

« L'expérience montre... que jamais un État ou une Banque n'a disposé d'un pouvoir illimité d'émission de papier-monnaie sans en abuser. »

David Ricardo, 1817 : 368.

## CHAPITRE 7 LA MONNAIE

Les paniques de 1793 et de 1797 relancèrent le débat sur l'organisation du système monétaire. Le problème était double : Comment éviter de telles paniques ? Comment réagir ? Quand un banquier constate que ses clients viennent, en nombre croissant, demander la conversion de leurs billets en espèces, il doit, écrivait Adam Smith, renforcer sa position en diminuant le montant des prêts qu'il accorde. Thornton souligna qu'une telle politique, qui implique une diminution de l'offre de monnaie, peut avoir des conséquences désastreuses : le système bancaire a besoin d'un prêteur en dernier ressort qui assure la liquidité du système et sa pérennité.

La suspension, en 1797, de la convertibilité de la livre sterling posa des problèmes nouveaux. De 1797 à 1810, les prix s'élevèrent sensiblement en Angleterre et le taux de change se déprécia. Certains économistes, les anti-bullionistes, pensaient que cette évolution était l'effet de facteurs réels : les mauvaises récoltes, les dépenses militaires, les subsides que le gouvernement anglais versait à ses alliés expliquaient, à la fois, le déficit des échanges extérieurs, la dépréciation de la monnaie et la hausse des prix. Les bullionistes, notamment Ricardo, soutenaient, au contraire, que l'émission excessive de papier-monnaie avait provoqué la baisse de sa valeur.

En 1821, les billets émis par la Banque d'Angleterre redevinrent convertibles à la parité qui était la leur avant 1797. On espérait que cette décision permettrait de stabiliser le système mais les difficultés ne furent pas résolues pour autant. La Banque d'Angleterre dut faire face à de nouvelles crises en 1825, en 1837 et en 1839 notamment. Les économistes les analysèrent de façon différente. Les membres de la *Currency School*, notamment Torrens et Lord Overstone, pensaient que la convertibilité n'était pas suffisante et qu'il était nécessaire d'assurer une relation étroite entre la quantité de billets et les réserves en or de la Banque d'Angleterre. L'adoption en 1844 de l'*Act* de Peel marque le triomphe de leur thèse. Il limitait l'émission de billets en imposant à la Banque un coefficient de réserve marginal égal à 100%. Elle ne pouvait émettre de nouveaux billets que si ses réserves en métaux précieux augmentaient d'un montant égal. Les membres de la *Banking School*, notamment Tooke et Fullarton, s'opposèrent à cette réforme. En établissant une relation étroite entre émission de billets et réserves métalliques, elle risquait, selon eux, d'aggraver l'instabilité du système car il pouvait exister des situations où les sorties d'or n'étaient nullement l'effet d'une émission excessive de monnaie et où une politique monétaire restrictive était inappropriée.

### 1. La controverse bullioniste

En 1810, la dépréciation de la livre sterling et la hausse des prix était telle qu'une commission parlementaire fut constituée pour étudier l'origine du « haut prix du lingot ». Le rapport qu'elle rédigea, le *Bullion Report*, demandait le retour à la convertibilité. Thornton, qui en était un des auteurs, et Ricardo approuvaient cette conclusion mais leurs analyses différaient sur bien des points. Ricardo voyait dans la dépréciation de la livre sterling l'effet

de la surabondance de la monnaie alors que Thornton pensait que les dépenses militaires et les mauvaises récoltes pouvaient, en déséquilibrant les échanges extérieurs, jouer un rôle important. Thornton mettait en garde contre les effets récessionnistes d'une réduction de la quantité de monnaie. Ricardo n'était guère convaincu de la portée de l'argument car il considérait les salaires monétaires comme flexibles. Ricardo était méfiant vis-à-vis des autorités politiques mais, aussi, vis-à-vis des dirigeants de la Banque d'Angleterre. Il importait, à ses yeux, de limiter leur influence. Thornton pensait, au contraire, que les autorités bancaires devaient disposer d'un pouvoir discrétionnaire qui leur permettrait de prendre les décisions qui leur sembleraient opportunes compte-tenu de l'analyse qu'elles faisaient de la situation.

