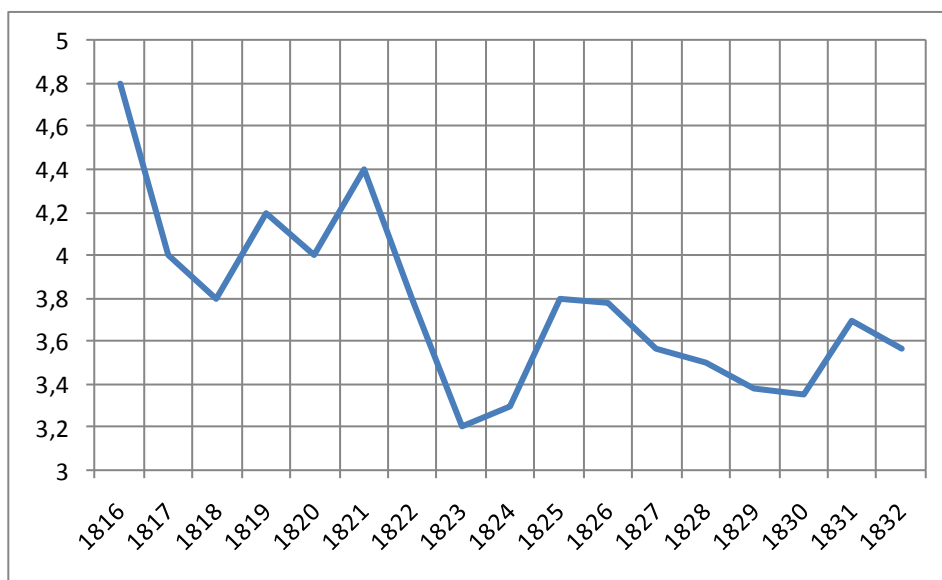


Figure 7 : Rendement de la rente perpétuelle britannique à 3%

Source : Silberling (1919 : 289)

Tooke pense que cette proposition est erronée. Le taux d'intérêt est déterminé par l'offre et la demande de capitaux disponibles. Dans la mesure où l'intérêt que sont disposés à

<sup>1</sup> *Paper currency* dans la terminologie de Mill.

payer les individus qui empruntent pour investir dépend des profits qu'ils espèrent réaliser, le taux d'intérêt est, à tout instant, un indice du taux de profit anticipé. Cela ne signifie pas qu'il dépend du taux de profit réalisé. Une émission de billets, dans la mesure où elle a pour contrepartie une augmentation des capitaux disponibles, entraîne une baisse du taux d'intérêt et en réduisant le rendement des actifs sûrs, elle pousse les individus à courir des risques qu'ils n'ont pas l'habitude de prendre. La baisse du taux d'intérêt en Angleterre que met en évidence la figure 7, est susceptible d'avoir favorisé la spéculation (Tooke, 1838 : 191).

Mill (1826 : 99) admet qu'une augmentation des capitaux disponibles tend à réduire le taux d'intérêt mais il remarque que « c'est seulement quand l'accroissement du nombre des prêteurs ne s'accompagne pas d'une augmentation correspondante du nombre d'emprunteurs, qu'elle entraînera une baisse du taux d'intérêt ». Si l'accroissement des fonds prêtables s'accompagne d'une augmentation de la demande, mieux si elle est suscitée par elle, on n'a aucune raison de penser qu'elle se traduira par une baisse des taux. Or, il ne fait aucun doute, pour Mill, que dans la période qui précède la crise de 1825, l'augmentation des prêts des banques et l'émission de billets qui en est la contrepartie ont été suscitées par une hausse de la demande de prêts. Il en est ainsi pour les banques provinciales qui ont augmenté leurs émissions de billets en raison de la hausse du prix des produits agricoles. L'accroissement de leurs prêts a été suscité par une augmentation antérieure du désir d'emprunter. Il en est de même pour la Banque d'Angleterre qui n'a augmenté ses prêts que pour répondre aux sollicitations du gouvernement.

