

Thema

UMR 8184

THéorie Économique, Modélisation et Applications

Thema Working Paper n° 2009-06
Université de Cergy-Pontoise, France

MILL, TOOKE, MCCULLOCH ET LA CRISE DE 1825

Alain BERAUD

May, 2009



MILL, TOOKE, McCULLOCH ET LA CRISE DE 1825

ALAIN BÉRAUD¹

Mai 2009

Résumé : Cet article étudie la crise qui, en 1825, tacha 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 comprendre, la crise 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*.

Mots clefs : Mill, Tooke, McCulloch, crise, spéculation, overtrading, Banking School.

Classification JEL : B12, B31, E42, N13.

¹ Université de Cergy-Pontoise, THEMA, F-95000 Cergy-Pontoise.

“A large portion of the circulating medium of a commercial country consists of mercantile *bills of exchange*. And the function of currency is discharged, and the need of currency superseded, to a very great extent, by mere credit.” (Mill, 1826 : 90)

“I have already had occasion to state my opinion of the difficulty of regulating any circulation which includes a large proportion of promissory notes issued through the medium of credit.” (Tooke, 1826: 141)

LES ILLUSIONS PERDUES ?

Quand, après bien des débats, 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 les billets de la Banque d'Angleterre 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 sera déçu en 1825. En quelques mois, les réserves considérables de lingots d'or et d'argent que la Banque d'Angleterre avaient accumulées — près de 60% de la valeur de ses billets — pour faire face à d'éventuelles paniques 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 cherchèrent à comprendre les facteurs qui avaient été à l'origine de la crise. La contribution la plus connue est celle de Thomas Tooke (1826) mais d'autres économistes, en particulier John Ramsey McCulloch (1826a et 1826b) et John Stuart Mill (1826) intervinrent dans ce débat. Ils ne sont pas toujours d'accord mais les oppositions n'apparaissent qu'en demi-teinte. Si McCulloch et Mill ne partagent pas toutes les conclusions de Tooke, ils soulignent volontiers l'importance de sa contribution sur laquelle ils s'appuient pour développer leurs propres thèses.

Les questions discutées ne sont pas celles qui opposaient Ricardo à Malthus. On n'évoque guère l'idée que l'accumulation s'est développée à un rythme excessif et la question de la possibilité d'un encombrement général des marchés est rejetée au second plan. La crise de 1825 a été caractérisée par la formation d'une bulle spéculative sur certains titres et certains produits qui, quand les cours ont baissé, a entraîné la faillite de nombreuses

entreprises et, en particulier, de nombreuses banques. C'est sur ce mécanisme que Mill met l'accent 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). Si les deux facteurs — la spéculation et l'excès de crédit sont présents chez Mill et chez Tooke, l'importance relative qui est accordée à ces deux éléments s'inverse car ils ne conçoivent pas de façon identique les effets d'une émission de billets dans un système d'étalon-or. Tooke rejette la responsabilité de la crise sur la politique que suivit, en 1824 puis en 1825, la Banque d'Angleterre. Il lui reproche d'avoir continué à augmenter la masse de ses billets en circulation après l'été 1824 alors que l'évolution du taux de change et les sorties de métaux précieux montraient qu'il convenait, au contraire, de la restreindre¹. : « La Banque d'Angleterre... en augmentant sa circulation après l'été 1824 quand la situation des échanges et les sorties de lingots montraient qu'il convenait de faire l'inverse et en maintenant indûment les facilités qu'elle offrait sur le marché monétaire a étendu l'importance et la durée de la spéculation » (Tooke, 1838, t. 2 : 191). Pour McCulloch, au contraire, ce sont les banques provinciales 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, 1826a : 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. Smith avait suggéré qu'il serait peut-être préférable qu'aucun billet ne soit émis pour une somme inférieure à 5 £. Il pensait que là où l'émission de petites coupures est autorisée, « beaucoup d'humbles gens sont en état de devenir des banquiers et encouragés à l'être... Mais les fréquentes faillites, auxquelles seront exposés ces banquiers misérables, peuvent entraîner un très grave inconvénient, voire parfois une très grande catastrophe pour beaucoup de pauvres gens qui ont reçu leurs billets en paiement » (Smith, 1776 : 369). L'*Act* de Peel que le Parlement avait adopté en 1819 prévoyait la disparition des billets de moins de 5 £ à l'échéance de 1823. Mais, cette disposition suscita bien des réserves et elle fut abrogée en juin 1822. 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. Mais, il fallait peut-être aller plus loin. Ne convenait-il pas d'abroger le statut de 1708 pour permettre aux banques de prendre la forme de sociétés par actions ? 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.

¹ “The Bank of England, by not only maintaining but extending its circulation after the summer 1824, when the states of exchanges and the efflux of bullion indicated the propriety of an opposite course, and by unduly continuing the facility of the money market, had extended the range and the duration of the speculation” (Tooke, 1838, t. 2 : 191).

Quand les économistes ou les historiens étudient la crise de 1825, c'est le plus souvent aux analyses de Tooke qu'ils font référence. Ici, au contraire, l'accent sera mis sur la contribution, plus rarement discutée, de Mill, contribution qui pose plusieurs questions importantes. Mill caractérise la crise comme 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. Alors que Tooke, encore fidèle en 1826 à la tradition « bullioniste » souligne la responsabilité de la Banque d'Angleterre dans le développement de la crise, Mill met l'accent sur le rôle du crédit. Le crédit s'étend, indépendamment de la quantité de billets émis par les banques, quand la spéculation apparaît sur certains marchés et c'est cette expansion du crédit 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 l'optimisme s'évanouit. 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).

La crise semble avoir montré que la règle de convertibilité n'interdit pas des émissions excessives de billets qui remettent en cause la stabilité même du système bancaire et financier. C'est sur cette idée que s'appuieront les partisans de la *Currency School* (Pennington, 1827) ; mais, on n'en est pas encore là. La méfiance vis-à-vis du papier-monnaie ou de la gestion qui en est faite par les banques se traduit simplement par l'idée qu'il faut, au moins, interdire l'émission des petites coupures. Tooke, McCulloch et Mill adoptèrent sur la question de l'organisation du système monétaire des positions voisines même si Mill apparaît comme le plus radical. Sa thèse est que l'on ne peut pas voir dans la crise l'effet d'une émission excessive de monnaie car des billets convertibles à la demande à un taux fixe en or ne peuvent être émis en quantités excessives. Il maintiendra cette thèse 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).

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 1825¹, 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, ce qui conduisit certains économistes, par exemple Karl Marx², à considérer la crise de 1825 comme la première crise moderne de l'histoire du capitalisme.

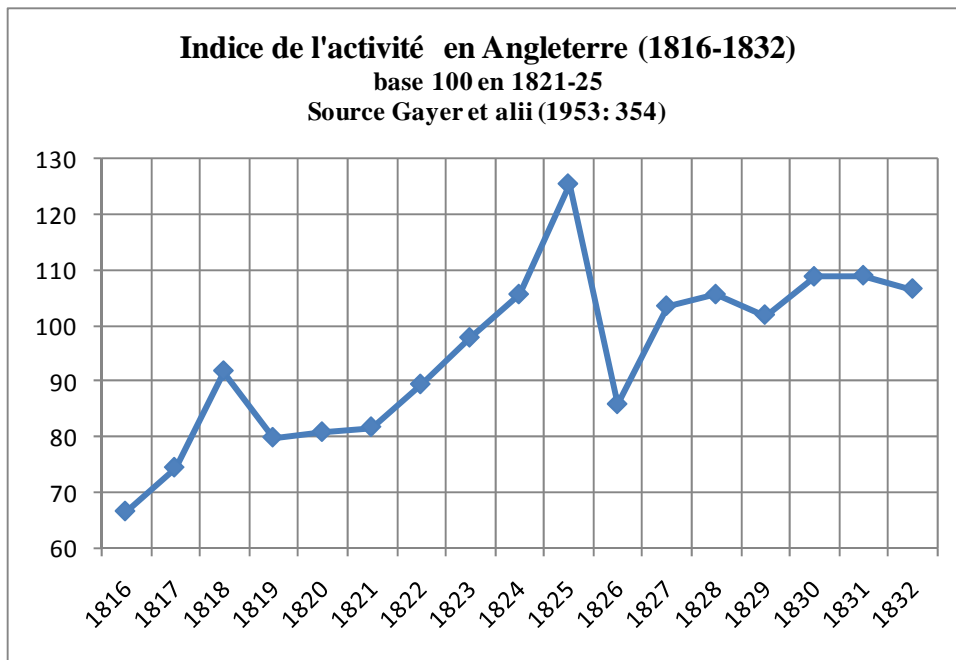


Figure 1

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. Il est aussi vraisemblable que les fluctuations climatiques qui déterminent, dans une large mesure, l'offre de produits agricoles, ont, par ce biais, affecté leurs prix et la situation économique en général. Tooke (1838 : 85) soutient que les aléas climatiques expliquent les fluctuations des prix des produits agricoles sans qu'il soit

¹ 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

² 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 »

nécessaire pour les expliquer de faire référence à l'évolution de la quantité de monnaie en circulation.