### 1.1. Thornton et le papier de crédit

Thornton s'appuie sur l'analyse du rôle que joue dans la circulation monétaire les billets de la Banque d'Angleterre pour soutenir une conception nouvelle du système bancaire comme une organisation hiérarchisée dont la Banque centrale est le régulateur. Les billets de la Banque d'Angleterre ne circulent guère en province mais, dans les transactions sur la place de Londres, on n'utilise qu'eux. Une réduction, même faible de leur quantité, empêche de mener à leur fin les transactions interbancaires et perturbe le commerce et l'industrie dans tout le pays. La Banque d'Angleterre doit assurer la liquidité du système en jouant vis-à-vis des autres banques le rôle de *prêteur en dernier ressort* pour reprendre l'expression qu'avait forgée Sir Francis Baring.

Les principes sur lesquels s'appuie sa politique sont différents de ceux qui guident les autres banques. Les banques provinciales fournissent habituellement aux marchands les billets dont ils ont besoin pour remplir ponctuellement leurs engagements. Si leurs réserves diminuent, elles cherchent à les reconstituer en faisant réescompter les effets qu'elles détiennent et en limitant le montant de leurs prêts. Une telle stratégie est adéquate parce que l'effet sur l'économie anglaise de la contraction de la quantité de billets émis par une banque provinciale est faible. Mais elle n'est pas adaptée au rôle que joue la Banque d'Angleterre. Dans les périodes de crise, il faut, pour limiter les risques d'une défaillance générale, que la Banque d'Angleterre étende ses escomptes. Cela ne signifie pas que la Banque d'Angleterre doit aider toute banque provinciale qui a recours à elle : en agissant ainsi elle encouragerait l'imprudence. Elle doit rester à mi-chemin en apportant son aide aux autres établissements. Son soutien ne doit être ni généreux ni prompt quand il peut éviter à ceux qui ont mal conduit leurs affaires les conséquences naturelles de leurs actes, il ne doit pas être lent et insuffisant quand l'intérêt général est en cause.

Smith suggérait que les banques doivent, quand elles accordent des prêts, escompter seulement des *effets réels* qui sont la contrepartie d'une opération commerciale. Si elles respectent cette règle, il ne peut y avoir d'émission excessive de monnaie car les billets émis font retour à la banque quand les effets arrivent à échéance. La quantité de billets ne peut devenir excessive que s'ils sont émis lors de l'escompte d'*effets fictifs* qui n'ont pour contrepartie aucune transaction commerciale effective : si la créance n'est pas remboursée, la quantité de monnaie augmentera. Pour Thornton, ce raisonnement n'a pas de sens car, même si l'effet est émis lors de la vente d'une marchandise, ce bien n'est pas un collatéral que le créancier peut faire saisir si son débiteur fait défaut. Supposons que *A* vende à *B* une marchandise en lui accordant un crédit de six mois et qu'en contrepartie il tire sur lui un effet qui viendra à échéance dans six mois. Il se peut que *B*, un mois plus tard, revende la marchandise à *C* et tire sur lui un effet. Il se peut que *C* fasse de même. Ainsi, six mois après,

il peut exister, en même temps, six billets qui ont été escomptés. Un seul a, pour contrepartie réelle, une marchandise. La distinction sur laquelle s'appuie Smith n'a pas un sens précis : il suffit pour multiplier les effets d'allonger la durée des crédits.

Thornton analyse les phénomènes monétaires à partir d'idées qui sont plus proches de Hume que de Smith : une augmentation de la quantité de monnaie accroît les prix mais aussi le produit, elle provoque des sorties de métaux précieux qui ont tendance à rétablir l'équilibre. Il soutient que les autorités monétaires doivent détenir un pouvoir discrétionnaire car le même phénomène — par exemple une diminution des réserves de la Banque d'Angleterre — peut être l'effet de causes multiples.