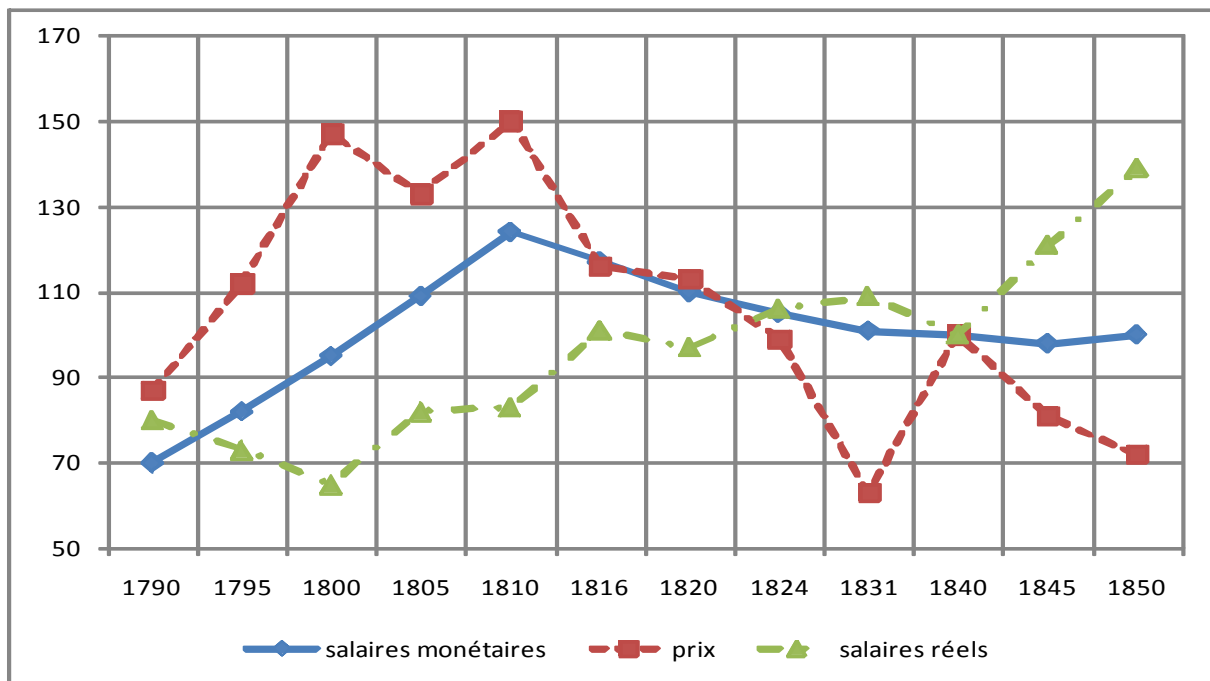


Figure 8 : Prix, salaires monétaires et réels

Source : O'Brien and Engerman (1983 : 169)

En d'autres termes, l'opposition entre les thèses de Mill et de Tooke n'est pas une opposition théorique — ils s'appuient l'un comme l'autre sur l'idée que le taux d'intérêt est déterminé par l'équilibre sur le marché des fonds prêtables — elle porte sur les faits. Tooke



soutient que la baisse du taux d'intérêt est l'effet de l'augmentation de la quantité de billets ; Mill soutient qu'elle reflète la baisse du taux de profit. Il se tourne alors vers un pur schéma ricardien pour rendre compte de la baisse du taux d'intérêt depuis 1815. L'accroissement de la population, combiné avec le maintien des lois sur les grains, a suscité une hausse du prix des biens de nécessité. En réponse à cette hausse, les salaires monétaires se sont accrus ce qui a diminué les profits du capital. La figure 8 permet de se faire une idée de la portée empirique de l'argument de Mill. En général, les salaires monétaires apparaissent comme visqueux, ils varient comme les prix mais avec un retard et avec moins d'ampleur. Après la fin de la guerre, ils diminuent mais moins que les prix si bien que le taux de salaire réel a tendance à augmenter. Mais, sur la période qu'analyse Mill, la hausse est faible et, sans doute si l'on prend en compte les incertitudes statistiques, non significative.