Néanmoins, ni les économistes, ni les historiens — du moins ceux dont on a consulté les travaux — n'attribuent à la crise de 1825 une cause réelle. Certains pensent que la crise a une origine monétaire ou financière ; d'autres estiment qu'elle a été provoquée par des spéculations excessives sur les marchés des biens et des titres.

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

L'indice des prix domestiques augmente de mars 1816 jusqu'à un maximum atteint en avril 1818 puis il diminue irrégulièrement jusqu'en septembre 1822. Le maximum atteint en 1818 se situe bien en-dessous du niveau atteint en 1813. Le minimum de 1822 est en-dessous du niveau atteint en 1816. Sans aucun doute, la tendance générale est 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. À partir de cette date, 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 l'évolution générale des prix dépend principalement de l'offre des produits agricoles et, plus particulièrement, de l'importance de la récolte de blé. Ainsi, la hausse des prix en 1823 s'expliquerait par le fait que la récolte de

blé fut seulement de 10 millions de quarters alors que la récolte moyenne pouvait être estimée à 12 millions. Au début de l'année 1824, les prix des grains, et en particulier du blé, augmentèrent sensiblement car la récolte de 1823 s'avéra être plus déficitaire en qualité et en quantité que l'on ne l'avait pensé. Le temps en 1824 fut incertain et la récolte fut, à nouveau, déficitaire. Comme les stocks disponibles avaient été, déjà, considérablement réduits, la nouvelle hausse des prix s'explique parfaitement. Elle persista jusqu'en mai 1825 où il apparut que la nouvelle récolte serait, en fait, excellente. Tooke (1838, t. 2 : 140) croit pouvoir conclure que l'évolution du prix des grains entre 1822 et 1827 s'explique par le jeu combiné de l'état des récoltes et des lois sur les grains et non par l'évolution de la quantité de moyens de paiement en circulation. C'est au contraire le prix des grains qui exerça une influence considérable sur l'état de la circulation.

Dans l'analyse que fait Tooke de l'évolution des prix agricoles, la spéculation joue un rôle mais ce rôle reste secondaire ; elle accentue ou, au contraire, limite les effets de la variation des récoltes sur les prix. Ce rôle de la spéculation est, au contraire, décisif pour les autres marchandises : les biens importés et les produits des manufactures. Certes, initialement, la hausse des prix s'explique simplement parce que l'offre de biens est insuffisante par rapport à la demande mais cette augmentation 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 assurèrent, 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 parce qu'il joue dans le débat un rôle crucial. Mill (1826 : 77) s'appuie sur lui, en le citant explicitement¹, 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 (1826a : 271) admet l'argument. 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

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

toujours le pouvoir de faire cesser de telles sorties en contractant leurs émissions » (*Ibid.* : 269). Il n'est donc pas nécessaire de se demander quelle est l'origine des sorties d'or observées en 1824. Car même si ces sorties ont commencé pour telle ou telle cause, elles ne se sont poursuivies et elles n'ont atteint une telle ampleur qu'en raison d'une émission excessive de billets. 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 ont 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 aurait bientôt pris fin. On retrouve ici la thèse que Ricardo¹ 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, la crise de 1825.

McCulloch et Tooke partagent cette idée. Cela n'implique pas que leurs analyses sont identiques. C'est à tort, soutient McCulloch (1826b : 84) que l'on a discuté pour savoir si la crise de 1825 avait été provoquée par une émission excessive de monnaie ou par l'*overtrading*. Il n'est pas difficile de voir quel est l'effet de ces deux causes. Mais, selon lui, le premier facteur a été déterminant. L'analyse de Tooke est plus nuancée car il soutient (1826 : 48) que les opérations spéculatives sur les marchandises ont donné naissance à une grande quantité de papier qui est venue augmenter la masse des moyens de paiement alors même que celle-ci avait été accrue par les émissions de billets de la Banque d'Angleterre. Pour Tooke, les deux facteurs se combinent alors que Mill écarte l'idée que les émissions de billets puissent être excessives dans un système d'étalon or.

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 à la fin de l'année 1824 qui s'est résorbée rapidement en 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.

¹ 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. »

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 dont les ressources avaient diminué en raison de la suppression, en 1816, de l'impôt sur le revenu, 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%.

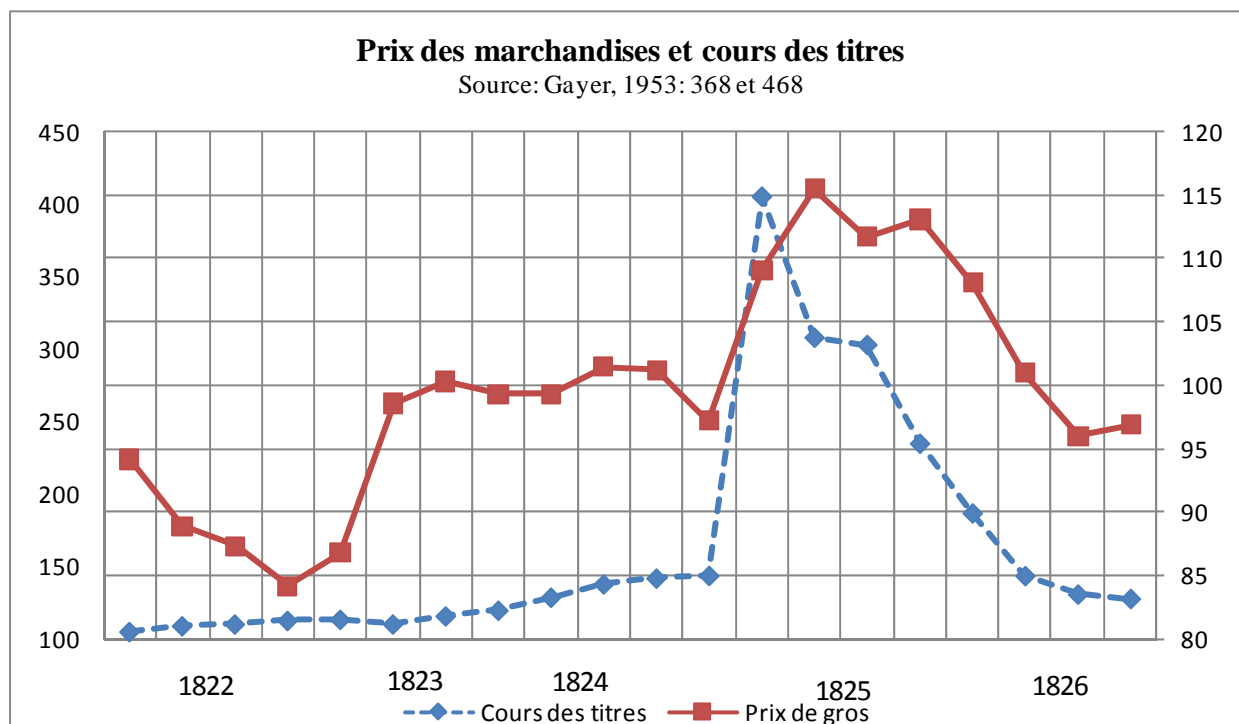


Figure 3

Tout ceci ne faisait l'affaire ni des courtiers ni des rentiers. On assista à une globalisation des marchés financiers. Dès 1818, les gouvernements français et russe cherchèrent à placer des emprunts sur la place de Londres. Les rentes françaises à 5% apparurent comme un placement plus rentable 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 investissements. Certains d'entre eux, note Tooke (1826: 50), étaient risqués mais ils offraient une prime suffisante pour attirer les épargnants. En octobre 1822, les obligations à 6% du Chili étaient, par exemple, cotées à 84% de leur valeur nominale. Cela n'alla pas, bien sûr, sans malversations et sans excès. En 1822, un aventurier écossais, Gregor McGregor, émit des obligations au nom du gouvernement imaginaire du Poyais, que l'on présumait situé à proximité du Honduras. La prime de risque qu'il payait était à peine supérieure à celle du gouvernement chilien. Le succès de ces émissions incita des sociétés britanniques nouvellement créées à proposer leurs actions aux épargnants. En février 1824, les Barings et les Rothschild coopèrent pour créer *the Alliance British and Foreign Life and Fire Assurance Company* qui remporta un succès immédiat et immense. En mars 1824, 30 propositions de lois furent déposées devant le Parlement pour créer des compagnies par