Quand la Banque d'Angleterre émet des billets, elle prête et les personnes qui bénéficient de ces prêts disposent d'un capital supplémentaire. Ils l'utilisent pour développer leurs affaires, pour acheter des marchandises, pour embaucher des travailleurs. L'accroissement de la demande de travail et de marchandise augmente leur prix et stimule l'activité. Quand la quantité de papier augmente entraînant la hausse des prix, les spéculations commerciales apparaissent plus profitables que de coutume. Le commerçant qui vend les marchandises qu'il a achetées trois mois auparavant réalise un gain supplémentaire si l'émission de billets en a accru le prix. La réussite de ses spéculations le pousse à les étendre.

L'émission de billets de la Banque d'Angleterre accroît le prix des marchandises ce qui entraîne une diminution de la demande pour elles à l'étranger. Non seulement, les exportations anglaises diminuent mais les importations s'accroissent : le niveau élevé des prix intérieurs attire les biens étrangers de la même façon qu'il freine les ventes de produits domestiques à l'étranger. La balance du commerce devient défavorable et la monnaie anglaise se déprécie. Cependant il est hasardeux de passer de l'effet à la cause et de soutenir, quand le cours de l'or est au-dessus du pair théorique, qu'il y a eu une émission excessive de papier. La dépréciation du change peut s'expliquer par d'autres causes : par une mauvaise récolte ou par des transferts de fonds à l'étranger. Si la récolte a été mauvaise, on importe davantage de grains et comme un paiement presque immédiat est requis, la balance commerciale devient déficitaire ce qui entraîne une pression temporaire sur le taux de change. De la même façon, les dépenses militaires à l'étranger, les aides que l'Angleterre verse à ses alliés peuvent, exactement comme une mauvaise récolte, rendre la balance des paiements défavorable et provoquer une exportation de lingots.

Pour Thornton, la Banque d'Angleterre doit détenir, en matière de politique économique, un pouvoir discrétionnaire. Il ne faut pas astreindre la Banque d'Angleterre à réduire ses émissions de billets quand ses réserves en or diminuent. Il justifie sa thèse en invoquant deux arguments. La diminution des réserves de la Banque d'Angleterre peut être due à des causes multiples qui appellent des réponses différentes. Les crises de 1793 et de 1797 montrent qu'elle peut être l'effet d'un mouvement de panique. Dans ces situations, les agents thésaurisent la monnaie métallique et la vitesse de circulation de la monnaie diminue ; même si les réserves de la Banque d'Angleterre se réduisent, elle doit, alors, pour préserver la liquidité du système bancaire, satisfaire une demande accrue pour ses billets. Le second argument est qu'une réduction de la quantité de billets émis par la Banque d'Angleterre réduit, si elle est forte et brusque, la production et l'emploi.

- La rareté de la monnaie pousse les entreprises à diminuer leurs prix. Les marchands diffèrent leurs achats et demandent à leurs fournisseurs des délais de paiement plus longs que de coutume. Comme les manufacturiers ne peuvent

guère satisfaire cette demande, leurs ventes diminuent ; ils sont obligés de ralentir ou même de suspendre leurs opérations.

- La baisse des prix n'est pas suivie d'une diminution comparable des salaires du travail qui sont moins variables que le prix des biens. Elle réduit les profits et on peut craindre qu'elle entraîne une diminution de la production de biens manufacturés.
- Enfin la réduction de l'émission de billets empêche l'industrie d'être aussi productive qu'elle l'aurait été autrement. Dans une période où les faillites se multiplient, les projets de commerce, de manufactures ou d'améliorations de toutes sortes sont abandonnés ou suspendus.

## 1.2. Ricardo, la monnaie et les banques

Thornton, qui est l'un des rédacteurs du *Bullion Report*, et Ricardo, l'un de ses défenseurs, sont l'un comme l'autre des bullionistes mais les divergences entre eux ne sont pas négligeables. Elles portent principalement sur trois questions :

- L'effet d'une émission de billets sur le niveau d'activité,
- La relation entre l'équilibre de la balance des paiements et l'équilibre monétaire,
- La conception du rôle que doit jouer la Banque Centrale