## **2.2. *La monnaie peut-elle être émise dans une quantité excessive ?***

Quand peut-on dire que l'émission de billets a été excessive ? Quand, nous dit Mill, cette émission a diminué la valeur de la monnaie, autrement dit quand elle a accru le niveau général des prix. Mais, une telle hausse, même transitoire, ne peut se produire si, comme il le soutient, la parité des pouvoirs d'achat s'applique même dans la courte période. Quand les billets sont convertibles à la demande, toute émission de papier déplace une quantité égale d'or. La quantité de monnaie, y compris en courte période, est une variable endogène ; il ne peut donc y avoir d'émission excessive de monnaie. Tant qu'il reste dans le pays ne serait-ce qu'un seul souverain, on ne peut pas prétendre que le papier a été émis en excès (Mill, 1826 : 83).

Mais, alors comment doit-on rendre compte de la hausse des prix durant les périodes spéculatives ? On peut difficilement nier que la monnaie s'est dépréciée en 1825 et qu'elle a été en excès. À cette objection, Mill répond en invoquant deux arguments. Le premier concerne le principe du prix unique. La forte hausse des prix anglais que l'on observe en 1824-25 implique une augmentation de la quantité de monnaie. Si la quantité de monnaie n'avait pas connu dans les autres pays une croissance similaire, les sorties d'or auraient ramené la masse monétaire et les prix anglais à leur niveau initial. Le principe régulateur que constitue la parité des pouvoirs d'achat n'a pas joué parce que les prix et la quantité de monnaie ont augmenté à un rythme comparable en Angleterre et chez ses partenaires commerciaux. Le second argument concerne le rôle des banques dans l'augmentation de la quantité totale de moyens de paiement. Mill soutient que cette augmentation reflète la multiplication des effets de commerce plutôt que l'émission de billets de banque. La monnaie de papier s'est dépréciée, mais une monnaie purement métallique se serait dépréciée de la même façon du moins si elle avait coexisté avec un système de crédit commercial développé. Dans un pays comme l'Angleterre, une large fraction des moyens de paiement consiste en des effets de commerce et si la monnaie est susceptible d'être dépréciée par des émissions de billets de banque, elle le sera tout autant par la multiplication des effets de commerce.

Durant les périodes de spéculation, la confiance règne et chacun trouve un voisin disposé à lui faire crédit. Le résultat est que la place des effets de commerce dans l'ensemble

des moyens de paiement s'accroît. On peut ainsi penser que « toutes les fluctuations de la valeur de la monnaie qui ont lieu dans les périodes de spéculation, peuvent aussi bien se produire, sans intervention des billets de banque, grâce seulement au papier commercial et au crédit. » (Mill, 1826 : 92-3)

Quand on compare, d'un point de vue théorique, les contributions de McCulloch, de Tooke et de Mill, les deux premières semblent s'inscrire clairement, mais non sans nuances, dans la tradition ricardienne alors que Mill s'en éloigne sur des points cruciaux.

McCulloch reprend l'idée que, dans un système d'étalon-or, une émission excessive de monnaie est possible. Elle entraîne une hausse *temporaire* des prix domestiques par rapport aux prix étrangers. Mais, les sorties d'or qu'implique cette hausse doivent ramener, à plus long terme, la quantité et la valeur de la monnaie à leurs niveaux d'équilibre. Ce mécanisme est susceptible d'entraîner des effets réels si les individus, dans la phase spéculative, anticipent une poursuite de la hausse des prix alors même que le mécanisme d'ajustement implique que cette hausse ne peut être que temporaire. Sur un point, au moins, McCulloch s'écarte des positions qu'avait défendues Ricardo. Celui-ci soutenait que « la Banque d'Angleterre est la grande régulatrice du papier de province. Quand elle augmente ou diminue le volume de ses billets, les banques provinciales font de même ; et en aucun cas celles-ci ne peuvent augmenter la circulation générale, à moins que la Banque d'Angleterre n'ait au préalable augmenté le volume de ses billets » (Ricardo, 1810 : 88). McCulloch considère, au contraire, que les banques provinciales sont à l'origine de l'augmentation excessive de l'offre de monnaie.