actions dans les secteurs — les assurances, les mines, les services publics — où elles pouvaient, légalement, se développer. En avril, 250 propositions du même type étaient déposés au Parlement. 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. Même au moment où le public fut le plus enthousiasme, le capital total effectivement payé s'élevait à 49 millions. C'est finalement bien peu si l'on compare ces chiffres avec le montant des titres de la dette publique en circulation, soit 820 millions (Neal, 1998 : 64).

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) 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.

La crise de 1825 : la monnaie et les banques

Quand la guerre prit fin, la Banque d'Angleterre suivit une politique déflationniste qu'elle pensait nécessaire pour restaurer la convertibilité : la quantité de billets en circulation diminua sensiblement, d'environ un tiers ; simultanément elle augmenta ses réserves en or qui passèrent de 6.6 millions de livres en 1816 à 11,6 en 1821. Elle refusa, alors que le taux d'intérêt long diminuait, de réduire son taux d'escompte qui était, à cette époque, de 5%. Quand elle reprit, en mai 1821, ses paiements, elle assouplit cette politique : de 1822 à 1826, la masse de ces billets augmenta. Le taux d'escompte de la Banque¹ fut réduit à 4,5% en 1822 puis à 4% en 1823. Quand la crise éclata, en 1825, les banques provinciales furent incapables de faire face à leurs obligations. Elles demandèrent à la Banque de réescompter les effets qu'elles avaient en portefeuille. La Banque augmenta alors considérablement le montant de ses avances tout en relevant son taux d'escompte à 5%. Dans la pire semaine de la crise, en décembre 1825, elle émit pour 5 millions de billets augmentant ainsi d'un quart le montant des billets en circulation. Mais, son intervention fut trop tardive pour sauver de la faillite les banques privées. Ses réserves en métaux précieux diminuèrent alors de façon drastique. Certes, elle ne fut pas obligée de suspendre ses paiements mais peu s'en fallut.

On a porté sur la politique que menèrent les dirigeants de la Banque d'Angleterre des jugements radicalement différents. Ricardo, qui les considérait comme des incompetents, critiqua sévèrement la politique qu'ils menèrent jusqu'à la reprise des paiements. Tooke soutient, au contraire, qu'ils n'étaient en aucune manière responsable de la baisse des prix qui se produisit alors et il approuve, dans l'ensemble, la politique qu'ils menèrent jusqu'en mai 1821. Mais, il exprime beaucoup de réserves sur les décisions qu'ils prirent après le retour à la convertibilité. D'un côté, il leur reproche d'avoir cédé aux pressions du gouvernement en achetant des titres à long terme de la dette publique, ce qu'il est convenu d'appeler la *Dead Weight*. De l'autre, il pense qu'ils auraient dû adopter dans les derniers mois de 1824 une politique monétaire restrictive qui aurait empêché que la spéculation se développe dans les mois qui suivirent. Certes, au plus fort de la crise, la Banque agit courageusement en mettant ses ressources au service d'un système bancaire en déroute. On ne peut guère soutenir qu'elle joua de façon cohérente le rôle de prêteur en dernier ressort.

¹ Pendant toute cette période, la Banque de France maintint son taux d'escompte à 5%. En général, les taux d'intérêt évoluèrent en France comme en Angleterre mais ils restèrent, de façon permanente, à un niveau plus élevé.

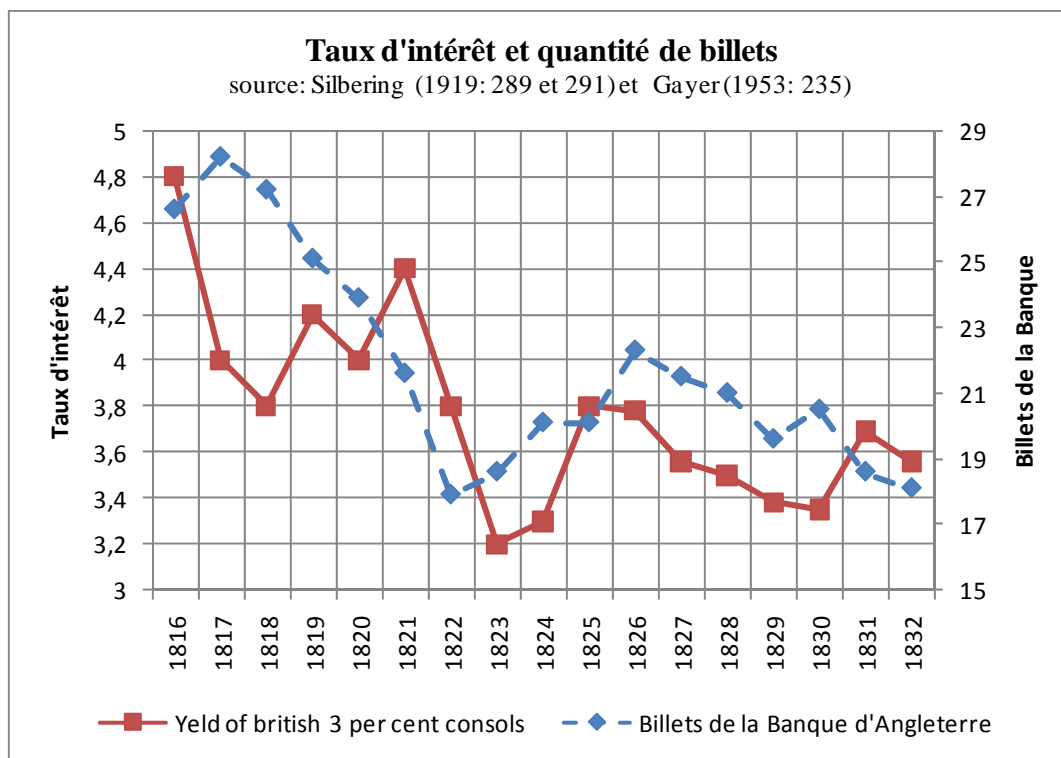


Figure 4

La politique qu'avait poursuivie la Banque après 1815 eut pour effet qu'elle disposait, après la reprise des paiements, d'une structure très spécifique de son bilan. Ses dirigeants pensaient, contre Ricardo, que, pour assurer la sûreté du système bancaire, elle devait disposer de réserves importantes en métaux précieux, réserves qu'elle avait systématiquement accumulées et qui représentaient plus de la moitié de la valeur de ses billets en circulation. Ces immobilisations considérables pesaient lourdement sur sa rentabilité. 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. Le montant des créances sur le secteur privé qu'elle détenait était extrêmement faible, moins de 10% de ses actifs. Elle était revenue à sa position de gérante de la dette publique. L'essentiel de ses créances étaient des créances sur l'État.

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 5 met en évidence la politique implicite qui fut celle de la Banque d'Angleterre jusqu'à la fin de l'année 1825. Elle maintient sensiblement constants le montant de ses billets en circulation et le montant de ses escomptes. Les variations de ses réserves en lingots sont donc compensées par la variation du stock de titres de la dette public que la banque détient. C'est précisément cette politique que Ricardo trouvait absurde car, selon lui, la Banque aurait dû réduire ses émissions de billets quand la réduction de ses réserves en

métaux précieux mettait en évidence un déséquilibre. Les réserves en lingots commencent à décliner en juillet 1824 sans que l'on sache si ces retraits correspondent à des sorties de lingots du pays ou à une demande des banques privées et du public. On notera que, dès cette période, le cours de la livre en francs a atteint son minimum. Cependant le montant des billets de la Banque en circulation continue 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'accélère mais comme le change sur Paris s'améliore, il n'apparaît pas que ces retraits correspondent à des sorties de métaux précieux vers l'étranger. La politique de la Banque change 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'est un peu tard. La banque augmente le montant de ses escomptes en juillet 1825 alors que le cours des titres et le prix des marchandises ont déjà atteint leur point de retournement, respectivement en janvier et en mai.