On dit souvent que, pour les partisans de la théorie quantitative, la monnaie est neutre : une variation de la quantité de monnaie n'affecte pas les grandeurs réelles. Il faut être prudent quand on attribue cette idée aux classiques car pour Ricardo, comme pour Smith, une variation de la quantité de la monnaie a des effets redistributifs importants. Mais, Ricardo rejette totalement l'idée que l'inflation a un effet expansionniste. Malthus (1811) avait repris cette thèse et soutenu que l'inflation en transférant de la richesse des rentiers aux entrepreneurs stimule l'accumulation du capital et la croissance. Ricardo soutient qu'il n'en est pas nécessairement ainsi car les personnes qui vivent de revenus fixes ne dépensent pas nécessairement la totalité de leurs revenus. Le transfert de richesse qu'implique la hausse des prix peut laisser inchangée l'épargne globale et le rythme de l'accumulation du capital.

Le *Bullion Report* (1810 in Cannan 1919 : 9), tout en affirmant qu'une dépréciation profonde et durable de la monnaie ne peut guère être due qu'à des facteurs monétaires, admettait que les dépenses militaires à l'étranger ou de mauvaises récoltes pouvaient avoir contribué à rendre les échanges entre la Grande-Bretagne et l'Europe continentale déficitaires. Il exonérait, ainsi, en partie, la Banque d'Angleterre de ses responsabilités dans la dépréciation de la livre sterling. Ricardo, au contraire, pensait que l'on exporterait de l'or pour payer des marchandises que si la circulation monétaire était excédentaire.

Thornton (1802 : 145) remarquait que, dans les échanges internationaux, l'or doit être considéré comme les autres marchandises. Il cherche naturellement, comme les autres biens, le pays où il est le plus cher et il n'est exporté par nos marchands que si cette opération leur rapporte un profit. Ricardo (1811 : 210) reproche à Thornton de ne pas tirer les conséquences logiques de cette thèse : s'il en est ainsi, « un pays n'exportera jamais de monnaie, à moins qu'elle ne soit relativement surabondante par rapport aux marchandises, en comparaison d'autres pays. » Il faut, donc, pour déterminer les effets d'une émission de monnaie, d'une récolte insuffisante ou d'un transfert sur la balance des paiements et sur le taux de change étudier la façon dont de tels chocs affectent les prix relatifs.

Considérons le cas où la monnaie n'est pas convertible en or et où les pièces d'or et les billets circulent en même temps. C'est la situation qui prévalait en Angleterre à l'époque du débat sur le *Bullion Report*. Si la Banque émet des billets, la valeur de la monnaie diminue et le prix de toutes les marchandises, y compris le lingot, augmente qu'il soit évalué en monnaie de papier ou en pièces d'or (Ricardo, 1811a : 168). L'or en lingot vaut alors plus que l'or que contient une pièce de monnaie. Les pièces sont fondues et la quantité de lingots disponibles sur le marché augmente. Sa valeur relative vis-à-vis des marchandises diminue. L'émission de billets déprécie non seulement le change nominal, c'est-à-dire la valeur de la monnaie exprimée en marchandises, mais aussi le change réel, c'est-à-dire la valeur de l'or en lingots exprimé en marchandises. Le motif immédiat de l'exportation de l'or est la baisse du pouvoir qu'a le lingot d'acheter des produits domestiques relativement à son pouvoir d'acheter des marchandises étrangères.

Le même raisonnement s'applique au problème des transferts. Ricardo, quand il étudie les effets d'un transfert sur la balance des paiements et les taux de change, s'appuie, comme Thornton, sur l'analyse de Hume mais, alors que ces prédécesseurs ne s'intéressaient qu'au niveau général des prix, il met l'accent sur les altérations de la structure des prix relatifs. Une récolte déficitaire de blé n'entraîne une exportation de métaux précieux que si elle provoque une baisse du prix du lingot en termes de produits domestiques. Ses effets sont complexes car, d'un côté, une mauvaise récolte de blé implique une diminution du revenu réel et, donc, une réduction de la demande pour les autres marchandises qui sont importées, de l'autre, elle rend surabondante une circulation monétaire jusque là à son juste niveau. Elle entraîne une sortie de métaux précieux si, mais seulement si, elle les rend relativement surabondants. L'or ne sera exporté que si le déficit de la récolte diminue sa valeur vis-à-vis des autres marchandises.