Tooke s'appuie très largement sur le mécanisme d'ajustement que l'on vient de rappeler mais il le réinterprète en mettant l'accent sur le rôle du taux d'intérêt. Les émissions de monnaie — à l'exception de celles qui ont lieu quand la Banque achète de l'or — ont pour contrepartie l'octroi d'un prêt. Elles affectent donc le taux d'intérêt et c'est par ce biais qu'elles affectent les prix. Simultanément, le taux d'intérêt apparaît comme l'instrument par excellence de la politique monétaire et ce qu'il reproche à la Banque d'Angleterre, c'est de l'avoir négligé en érigeant en principe l'idée que son taux d'escompte doit être maintenu à un niveau sensiblement constant. Faute de l'avoir relevé à temps, elle a laissé se développer la spéculation

Mill apparaît comme le plus novateur. Deux points méritent particulièrement l'attention : la définition de la monnaie et l'analyse du processus d'ajustement dans un système de taux de change fixes. La monnaie ne se réduit pas aux billets de banque et aux pièces de monnaie. Une partie importante des moyens de paiement consiste dans les effets de commerce dont la multiplication est tout autant susceptible d'accroître les prix qu'une émission de billets de la Banque d'Angleterre ou des banques provinciales. Le second point concerne le processus d'ajustement. Hume et Ricardo considéraient qu'il convenait de distinguer les situations temporaires et les états permanents. Ils admettaient que les prix domestiques pouvaient, temporairement, s'écarter des prix étrangers. Dès lors, une émission de monnaie n'avait certes pas d'effet permanent sur les prix domestiques mais elle pouvait

temporairement les affecter. Mill soutient au contraire que le principe du prix unique s'applique même dans la courte période. Les prix domestiques ne peuvent s'écarter des prix étrangers et le seul effet d'une émission de billets de banque convertibles est de provoquer une sortie d'or qui laisse inchangée la quantité totale de monnaie. Il ne peut y avoir d'émission excessive de monnaie contrairement à la thèse que soutenait, alors, Tooke.

### 3. LA CRISE DE 1825 ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Le gouvernement réagit à la crise en soumettant au Parlement deux propositions qui concernaient respectivement l'émission de petites coupures et l'organisation des banques :

- Les privilèges de la Banque d'Angleterre interdisaient la création de banques réunissant plus de 6 associés. Le gouvernement proposait d'assouplir cette règle. Le *Banking Co-Partnerships Act* légalisa la création de banques d'émission regroupant un nombre quelconque d'associés. Cet assouplissement ne concernait cependant que les localités situées à plus de 65 miles de Londres. La création de sociétés à responsabilité limitée restait interdite. Le monopole dont disposait la Banque était, dans une certaine mesure dilué. En compensation, elle fut autorisée, et même incitée, à créer des succursales. On espérait que cette dernière mesure lui permettrait de mieux contrôler la circulation de l'ensemble des billets.
- Une large fraction des billets des banques provinciales consistait en petites coupures<sup>1</sup>. Durant la panique, le public ne les acceptait qu'avec réticence et l'on avait manqué, pour les remplacer, de pièces ou de billets de la Banque d'Angleterre. Pour résoudre ce problème, le gouvernement proposait d'interdire, à partir d'avril 1829, la circulation des billets des banques provinciales dont la valeur était inférieure à 5 £. Par contre, il autorisait la Banque d'Angleterre à émettre des coupures d'une valeur inférieure à 5 £ jusqu'en octobre 1826 alors même que ces émissions devaient prendre fin en février de cette même année. Ces billets devaient cesser d'avoir cours à la date où les billets des banques provinciales seraient retirés de la circulation.
- Certains considéraient, enfin, que le gouvernement aurait pu favoriser directement une sortie de la crise en émettant, comme il l'avait fait en 1793 et en 1811, des billets de l'Échiquier qui avaient, alors, circulé comme moyens de paiement. Lord Liverpool était cependant hostile à une telle mesure et il déclara qu'il préférerait démissionner plutôt que de l'accepter. Elle fut donc écartée et l'on se borna à demander à la Banque d'Angleterre de faire des avances contre des marchandises, ce qu'elle finit par accepter mais les sommes avancées à ce titre furent bien modestes (Clapham, 1966, t. 2 : 108).

---

<sup>1</sup> Les estimations de Silberling (1919 : 294) laissent à penser que la valeur des billets d'une livre émis par des banques commerciales représentait environ la moitié de la valeur totale des billets émis par ces banques. Bien que l'on parle des billets d'une livre comme de petites coupures, il faut se souvenir que les gains hebdomadaires d'un salariés — un col bleu — travaillant à plein temps était de l'ordre de 12 shillings (Feinstein, 1996 : 7). A l'aune des salaires d'aujourd'hui, ces billets peuvent nous apparaître comme de très grosses coupures.