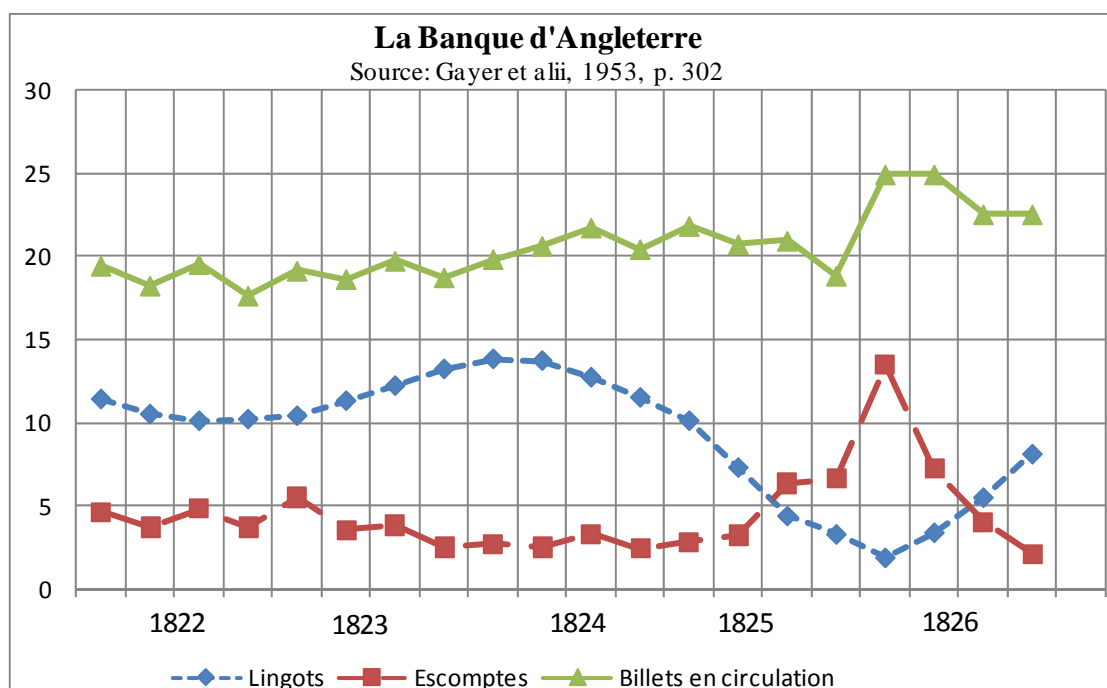


Figure 5

Mill (1826 : 73), Tooke (1826 : 65) et McCulloch (1826b : 78) caractérisent la crise de 1825 comme une crise spéculative. Ils font les uns et les autres référence à la notion d'*overtrading* pour en analyser la nature. De façon plus précise, ils admettent que, même en l'absence de toute perturbation du système monétaire et financier, il existe des causes qui peuvent conduire à une augmentation excessive des prix. Le cours habituel des affaires implique des fluctuations de l'activité économique. La production ou l'offre repose sur des anticipations qui peuvent ne pas se réaliser. Elle dépend des saisons et d'une série sans fin d'aléas. La consommation et la demande peuvent être affectées par la mode, par des événements politiques... Les événements imprévisibles, qui peuvent exciter, d'un côté, la spéculation et donner naissance, de l'autre côté, à des prévisions et des calculs erronés, sont innombrables. Ils partagent aussi l'idée que l'organisation du système bancaire et financier anglais a joué un rôle en renforçant la spéculation. En l'absence de toute augmentation de la quantité de moyens de paiement, la hausse des prix serait nécessairement limitée à certains articles et ne pourrait pas se prolonger. Le problème est de comprendre comment l'octroi de crédit et l'émission de billets affectent le mouvement spéculatif. 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 les billets 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 spéculation. 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 (1826b : 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 et, selon lui, c'est le second facteur qui a été déterminant. Tooke (1826 : 66) s'exprime, sans doute, de façon plus ambiguë quand il écrit que le système bancaire anglais au lieu d'atténuer les fluctuations les amplifie mais la suite de son texte lève le doute que pourrait avoir son lecteur. Ce n'est pas le système bancaire, en général, qui a amplifié les fluctuations mais la politique suivie par la Banque d'Angleterre. Partant d'un point commun — la crise de 1825 est une crise spéculative — on obtient ainsi, trois thèses différentes. Pour Mill, c'est le crédit qui a nourri et amplifié la spéculation ; pour McCulloch, la crise n'aurait pas pu se développer sans émission de billets ; Tooke soutient que la Banque d'Angleterre est sinon à l'origine de la crise, du moins responsable de son ampleur.

Au moment où la crise a culminé, en décembre 1825, les réserves en métaux précieux de la Banque d'Angleterre étaient presque épuisées. Le problème est de savoir quelle est la cause de ces retraits. McCulloch (1826a : 268) considère qu'ils sont liés à des sorties d'or¹. On a l'impression qu'il analyse la crise comme une crise monétaire classique. Les billets ont été émis en excès, cette émission a provoqué une hausse des prix qui a suscité un déséquilibre de la balance des paiements. Le déficit du compte courant a été soldé par des sorties d'or jusqu'au point où la Banque d'Angleterre, constatant que la convertibilité était en danger décida, pour la préserver, de durcir les conditions du crédit et de diminuer le montant de ses billets en circulation. Cette politique monétaire restrictive a entraîné, alors, un recul de l'activité. On dispose de peu d'éléments qui permettent d'infirmer ou de confirmer un tel schéma. En particulier, on ne connaît pas la quantité totale des pièces d'or qui circulaient et l'on ne dispose sur les billets des banques provinciales que d'informations fragmentaires. Quant aux exportations de métaux précieux, aucune source ne permet de confirmer les chiffres avancés par McCulloch. Tooke (1826) admet certes qu'il y a eu, dans la première phase de la crise, des exportations d'or et d'argent, mais c'est sur les retraits pour des besoins internes qu'il met l'accent. Ces retraits se seraient multipliés dans la dernière phase de la crise. La panique était alors à son comble. Les détenteurs de billets des banques provinciales

¹ Il précise, sans indiquer ses sources, que la douane a enregistré 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.

en ont demandé paiement et les déposants ont retiré leur argent. Dans le seul mois de décembre 1825, 70 banques ont cessé leurs paiements à Londres et en province. Les billets de la Banque d'Angleterre et les pièces d'or étaient, alors, les seuls moyens de paiement qui étaient acceptés partout dans le pays. Mais, les billets de la Banque, même s'ils étaient considérés comme aussi bons que l'or, ne pouvaient pas remplacer les billets des banques provinciales parce que la Banque avait cessé d'émettre de petites coupures. Tooke semble donc considérer qu'au moins durant la phase ultime de la crise, on retirait de l'or aux guichets de la Banque pour le porter à l'Hôtel des monnaies et obtenir ainsi les espèces dont on avait besoin.