Ce débat n'était pas purement théorique ; il a des implications pour la politique économique. Thornton (1802 : 153) soutient que, si la récolte de blé est médiocre, la Banque d'Angleterre doit, en dépit des sorties d'or, éviter de contracter ses émissions de billets car une telle politique ne pourrait qu'aggraver les difficultés conjoncturelles. On peut même penser que dans des situations de ce type, la Banque d'Angleterre doit accroître le montant de ses prêts pour compenser la diminution de la quantité de pièces d'or en circulation. Ricardo n'évoque jamais la nécessité d'une politique de stérilisation de ce type.

Pour Ricardo, le problème de la politique monétaire est, avant tout, institutionnel : Comment le système monétaire et financier doit-il être organisé pour assurer la stabilité de la valeur de la monnaie et éviter les crises ? « Une monnaie est la plus parfaite possible quand elle est entièrement constituée de papier. » (Ricardo, 1817 : 372) En utilisant du papier plutôt que de l'or, on substitue le moyen de paiement le moins au plus cher. Mais, il faut pousser la logique jusqu'au bout. Il est inutile de maintenir une circulation de pièces d'or et d'immobiliser comme réserves une grande quantité de lingots. Pour que la valeur du papier-monnaie soit préservée, il n'est pas nécessaire qu'il soit convertible en or ; il suffit que sa quantité soit déterminée en fonction de la valeur du lingot. Mais Ricardo craint les difficultés politiques qu'implique le contrôle de l'action des autorités monétaires. Le problème n'est pas simplement l'indépendance de la Banque vis-à-vis du pouvoir politique. Il faut se méfier tout autant des banquiers que des hommes politiques « car l'expérience nous a appris combien peu [les banquiers] ont su résister au magnétisme ministériel, et combien de fois ils ont consenti à multiplier les avances sur les bons de l'Échiquier, au moment même où ils déclaraient hautement qu'elles devaient porter atteinte à la solidité de leur établissement et à l'intérêt général. » (Ricardo, 1816 : 703) L'indépendance, si souvent célébrée, de la Banque d'Angleterre n'est, pour Ricardo, qu'un leurre.

Il faut donc assujettir l'émission de billets à des restrictions et à des contrôles. Le mieux est d'édicter une règle simple qui garantisse la communauté contre toute variation de la valeur de la monnaie autre que celle que connaît l'étalon. Il faut obliger la Banque à délivrer en échange de ses billets de l'or et de l'argent non frappés au cours officiel ; réciproquement, pour éviter que la valeur du papier excède celle du lingot, elle doit être tenue de céder ses billets à ce cours.

Ricardo soutient que le public a intérêt à ce que la monnaie soit émise par l'État et non par une société privée. Il propose que le pouvoir d'émettre le papier-monnaie soit confié à des commissaires nommés par le Parlement et totalement indépendants du gouvernement. En 1823, il précisera son idée. La Banque d'Angleterre accomplit deux opérations distinctes : elle émet, en échange de l'or, des billets et elle prête des fonds aux marchands et aux négociants. Ces deux fonctions n'ont, selon Ricardo, aucun lien nécessaire. Il propose de les confier à deux établissements distincts et de créer une Banque Nationale dont le seul rôle sera d'émettre le papier-monnaie. Ricardo lui assigne un seul but : maintenir le taux de change entre la monnaie et le lingot d'or. Pour assurer la stabilité du change, il suffit de déterminer la quantité de monnaie en fonction du cours du lingot. Quand la valeur du lingot diminue, la quantité de monnaie sera augmentée ; si la valeur du lingot augmente, la quantité de monnaie devra diminuer. Pour stabiliser à court terme le cours du lingot, les commissaires achèteront ou vendront de l'or. Mais, si l'augmentation de la richesse du pays rend nécessaire une augmentation de la quantité de monnaie en circulation, ils achèteront des valeurs portant intérêt. Réciproquement, une diminution de la production entraînera la vente d'une partie des titres détenus par la Banque.