Face à ces propositions, les économistes furent réservés ou critiques. L'analyse de la crise de 1825 suggère que la convertibilité en or des billets ne suffit pas à assurer la stabilité du système ; néanmoins, les économistes ne paraissent guère disposés à abandonner ce principe. C'était en particulier le cas de Mill. L'argumentation qu'il développe a un seul objet : démontrer que la circulation de billets n'est pour rien dans la crise. La spéculation se serait toute aussi bien développée si la monnaie avait été entièrement métallique. Quand le Parlement a cherché à légiférer sur les questions monétaires, il s'est très largement trompé à la fois dans ce qu'il a fait et ce qu'il a omis de faire. Ce qu'il a fait, c'est limiter la circulation des petites coupures. Or, selon Mill (1826 : 105), la cause de la crise n'est pas l'existence des billets d'un faible montant mais, au contraire, leur absence. Le Parlement a voulu réglementer alors qu'il convenait, au contraire, de libéraliser le système. Il faut abolir les lois sur l'usure qui ont empêché certains négociants d'emprunter les fonds qui leur auraient permis de faire face à leurs échéances. De la même façon, il faut abroger les lois sur le blé qui, non seulement, sont la cause principale des fluctuations de la monnaie mais qui, en réduisant le taux normal de profit, incitent les négociants à se risquer dans des spéculations hasardeuses. La seule proposition qui trouve grâce à ses yeux est celle qui permet la création de banques associant plus de six personnes même s'il fallait aller plus loin en autorisant la création de sociétés en commandite.

McCulloch parce qu'il considère que la crise trouve son origine dans l'organisation du système bancaire anglais est, beaucoup plus volontiers que Mill, disposé à accepter une intervention de l'État qui lui paraît indispensable dans ce domaine. Si le système bancaire fonctionne mal, c'est, pour reprendre l'expression de Lord Liverpool<sup>1</sup>, parce qu'il « permet à un cordonnier ou à crémier d'usurper la prérogative Royale et d'émettre de la monnaie sans frein, ni contrôle ». Le problème crucial est celui du statut des banques provinciales et du contrôle de leurs émissions de billets. Cela ne signifie pas pour autant que McCulloch approuve les réformes que préconise le gouvernement.

Lord Liverpool propose d'abroger le statut de 1708 et d'autoriser, sur le modèle écossais, la constitution de sociétés bancaires par actions. McCulloch considère que la limitation à 6 du nombre d'associés dans une banque est parfaitement arbitraire mais il rejette l'idée que l'abrogation de cette limite puisse stabiliser le système. Si le statut de 1708 est aboli, la concurrence conduira à la formation d'un nombre restreint de grandes banques. Mais rien ne démontre que ces grandes banques n'abuseront pas de leurs pouvoirs et les effets de leur faillite seront d'autant plus importants qu'elles seront plus grandes.

Le gouvernement propose de supprimer tous les billets de moins de 5 £ et de les remplacer par des pièces ou par des billets de la Banque d'Angleterre. Cette proposition lui paraît plus adaptée que la précédente mais il la rejette néanmoins. Il ne voit pas, en effet, pourquoi l'on interdirait aux banques provinciales d'émettre des billets à partir du moment où elles offriraient des garanties suffisantes. D'autre part, s'il admet que la suppression des petites coupures diminuera la fréquence des retraits massifs, il n'en reste pas moins qu'une

---

<sup>1</sup> Lord Liverpool était à cette époque (1812-1827) le premier ministre du gouvernement Tory. La phrase est tirée d'un discours qu'il prononça en février 1826. Elle est citée par McCulloch (1826 b : 89).

banque qui n'émet que des billets d'une valeur supérieure à 5 £ peut, pour des raisons multiples, devenir insolvable et provoquer ainsi une panique.

La solution que propose McCulloch est d'obliger les banques à constituer des réserves équivalentes au montant de leurs émissions qu'elles consistent en petites coupures ou en billets de valeur élevée. Le public sera ainsi garanti contre toute perte éventuelle et l'existence même de cette garantie préservera les banques de l'éventualité de retraits massifs.