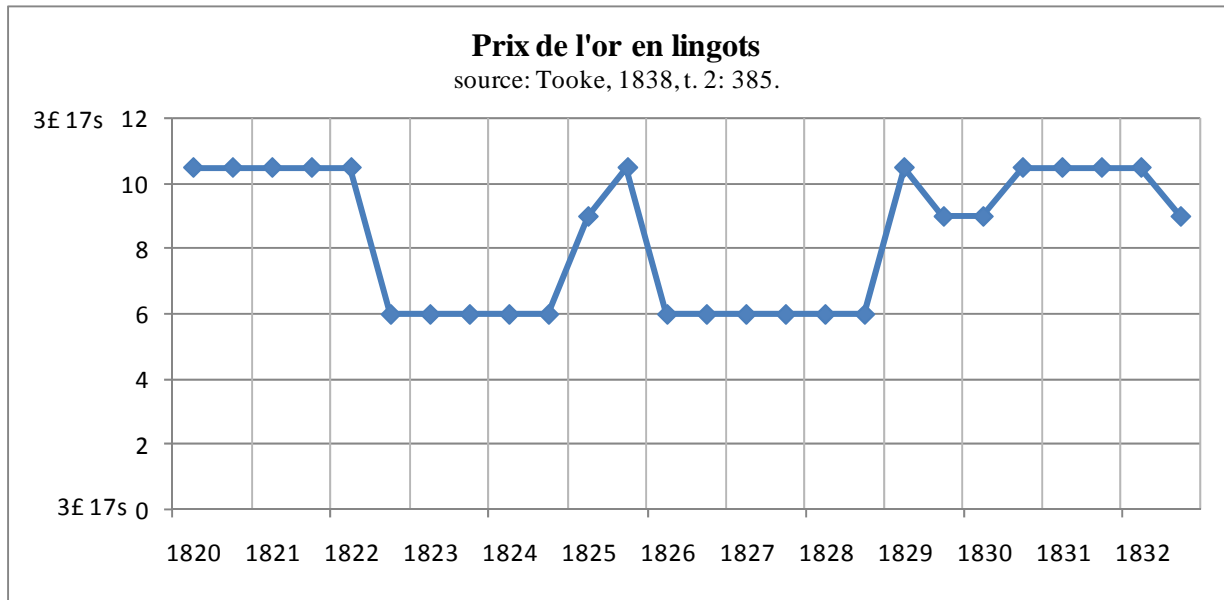


Figure 6

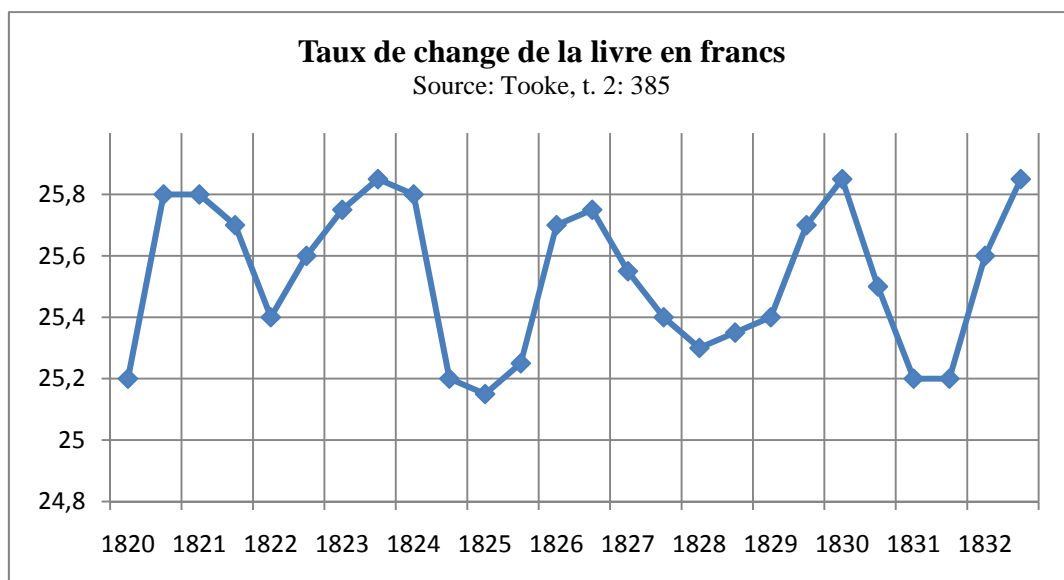


Figure 7

Les éléments dont on dispose, aujourd'hui, ne permettent guère de trancher entre les deux thèses. La figure 6 montre que le point d'or de sortie, 3£ 17s 10 ½d fut atteint tardivement dans le second semestre 1825. La figure 7 montre que la livre s'est déprécié plus

tôt vis-à-vis du franc pour atteindre dès le second semestre 1824 son cours le plus bas. Ces chiffres étaient certainement connus des économistes qui participèrent au débat. Ils ne permettent pas vraiment de trancher. On constate simplement que la livre était à son plancher sans savoir le montant des sorties de métaux précieux.

On dispose, toutefois, aujourd'hui d'un élément complémentaire : l'évolution générale des prix, à cette époque, en France et en Angleterre. 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 8. Cette observation laisse à penser que les retraits d'or et d'argent ont été effectués, comme le soutenait Tooke, principalement pour satisfaire les besoins internes. De façon plus générale, le parallélisme des prix français et anglais conduit à penser qu'il ne convient pas d'interpréter la crise de 1825 comme une crise monétaire classique : ce n'est pas la hausse relative des prix anglais qui a mis en danger la convertibilité de la livre sterling.

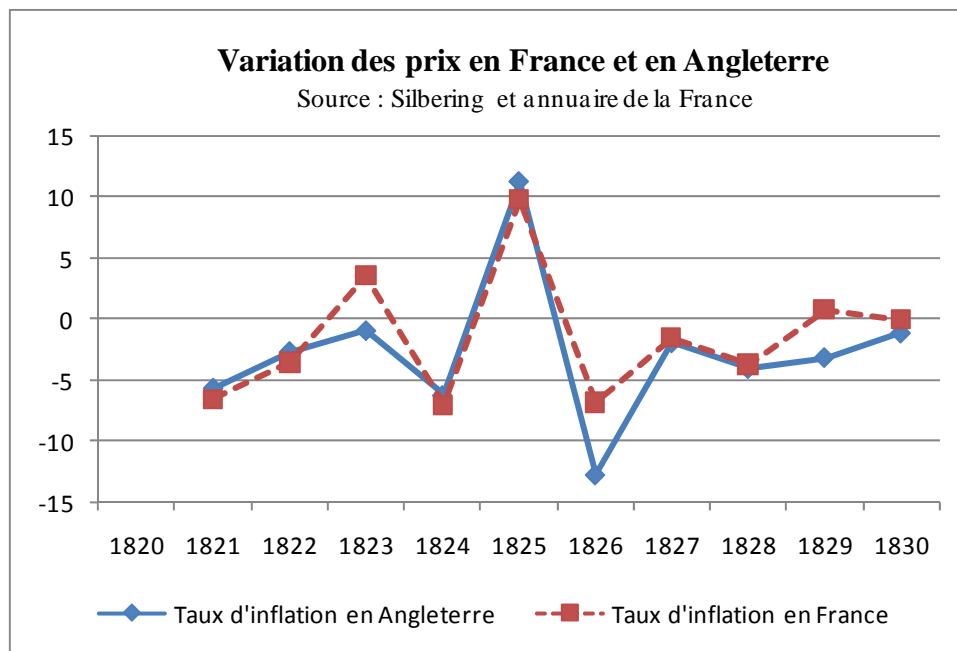


Figure 8

L'argument de McCulloch implique cependant que l'assèchement des réserves en or de la Banque est l'effet d'une émission excessive de billets, donc de la politique suivie par la Banque d'Angleterre et les banques provinciales. Ni l'une, ni l'autre des deux parties ne peuvent être exonérées de tout blâme. Ce que l'on peut reprocher à la Banque, c'est moins ce qu'elle a fait, que ce qu'elle n'a pas fait. Elle n'a pas su prévoir la crise et prendre à temps les mesures qui auraient pu permettre sinon de l'empêcher du moins d'en limiter les effets. Mais la part que les banquiers provinciaux ont eue dans le développement de la crise n'est pas seulement passive mais active. Ce sont les principes mêmes sur lesquels ils s'appuient pour diriger leurs entreprises qui sont erronés.

« Dans les périodes où la confiance est grande et où les prix augmentent, les banquiers provinciaux émettront, à coup sûr, dans le système actuel trop de monnaie. Chaque individu est alors naturellement incliné à étendre ses affaires ; et la plupart de ceux qui possèdent des biens désirent obtenir des prêts qui leur permettent de les retirer du marché et de spéculer sur la hausse de leur prix ; tandis qu'au même moment les banquiers provinciaux dont les profits dépendent principalement de la quantité de leur papier en circulation, sont, de leur côté, non moins disposés à accorder des avances libérales et à prêter à tous ceux qui peuvent leur donner une assurance raisonnable de remboursement. Dans de telles périodes, non seulement les maisons anciennement établies augmentent substantiellement

leurs émissions mais de nouvelles à chaque instant s'introduisent sur le marché qui, pour mettre leur papier en circulation, sont nécessairement moins scrupuleuses dans leurs investigations sur la situation de ceux qui demandent des prêts » (McCulloch, 1826a : 270).