Cette conception de la Banque d'émission est évidemment différente de celle de Thornton. L'origine de l'opposition réside dans leur analyse des effets qu'a sur l'activité une émission de billets et l'augmentation des prix qui en résulte. Sur ce point, Thornton (1802 : 238) reprend et développe la thèse de Hume. Une variation de la quantité de monnaie affecte les prix et le niveau de l'activité. La Banque Centrale doit arbitrer entre deux objectifs contradictoires. Il admet que, dans une situation où le déficit de la balance des paiements provoque des sorties d'or, ses dirigeants cherchent à stabiliser la quantité de monnaie en accordant davantage de crédits. Ricardo écarte cette thèse. Il considère la thèse de Hume comme une erreur. Une hausse des prix n'entraîne pas de façon systématique une augmentation du produit. On ne peut espérer stimuler l'activité en émettant des billets : l'objectif de la politique monétaire doit être la stabilité des prix.

## **2. Currency school et banking school**

Après la reprise des paiements, en 1821, l'économie britannique connaît une période de croissance rapide. La Banque d'Angleterre soutient activement l'expansion économique. Elle avait, depuis la fin des guerres de l'Empire, accumulé des réserves importantes de métaux précieux ; elle les utilise pour aider le gouvernement britannique à restructurer sa dette en convertissant les titres dans des obligations qui portent un intérêt plus faible. L'augmentation de la quantité de billets et des dépôts auprès de la Banque d'Angleterre gonflent la base monétaire. Le résultat est que la hausse des cours boursiers se transforme en une bulle spéculative. En 1825, les cours s'effondrent brusquement. À l'automne, plusieurs banques font défaut. Quand de grandes banques londoniennes font à leur tour faillite, une panique se déclenche. La Banque d'Angleterre est en difficulté et n'évite la suspension des paiements que grâce à l'aide que lui accorda la Banque de France.

Dans cet épisode, les interventions de la Banque d'Angleterre apparurent souvent comme inopportunes, même si son action fut l'objet d'appréciations contradictoires : certains lui reprochaient d'avoir été trop libérale alors que d'autres l'accusaient d'être intervenue trop tard et de ne pas avoir joué son rôle de prêteur en dernier ressort. Une modification de la stratégie qu'elle avait suivie apparut nécessaire. Traditionnellement, la Banque d'Angleterre investissait les 2/3 de son portefeuille en titres et conservait le solde sous la forme de réserves métalliques en pièces ou en lingots. En 1832, John Horsley Palmer, alors gouverneur de la Banque d'Angleterre, proposa une nouvelle règle. La Banque conserverait constant, désormais, le montant des titres qu'elle détenait en portefeuille. Ainsi, toute variation des réserves entraînerait mécaniquement une variation égale du montant de la somme des billets et des dépôts.

En dépit de l'application de ce principe, la Banque d'Angleterre fut, à nouveau, en difficulté, en 1836-7 puis en 1839 et quand il fut question de renouveler sa chartre, un débat s'engagea. Les uns et les autres soutenaient fermement qu'il convenait de maintenir la convertibilité des billets et qu'il était nécessaire de limiter le pouvoir de création monétaire que possédaient, encore, les banques provinciales. Mais, l'École de la Circulation et l'École de la Banque s'opposèrent sur les autres points. Torrens et Lord Overstone, les chefs de la *Currency School*, repriront l'idée selon laquelle le papier en circulation devait varier exactement comme aurait varié, en son absence, une monnaie purement métallique (Overstone, 1837 : 10). Pour atteindre cet objectif, il fallait, selon eux, modifier les structures de la Banque d'Angleterre et lier étroitement la quantité de billets en circulation au montant des réserves métalliques détenues par la Banque. Tooke et Fullarton, les chefs de la *Banking School*, pensaient, au contraire, qu'il convenait de laisser aux dirigeants de la Banque d'Angleterre un pouvoir discrétionnaire. Ils plaidèrent contre toute modification du système bancaire. Lord Overstone sut imposer ses vues et l'Act que Peel fit voter en 1844 reprit ses principales propositions.