Tooke est beaucoup moins critique vis-à-vis des propositions du gouvernement de Lord Liverpool. À ses yeux, la mesure la plus importante est la suppression des billets de moins de 5 £ émis par les banques provinciales. S'il est partisan de cette mesure, c'est qu'elle renforcera le rôle des métaux précieux dans la circulation<sup>1</sup>. Si la Banque d'Angleterre a dû faire face à des retraits aussi importants, c'est parce que le public cherchait à substituer des pièces d'or aux petites coupures ; en supprimant celles-ci, on éviterait de tels retraits et on diminuerait l'importance des réserves que doit constituer la Banque pour y faire face.

Sur l'organisation des banques, il est cependant plus critique. Pour lui, la question centrale n'est pas celle du nombre d'associés. Le fait que, parmi les banques existantes, seules vingt cinq comptaient six associés, lui semble une preuve décisive que l'altération de la loi ne pourra guère permettre d'augmenter le capital dont disposent les banques provinciales. Les problèmes cruciaux sont celui de la limitation de la responsabilité des associés à la seule valeur de leurs parts respectives et celui des règles que les banques devront respecter en contrepartie du privilège qui leur serait, ainsi, accordé.

Quant à l'idée d'autoriser le gouvernement à émettre des billets de l'échiquier, elle lui paraît tout à fait inopportune. Pour justifier cette mesure on invoque deux arguments. On soutient qu'elle susciterait une augmentation de la quantité de monnaie en circulation en permettant à la Banque d'accroître ses émissions. On suggère que, de plus, elle restaurerait la confiance ce qui diminuerait la propension des individus à thésauriser. Cependant, le montant des billets que la Banque peut émettre est limité par les échanges. Si cette limite n'est pas atteinte, il existe d'autres moyens d'accroître la circulation que l'émission de billets de l'échiquier et ces moyens — l'extension des escomptes de la Banque ou l'achat sur le marché de titres de la dette — sont tout aussi efficaces. L'idée que l'intervention des autorités politiques puisse restaurer la confiance paraît trop incertaine pour justifier une telle mesure.

Tooke ne pense pas que le gouvernement puisse par sa politique sortir l'économie de la crise. « Quant aux remèdes qui pourraient s'appliquer à l'état actuel de détresse, je n'en ai aucun à proposer. Le mal est venu d'un excès de papier et de crédit. La seule solution est dans la disparition de cet excès. Cette opération, bien qu'elle soit finalement salutaire, est

---

<sup>1</sup> La thèse défendue par Tooke évoque celle de Smith (1776 : 321) quand il écrivait : « Un prince, soucieux d'entretenir en tout temps ses possessions de l'état où il peut le plus facilement les défendre, devrait se garder, non seulement de cette multiplication excessive de papier-monnaie qui ruine les banques mêmes qui l'émettent, mais même de cette multiplication de papier-monnaie, qui leur permet de remplir la plus grande partie de la circulation du pays. »

douloureuse tant qu'elle dure ; mais je ne vois pas d'autre moyen d'atteindre une situation saine. La seule suggestion que je puisse m'aventurer à faire, est de diminuer la probabilité d'un retour au désordre » (Tooke, 1826 : 133).

## CONCLUSION

La crise de 1825 est une date importante dans l'évolution du système bancaire anglais. Les mesures que le Parlement adopta alors eurent des effets qui n'étaient guère ceux pour lesquels elles avaient été conçues mais qui furent néanmoins importants. Elles ne permirent nullement d'éviter les crises. Mais la création de succursales de la Banque d'Angleterre, la possibilité pour les banques de prendre la forme de sociétés modifièrent profondément l'organisation du système bancaire anglais. Et d'autre part, la suppression des petites coupures et l'interdiction pour les banques établies à Londres d'émettre des billets favorisèrent la substitution du chèque au billet comme moyen de paiement. Tooke en approuvant les réformes introduites par le Parlement, Mill et McCulloch en les critiquant étaient ainsi, peut-on dire, à la fois dans le vrai et le faux.