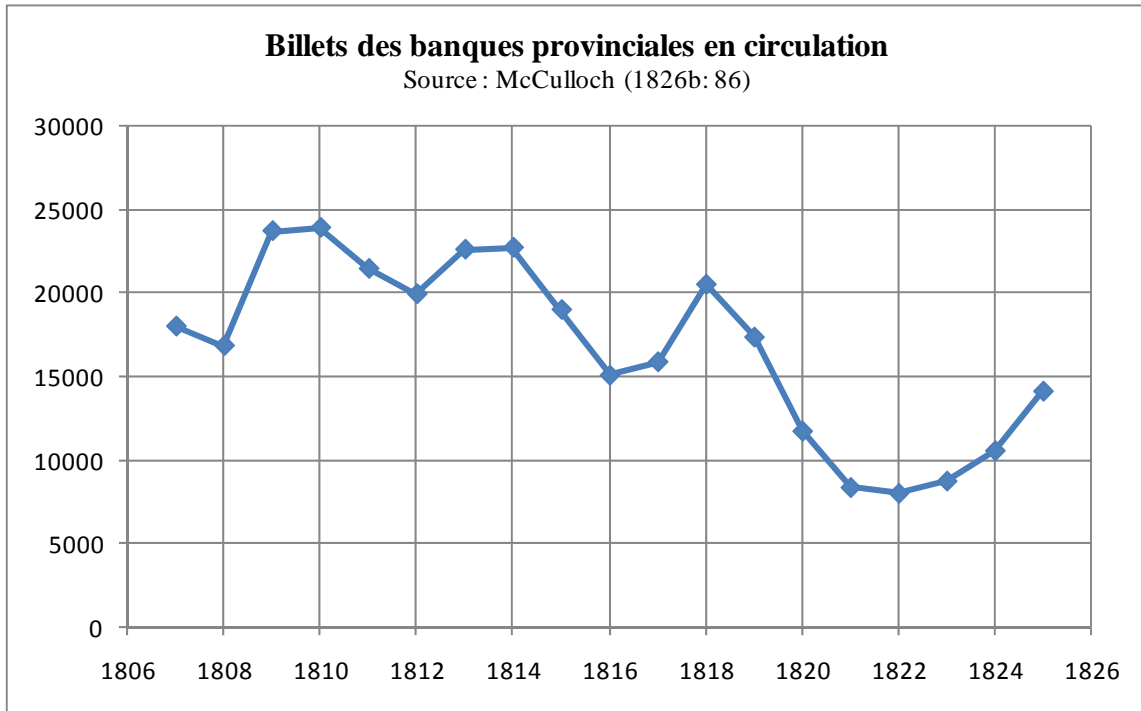


Figure 9

Le problème est alors de savoir quel était le montant des billets des banques provinciales qui circulaient. Comme ces billets étaient soumis à un droit de timbre, on dispose de données¹ sur le montant des billets estampillés chaque année. Les billets, une fois émis et estampillés, étaient réutilisables. En s'appuyant sur les chiffres fournis par le Directeur du bureau des timbres, McCulloch (1826b : 8) estime le montant des billets des banques provinciales qui sont en circulation. Cette série laisse à penser que la masse des billets des banques provinciales était importante, d'un ordre de grandeur comparable à celui des billets de la Banque d'Angleterre et qu'elle a connu des fluctuations d'une ampleur considérable. En particulier, le montant des billets des banques commerciales aurait augmenté de façon substantielle entre 1822 et 1825 passant de 8 à 14 millions de livres.

Tooke conteste formellement ce constat empirique du moins en 1838 car, en 1826, les chiffres qu'il avance ne sont pas contradictoires avec ceux de McCulloch : il évoque en effet une augmentation de 6 à 7 millions du montant des billets des banques commerciales entre 1822 et 1825 (Tooke, 1826 : 40). Tooke (*Ibid.* : 58) souligne cependant que la fragilité des banques provinciales a joué dans le développement de la crise un rôle crucial. La contraction des moyens de paiement, quand la conjoncture s'est retournée, a été aggravée par la politique qui avait été celle de nombreuses banques privées. Ces établissements avaient augmenté leurs émissions sans pour autant détenir des réserves suffisantes pour faire face à de soudaines demandes de remboursement. Longtemps avant la crise, plusieurs banques étaient insolubles et n'avaient été maintenues à flot que par la confiance de leurs clients et par la politique

¹ Tooke (1838, t. 2 : 129) pense que l'on ne peut pas s'appuyer sur le nombre de billets estampillés pour estimer le nombre de billets en circulation. Il soutient, en effet, que les banquiers peuvent disposer d'une grande quantité de billets qui ont été estampillés et n'en utiliser qu'une faible fraction.

accommodante qui avait été celle de la Banque d'Angleterre durant la phase de hausse des prix. À la moindre alerte, elles ne purent faire face à leurs engagements.

La position de Mill est plus radicale que celle de Tooke dans la mesure, du moins, où il ne pense pas que l'émission de billets des banques commerciales augmente la masse totale des moyens de paiement. L'escompte substitue simplement à un moyen de paiement — les effets de commerce — un autre moyen de paiement que l'on juge plus commode : le billet de la banque provinciale. La masse des moyens de paiement n'en est pas modifiée, ni le comportement des emprunteurs. Car un individu qui dispose de suffisamment de crédit pour obtenir un prêt de son banquier aurait certainement eu assez de crédit pour obtenir des biens d'un négociant. Quand on est disposé trop facilement à faire crédit, ce qui est certainement le cas durant les périodes spéculatives, on peut être certain que cette disposition est moins forte parmi les banquiers que parmi les autres classes de la communauté. « Il apparaît ainsi que, durant les périodes de spéculation, l'accroissement des moyens de paiement et la dépréciation de leur valeur ne sont pas plus grande avec un papier de banque locale que sans » (Mill, 1826 : 96).

Bien que McCulloch (1826a : 275-6) considère que les banquiers provinciaux sont les principaux responsables de la crise, il critique néanmoins la politique suivie par la Banque d'Angleterre. Ses dirigeants ne semblent pas avoir été conscients des oscillations périodiques que l'on observe dans le montant en circulation des billets des banques locales ou, du moins, ils n'ont rien fait pour les contrebalancer alors qu'ils pouvaient difficilement ignorer l'importance de leurs émissions et l'effet qu'elles avaient sur les prix. Ils auraient dû pourtant penser que s'ils ne réduisaient pas les émissions de billets de la Banque d'Angleterre, le montant total de moyens de paiement deviendrait excessif et que les retraits d'or concerneraient d'abord leurs propres réserves. Ils n'en continuèrent pas moins une politique monétaire accommodante, abaissant leur taux d'escompte à 4%, augmentant leurs achats de billets de l'Échiquier et prêtant un million quatre cent mille livres sur des hypothèques ce qui est tout à fait incompatible avec les principes que doit respecter une banque prudente.