### 2.1. L'École de la Circulation : de la règle de Palmer à l'Act de Peel

Overstone (1840 : 64) reproche à la règle de Palmer de ne pas lier la quantité de billets aux réserves. On peut imaginer, et c'est effectivement ce que l'on observe, que la quantité de billets ne diminue pas ou, pire, qu'elle augmente alors que les réserves diminuent. Overstone conclut que le principe de Palmer laisse, en fait, la Banque sans règle puisque la circulation, définie comme la somme des pièces et des billets, peut augmenter alors que la quantité de lingots détenue par la Banque diminue.

Mais, il y a plus curieux. Les chiffres fournis par la Banque montrent que le total de son passif, c'est-à-dire la somme des dépôts et des billets, ne suit nullement les fluctuations des réserves. Lors de la crise monétaire de 1838-9, la somme des dépôts et des billets augmente alors que les réserves diminuent (Overstone, 1840 : 76). La Banque semble avoir pratiqué une politique de stérilisation en augmentant le montant de ses créances quand ses réserves diminuaient. Cette politique est directement contradictoire avec le principe de Palmer que la Banque s'était, elle-même, fixé pour règle.

Si la Banque n'a pas tenu ses promesses, c'est parce que son organisation ne lui permet pas de distinguer clairement les deux rôles qu'elle joue. D'un côté, c'est un institut d'émission qui, à la demande, émet, en échange de lingots, des billets. De l'autre, c'est une banque qui prête à l'État et aux particuliers. Quand les réserves de la Banque diminuent, ses dirigeants sont pris dans un dilemme. Ils savent qu'ils doivent réduire leurs émissions de

billets mais cette réduction de la circulation mettrait en difficulté les marchands et les manufacturiers qui réclament une aide que la Banque se doit de leur accorder. La solution apparaît donc de distinguer deux métiers dont Ricardo notait qu'ils n'ont entre eux aucun lien nécessaire.

Overstone proposa donc de séparer le département bancaire du département d'émission. Le département d'émission émet les billets de Banque. Il conserve, en contrepartie, des créances sur l'État et des lingots d'or ou des pièces. Il n'accepte pas de dépôts. Le département bancaire prête à l'État, aux autres banques et aux particuliers. Puisqu'il n'émet pas de billets, son passif ne comporte que des dépôts. La contrepartie des dépôts est constituée de billets et de créances. L'*Act* de Peel adopta cette disposition. Il prévoit, d'autre part, que la quantité de billets que le département d'émission met en circulation varie comme les réserves en lingots, le montant des créances détenues par ce département restant fixe. Le coefficient de couverture marginal des billets par les lingots est de 100% ce qui interdit toute politique de stérilisation.

## 2.2. *L'école de la Banque : le pouvoir discrétionnaire des autorités monétaires*

L'école de la Banque défend le pouvoir discrétionnaire des autorités monétaires et le statut-quo. Pour Tooke et Fullarton, les partisans du *Currency Principle* s'appuient sur une définition trop étroite de la monnaie. Ils traitent des billets de la Banque d'Angleterre comme s'ils étaient essentiellement distincts des autres moyens de paiement. Ils prétendent que les autorités monétaires, si elles contrôlent les émissions de billets, contrôlent aussi l'ensemble des moyens de circulation et les prix. Tooke soutient, au contraire, que les lettres de change et les chèques remplissent les mêmes fonctions que les billets et doivent être considérés de la même façon comme des moyens de paiement. Même si l'*Act* de Peel permettait aux autorités de contrôler les émissions de billets de la Banque d'Angleterre, il ne leur permettrait pas de contrôler l'ensemble des moyens de circulation.