La crise de 1825 marque, dans l'histoire de la pensée économique, le début d'une controverse. C'est Mill, plutôt que Tooke, qui mit en avant les propositions fondamentales sur lesquelles repose la doctrine que la *Banking School* défendit. Il ne considère pas la crise comme une crise monétaire mais comme le résultat de spéculations excessives, de *l'overtrading* pour reprendre l'expression qu'utilisait Smith. Il soutient qu'en réformant à la hâte le système bancaire, le gouvernement n'empêchera pas l'occurrence de nouvelles crises. Pire, en freinant la substitution des billets de banque au numéraire, il se peut qu'il ralentisse le développement économique. Pour qu'un papier-monnaie soit parfaitement sûr, il suffit qu'il soit, sans restriction, convertible en or. Il rejette l'interprétation habituelle du mécanisme de la répartition des métaux précieux en affirmant que toute hausse des prix domestiques par rapport aux prix étrangers entraîne immédiatement une baisse du taux de change et, si la monnaie est convertible à taux fixe en or, une sortie de métaux précieux. Il peut ainsi soutenir, comme la faisait Smith, qu'une monnaie convertible en or n'est pas susceptible d'être émise en quantité excessive. Il souligne que les effets de commerce ont, sur les prix, les mêmes effets que les billets de banque et que les espèces. Ceci le conduisit à s'appuyer sur une définition large de la monnaie qui inclut l'ensemble des moyens de paiement.

Bien que McCulloch avance dans les articles qu'il publia en 1826 certaines des propositions que défendit la *Currency School*, notamment l'idée que l'émission excessive de billets a joué dans la crise un rôle essentiel, on n'y trouve pas un exposé cohérent du principe de la circulation. Mais, il ne faudra guère attendre. Pennington l'exposera dans un mémorandum qu'il adressa le 16 mai 1827 à Huskisson ; il ne le publia pas, alors, mais il le cite longuement dans *A letter to Kirman Finlay* qui paraîtra en 1840. Partant de l'idée que la crise de 1825 est l'effet d'une émission excessive de billets, il admet, implicitement, qu'elle ne serait pas survenue si la circulation avait été purement métallique. La convertibilité en or n'est pas, à elle seule, une garantie suffisante contre les dangers qui peuvent résulter de la circulation des billets de banque. Mill laissait aux dirigeants de la Banque d'Angleterre un

pouvoir discrétionnaire, Pennington soutient qu'ils doivent obéir à une règle. Si la Banque d'Angleterre était la seule à émettre des billets ou si elle contrôlait parfaitement les banques provinciales, tous les inconvénients qui peuvent naître de la circulation du papier-monnaie disparaîtraient si elle maintenait constant le montant et la nature des titres qu'elle détient. Si elle suivait cette règle, toute variation de ses réserves en métaux précieux entraînerait une variation d'un montant égal de la quantité de billets en circulation. Tout se passerait comme si ne circulaient que des pièces d'or et d'argent (Pennington, 1963 : 87-88).

Pennington soutient que la crise de 1825 a montré que les espoirs qu'avait fait naître le rétablissement de la convertibilité étaient mal fondés : cette disposition ne suffit pas à assurer la sûreté du système. Mill — parce qu'il caractérise la crise non comme une crise monétaire mais comme l'effet de spéculations hasardeuses — maintient que la convertibilité est une règle suffisante : si elle est garantie, le papier-monnaie peut circuler sans inconvénient.