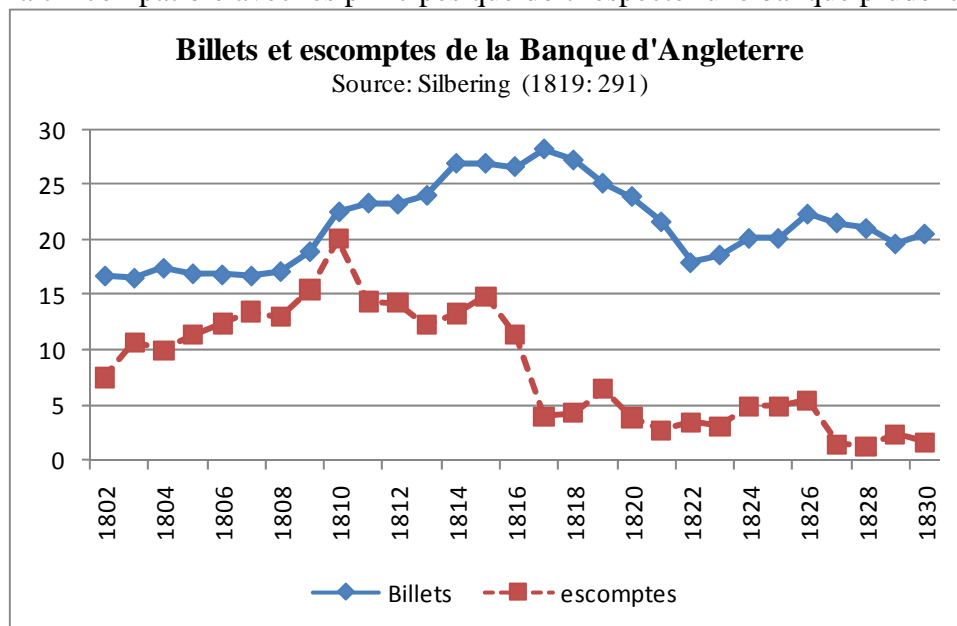


Figure 10

Les critiques de Tooke portent sur trois points. Il reproche aux dirigeants de la Banque d'Angleterre d'avoir maintenu un taux d'escompte constant alors même que le taux du

marché était l'objet de fluctuations nombreuses et parfois importantes. La conséquence est que, quand le taux du marché excédait celui de la Banque, de nombreux effets étaient présentés à l'escompte ce qui suscitait des émissions excessives de billets. Par opposition, quand le taux de la banque était inférieur au taux du marché, les guichets de la Banque étaient désertés et elle ne pouvait pas émettre des billets par ce biais. Cet effet apparaît clairement dans la structure du portefeuille de la Banque. Alors que pendant la guerre les effets escomptés constituaient une fraction importante de son portefeuille, ils n'en représentent qu'une fraction minimale à partir de 1817 comme le montre la figure 10. En se retirant ainsi du marché de l'escompte, la Banque d'Angleterre a perdu la maîtrise d'un instrument important de sa politique économique. Il est vrai qu'il était, pour elle, beaucoup plus rentable de prêter à l'État que d'escompter des effets de commerce.

Tooke reproche aux dirigeants de la Banque d'Angleterre d'avoir augmenté leurs émissions de billets en 1824 et 1825 précisément durant une période où ils auraient dû les restreindre. Il soutient, en effet, qu'il y a eu, à partir de juillet 1824, une diminution sensible des échanges avec le continent et des sorties d'or. « Mais, au lieu de prendre en compte ce critère infallible d'un excès, les directeurs, à cet instant précis, procédèrent à un accroissement considérable de leurs émissions par rapport à ce qu'elles étaient durant le mois de janvier précédent » (Tooke, 1826 : 69). Une réduction de la quantité de billets en circulation et une hausse du taux d'escompte auraient au moins eu le mérite de mettre le pays en garde. Une telle contraction aurait, certes, pu hâter la baisse des prix mais elle aurait prévenu ou limité les sorties d'or. Ce qui irrite particulièrement Tooke c'est la transaction entre le gouvernement et la Banque sur le paiement des annuités des pensions militaires et navales, ce que l'on appelait la *Dead Weight*. Vansittart qui exerçait alors les fonctions de Chancelier de l'Échiquier trouvait que le paiement de ces pensions pesait de façon excessive sur le budget et souhaitait en reporter la charge sur les générations futures. Il décida donc de vendre cette charge considérable mais sans cesse décroissante contre une annuité fixe versable pendant 45 ans. Ceci revenait à emprunter une somme égale à la différence entre le montant des pensions et l'annuité. La Banque d'Angleterre conclut avec le gouvernement cette transaction et Tooke (1826 : 72) pense que cette opération a été à l'origine des émissions excessives de billets en 1824 et 1825. Il estime que la véritable raison qui justifie ce prêt est qu'à l'époque où le contrat fut conclut, au début de 1823, les réserves en métaux précieux de la Banque étaient si abondantes qu'elles rendaient douteux le maintien à son niveau existant de son taux de dividende.

Mill fait de cette opération une analyse différente et minimise le rôle de la Banque d'Angleterre dans la crise de 1825. Son raisonnement s'appuie sur deux arguments. Peut-on dire que la politique de la Banque a contribué, dans les années qui précèdent la crise, à diminuer le taux d'intérêt ? Quand la Banque augmente ses prêts en escomptant des effets de commerce, elle diminue en courte période le taux d'intérêt. Cependant, dans le cas de la *Dead Weight*, quand la Banque accroît ses prêts, un nouvel emprunteur, le gouvernement, apparaît. Si des capitalistes privés avaient souscrit à ces emprunts, il en aurait résulté une hausse du taux d'intérêt ; si la Banque finance l'achat de ces emprunts en émettant des billets, aucune entreprise ne sera privée du financement qu'elle attendait, aucun capital déjà investi ne sera déplacé, le taux d'intérêt restera inchangé. Mais, peut-on dire que la Banque a financé ces nouveaux prêts par des émissions de billets ? Mill ne le pense pas et pour le démontrer il compare l'augmentation de la quantité de billets en circulation aux dépenses nettes¹ consenties par la Banque dans cette opération. Il apparaît alors que les dépenses nettes de la

¹ Par dépenses nettes, il faut entendre les pensions qu'a versées la Banque moins les annuités qu'elle a reçues en échange.

Banque excèdent l'accroissement de la circulation des billets. En d'autres termes, la Banque a réduit durant cette période le montant de ses autres prêts. L'opération sur la *Dead Weight* a donc eu tendance à augmenter et non à diminuer le taux d'intérêt. Si celui-ci s'est réduit, c'est pour d'autres raisons et Mill suggère que cette baisse reflète celle du taux de profit.

Conclure est malaisé car, sur une série de points, l'incertitude demeure. Cette incertitude concerne d'abord l'importance relative et l'évolution des billets en circulation des banques provinciales et, plus largement, l'évolution de ce que l'on appelle aujourd'hui la masse monétaire. On ignore aussi l'importance des sorties d'or vers l'étranger si bien que l'on peut encore hésiter entre l'interprétation de McCulloch et celle de Tooke même si la thèse de celui-ci — les retraits de métaux précieux ont été suscités par des besoins internes — semble plus vraisemblable. Certains points semblent mieux établis. La crise est une crise spéculative qui trouve son origine dans l'*overtrading*. L'organisation du système bancaire anglais a favorisé son développement et rétrospectivement les propositions qu'avait faites Ricardo dans les débats suscités par la reprise des paiements apparaissent judicieuses. Les banques provinciales étaient, en raison de la législation sur les sociétés par actions, trop petites et trop fragiles. L'opposition entre les banques anglaises et les banques écossaises est, à cet égard, révélatrice. Il aurait été prudent de les obliger, comme le suggérait Ricardo (1816 : 73), à déposer des réserves en proportion des billets qu'elles émettaient. La possibilité offerte aux détenteurs de billets de demander un paiement en espèces a sans doute fragilisé le système quand de nombreuses banques provinciales ont fait faillite. Les pièces de monnaie sont alors apparus comme le seul substitut disponible pour remplacer les petites coupures émises par les banques provinciales que plus personne n'acceptait¹. Limiter la convertibilité à un paiement en lingots, comme le suggérait Ricardo (1816 : 65) aurait été préférable. La Banque d'Angleterre n'a guère joué le rôle de prêteur en dernier ressort et si elle l'a joué, c'est trop tardivement. Elle a déserté le marché de l'escompte, préférant revenir à son rôle de gérante de la dette publique, elle a accordé des prêts à long terme, peu liquides, elle n'a guère utilisé l'instrument du taux d'intérêt, elle n'a pas réagi assez rapidement aux variations du taux de change. Elle s'est comportée comme une banque privée cherchant, sinon à maximiser ses profits, du moins à maintenir les dividendes sur lesquels ses actionnaires comptaient. Une banque nationale (Ricardo, 1824 : 276) aurait, peut-être, mieux fait l'affaire.