Fullarton (1845 : 65) reproche aux partisans du *Currency Principle* d'assimiler les billets convertibles à un papier-monnaie qui a cours forcé. Dans ce dernier cas, la loi oblige le créancier à recevoir en paiement le papier et si le gouvernement n'a pas d'autre monnaie à offrir, ses créanciers n'ont pas d'autres possibilités que de l'accepter. Le papier-monnaie inconvertible est reçu *en paiement* par les salariés ou les fournisseurs de l'État. Les billets convertibles sont émis à l'occasion d'un *prêt* et un montant égal de billets doit être restitué à la banque quand le prêt arrive à échéance. Le banquier doit simplement s'assurer qu'il a prêté contre des garanties suffisantes ; le reflux et l'émission doivent, à long terme, toujours se compenser. Quand un individu reçoit plus de billets de la Banque d'Angleterre qu'il n'en a besoin, il les remettra à son banquier qui, lui-même, les déposera sur son compte à la Banque d'Angleterre ou les utilisera pour escompter des effets. C'est ce reflux qui régule la circulation de la monnaie. Il en est tout autrement pour le papier-monnaie inconvertible car il ne peut être retourné au gouvernement qui l'a émis. Il constitue, ainsi, une nouvelle source de demande ; il se fraie de force une place dans les canaux de la circulation. Les autorités qui émettent un papier-monnaie qui a cours forcé contrôlent la quantité de monnaie en circulation. Les banques qui émettent des billets convertibles se bornent à en satisfaire la demande.

Les effets d'une variation de la quantité de moyens de paiement dépendent de leur nature et de la façon dont ils sont introduits dans le système économique. Les prix à la consommation mesurent, selon Tooke, la valeur de la monnaie. Ils sont déterminés, pour une quantité offerte donnée, par la demande, c'est-à-dire par les sommes que les consommateurs

peuvent et veulent payer. Mais, précisément, le pouvoir d'achat des consommateurs dépend de leur revenu ou, plus exactement, de cette fraction de leurs revenus qu'ils veulent consacrer à leurs dépenses de consommation. Le prix d'une marchandise ne dépend pas de la quantité de monnaie qui existe dans le pays mais de la somme de monnaie que les consommateurs ont décidé de consacrer à l'achat de ce bien. Quand un gouvernement émet une monnaie inconvertible pour payer ses dépenses, il accroît le revenu monétaire de ses salariés et des individus auxquels il achète des biens. On doit s'attendre à ce qu'une augmentation des prix des biens de consommation en résulte. Mais, il n'en est pas de même quand les banques émettent des billets à l'occasion d'une opération de crédit. L'augmentation de la quantité de monnaie suscite, alors, une baisse du taux d'intérêt mais il n'en résulte pas nécessairement une augmentation de la demande de biens : les emprunteurs ne sont pas incités à acheter des marchandises simplement parce qu'ils peuvent emprunter à un taux plus avantageux. Si la baisse du taux d'intérêt a un effet sur les prix, cet effet s'exerce dans un tout autre sens : la baisse du taux d'intérêt diminue les coûts de production et, donc à long terme, le prix des marchandises. À l'appui de son analyse, Tooke remarque que les statistiques montrent que les prix diminuent quand le taux d'intérêt est faible.

L'*Act* de Peel cherche, en limitant le pouvoir de création monétaire de la Banque d'Angleterre, à éviter une émission excessive de billets qui, selon l'école de la circulation, induirait une hausse des prix et obligerait la Banque d'Angleterre à resserrer brusquement son crédit pour éviter une suspension des paiements. L'école de la Banque soutient que, pour lutter contre un danger imaginaire, l'*Act* de Peel suscite le danger d'une plus grande instabilité. Dans le nouveau système, tout retrait de lingots, tout déficit du commerce extérieur limite sévèrement les possibilités pour la Banque d'Angleterre d'accorder des crédits. Supposons que, pour une raison quelconque, un déficit temporaire de la balance des paiements apparaisse. Les marchands qui détiennent un dépôt à la banque tireront sur leur compte pour financer leurs achats à l'étranger. Les dépôts du département bancaire et les réserves qu'il détient en billets diminueront. Les dirigeants de la Banque chercheront à reconstituer leurs réserves et, pour atteindre cet objectif, ils vendront une partie des titres qu'ils détiennent. Clairement, cette politique restrictive peut avoir sur le commerce des effets désastreux.

Il ne faut pas, pour l'école de la Banque, lier les mains des dirigeants de la Banque d'Angleterre en leur interdisant toute politique de stérilisation. Il faut, au contraire, élargir leur possibilité d'action en supprimant la distinction entre département bancaire et département d'émission et en les incitant à conserver, en moyenne, des réserves en or substantielles qui permettront à la Banque de préserver la convertibilité de ses billets y compris dans les situations où une panique bancaire provoque des retraits massifs de métaux précieux.