## RÉFÉRENCES

- ARNON, Arie (1984), "The Transformation in Thomas Tooke's Monetary Theory Reconsidered", *History of Political Economy*, vol. 16, n° 2: 311-26.
- ARNON, Arie (1991), *Thomas Tooke: Pioneer of Monetary Theory*, Ann Arbor: University of Michigan Press.
- BORDO, Michael D. (1998), "Commentary", *Review of the Federal Bank of St. Louis*, May-June: 77-82.
- CLAPHAM, John (1966), *The Bank of England, A History*, Cambridge: At the University Press.
- FEINSTEIN, Charles (1996), "Conjectures and Contrivances: Economic Growth and Standard of Living in Britain during the Industrial Revolution", *Oxford University Economic and Social History Series* from Economic Group, Nuffield College, University of Oxford.
- FLOUD, Roderick and Donald MCCLOSKEY eds. (1983), *The Economic History of Great Britain since 1700*, Cambridge: Cambridge University Press, Vol. 1: 1700-1860.
- FORGET, Evelyn L. (1990), "John Stuart Mill's Business Cycle", *History of Political Economy*, vol. 22, n° 4: 629-642.
- GAYER, Arthur, W. W. ROSTOV and Anna JACOBSON SCHWARTZ (1953), *The Growth and Fluctuation of the British Economy*, Oxford: At the Clarendon Press.
- GREAT BRITAIN PARLIAMENT (1833), *A Digest of the Evidence on the bank Charter Taken before the committee of 1832*, London: James Ridgway.
- HOLLANDER, Samuel (1985), *The Economics of John Stuart Mill*, Toronto and Buffalo: University of Toronto Press.
- MARX, Karl (1873), Postface à la seconde édition allemande du capital, traduction française in *Le Capital*, Livre 1, Paris : Éditions Sociales, 1983.
- MCCULLOCH, John Ramsey (1826 a), "Thoughts on Banking", *The Edinburgh Review*, vol. XLIII, n° 86, February: 263-298.

- MCCULLOCH, John Ramsey (1826 b), "The late crisis in the Money Market Impartially considered", *The Edinburgh Review*, June: 70-93.
- MILL, John Stuart (1826), "Paper Currency and Commercial Distress", *Parliamentary Review*, Session of 1826, London: Longman, Rees, Orme, Brown and Green: 630-662, reprint in Mill (1963-91), Vol. IV.
- MILL, John Stuart (1867), "Des crises monétaires", *Enquête sur les principes et les faits généraux qui régissent la circulation monétaire et fiduciaire*, vol. V, Paris : Imprimerie impériale : 589-96, in Mill (1963-91), Vol. V.
- MILL, John Stuart (1963-91), *Collected Works of John Stuart Mill*, edited by M. Robson, Toronto: University of Toronto Press.
- MITCHELL, Brian Redman (1971), *Statistical Appendix 1700-1914*, in the Fontana Economic History of Europe, vol. IV: The Emergence of Industrial Societies, General Editor: Carlo M. Cipolla, London and Glasgow: Collins Clear-Type Press.
- NEAL, Larry (1998), "The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System", *Review of the Federal Bank of St. Louis*, May-June: 53-76.
- O'BRIEN Patrick Karl and Stanley Lewis ENGERMAN (1983), "Change in income and its distribution during the industrial revolution", in Floud and McCloskey, (1983) o. c.
- PALMER, Horsley (1833), "Memorandum", in *A Digest of the Evidence on the Bank Charter taken before the Committee of 1832*, London: James Ridgway.
- PENNINGTON, James (1840), *A letter to Kirman Finlay, Esq., on the Importation of Foreign Corn, to which are added Observations on Money, and the Foreign Exchange*, London: Simpkin, Marshall & Co. and Pelham Richardson; Clapham, D. Batten, reprint in Pennington (1963)
- PENNINGTON, James (1963), *Economic Writings*, edited by R.S. Sayers, London: London School of Economics.
- RICARDO, David (1810), *The High Price of Bullion, a Proof of the Depreciation of Bank Notes*, London: John Murray, reprint in *The Works and Correspondence of David Ricardo*, edited by Piero Sraffa with the collaboration of Maurice H. Dobb, Cambridge University Press, vol. III.
- SILBERLING, Norman J. (1919), "British Financial Experience 1790-1830", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 1, N° 4, October: 282-97.
- SKAGGS, Neil T. (1994), "The Place of J.S. Mill in the Development of British Monetary Orthodoxy", *History of Political Economy*, vol. 26, n° 4: 539-67.
- SMITH, Adam (1776), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, London: W. Strahan and T. Cadell, in *The Glasgow Edition of the Works and Correspondence of Adam Smith*, Oxford University Press, 1976.
- TOOKE, Thomas (1826), *Considerations on the State of Currency*, London: John Murray, second edition.
- TOOKE, Thomas (1838), *A History of Prices and of the State of the Circulation from 1793 to 1837*, London: Longman, Orme, Brown, Green and Longmans.



TORRENS, Robert (1848), *The Principles and Practical Operations of the Sir Robert Peel's Bill of 1848 Explained, and Defended Against the Objections of Tooke, Fullarton and Wilson*, London: Longman, Brown, Green and Longmans.