2. LE DÉBAT THÉORIQUE

McCulloch et Tooke admettent que l'*overtrading* et la crise qui lui a succédé ont été sinon suscités du moins considérablement renforcés par l'organisation du système bancaire anglais. Plus précisément, ils pensent que la crise est étroitement liée aux variations de la valeur de la monnaie. Ils mettent toutefois l'accent sur des mécanismes différents. McCulloch de façon assez traditionnelle s'appuie sur l'effet qu'a sur les prix une augmentation de la quantité de monnaie en circulation. Une émission excessive de monnaie est la cause de la crise. Tooke privilégie, au contraire, le rôle du taux d'intérêt dont la baisse aurait joué un rôle crucial dans la formation de la bulle spéculative. C'est pour cette raison qu'il consacre le premier chapitre du livre qu'il publia en 1825 à l'analyse des causes qui déterminent le taux

¹ L'histoire de la boîte qu'évoque Tooke (1838 : 162) est, à cet égard, révélatrice. La Banque d'Angleterre ne disposait plus de billets d'1£ et quand, par hasard, on découvrit, le 24 décembre 1825, une boîte où avaient été stockés six ou sept mille billets d'une livre qui n'avaient jamais été utilisés, cette découverte apparut comme un miracle et la Banque s'empressa de les mettre en circulation. Tooke ne pense pas que ce fut cette découverte qui sauva la Banque d'une nouvelle suspension des paiements car, à la fin du mois de décembre, la panique semblait s'être résorbée. Il n'en demeure pas moins que cette histoire de la cassette était plutôt humiliante pour la Banque qui ne semblait devoir son salut qu'à un miracle.

d'intérêt. On admettait alors, généralement, que le taux d'intérêt est déterminé par le taux de profit et McCulloch s'inscrivait très explicitement dans cette tradition. Tooke rompt avec cette idée et soutient que le taux d'intérêt est déterminé par l'offre et la demande des *capitaux disponibles*. Il peut alors expliquer comment une émission de monnaie entraîne une réduction temporaire du taux d'intérêt, c'est seulement après que son effet sur les prix et les échanges se fera sentir.

La thèse que défend Mill est beaucoup plus radicale. Il raisonne sur une définition large de la monnaie¹ 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 propositions² :

- Une monnaie de papier³, 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 monnaie de papier n'est pas la cause de la dépréciation que subit la monnaie durant les périodes où la spéculation se développe.

Ces 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 et ne peut pas être affecté par une émission de billets de Banque. Le taux d'intérêt serait gouverné par le taux de profit. 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 payer les individus qui empruntent pour investir dépend des profits qu'ils espèrent réaliser, on peut bien soutenir que le taux d'intérêt est, à tout instant, un indice du taux de profit anticipé. 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. Elle favorise, de cette façon, la spéculation.

Mill (1826 : 99) ne rejette pas le principe sur lequel repose ce raisonnement. Une augmentation des capitaux disponibles tend à réduire le taux d'intérêt mais cela n'implique

¹ *Circulating medium* dans la terminologie de Mill (1826 : 90).

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

³ *Paper currency* dans la terminologie de Mill.

pas que toute augmentation des prêts a cet effet. « 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, comme on l'a vu, n'a augmenté ses prêts que pour répondre aux sollicitations du gouvernement.

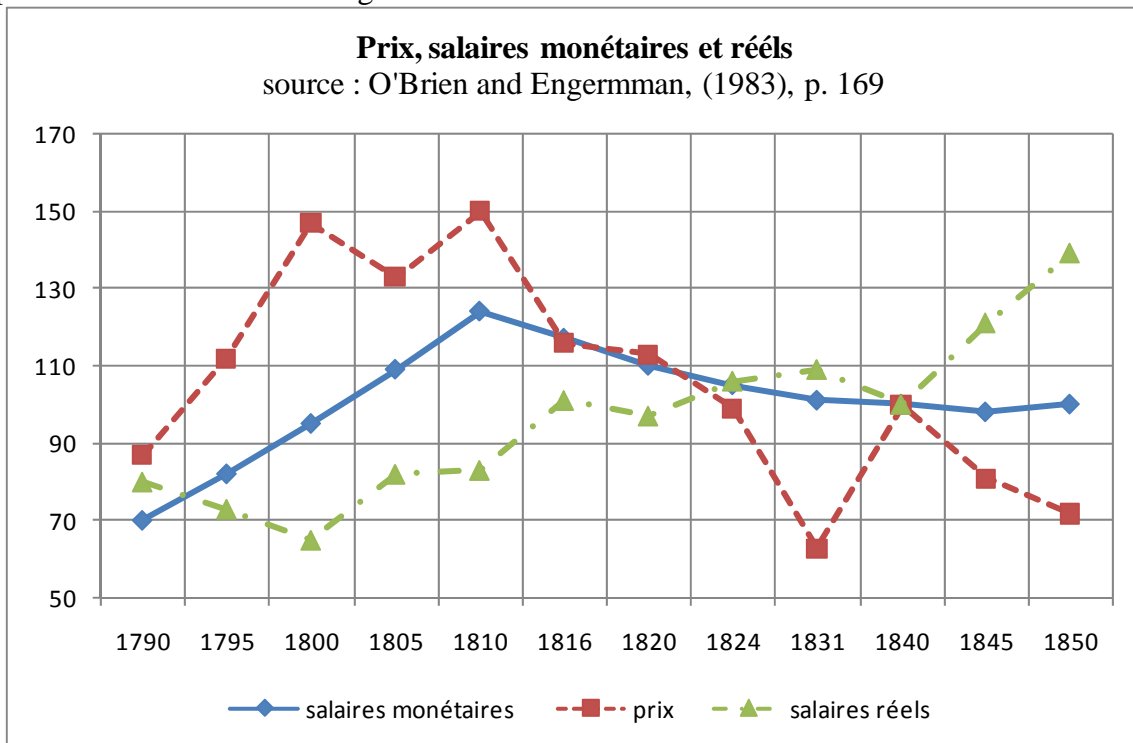


Figure 11

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 ; c'est une opposition qui 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 augmenté le 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 11 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 on prend en compte les incertitudes statistiques, non significative.

2.2. Prix domestiques et prix étrangers

L'analyse que McCulloch fait d'une augmentation de la quantité de monnaie dans l'article intitulé "Fluctuations in the supply and value of money" qu'il publia en février 1826 pose un problème délicat d'interprétation. Il distingue trois cas. Dans le premier cas, il suppose que la monnaie est purement métallique. La quantité de métaux précieux qui peut être employée comme monnaie dans un pays doit être telle que sa valeur y soit la même qu'à l'étranger. Toute augmentation de sa quantité entraîne une diminution de sa valeur et une exportation immédiate de métaux précieux. La quantité de monnaie est endogène et l'ajustement immédiat. Dans le second cas, il suppose que le papier-monnaie a cours légal mais qu'il n'est pas convertible en métaux précieux. Dans ce contexte, toute variation de la quantité de monnaie entraîne une variation proportionnelle des prix. La valeur d'une telle monnaie peut parfaitement être préservée mais, si la quantité de monnaie varie, sa valeur pourra s'écarter de façon permanente de celle qu'elle a dans les autres pays. La quantité de monnaie est une variable exogène qui détermine le niveau des prix. Dans le troisième cas, celui où se trouve l'Angleterre depuis que la Banque a repris ses paiements, la monnaie consiste partiellement de pièces d'or et pour le reste de billets convertibles en or. Les effets d'une émission excessive de billets 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. Le processus d'ajustement n'est pas véritablement analysé et l'on peut se demander s'il est immédiat comme dans le premier cas ou si pendant un temps au moins les prix domestiques peuvent s'écarter des prix étrangers.

Le second article que McCulloch publia en juin 1826 lève cette ambiguïté. Il admet, en effet, que « l'offre de monnaie ne peut être augmentée sans que les prix ne s'accroissent de façon correspondante » (1826b : 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. Cette idée est centrale dans l'analyse que McCulloch fait de la crise. 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 pernicioeux.

La théorie monétaire de Tooke a profondément évolué entre 1838 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, quand il étudie l'évolution des prix, il souligne l'importance des variations de l'offre et, en particulier, des facteurs climatiques. Mais, quand il ne peut pas rendre compte d'une hausse des prix par la rareté des marchandises, il cherche à l'expliquer par un excès de papier (Tooke, 1826 : 55). Une émission excessive de billets accroît les 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. Simultanément, à la prospérité apparente qui accompagnait la hausse des prix, succédera une dépression. Les exportations

diminueront dans la mesure où leurs prix excéderont celui que les consommateurs étrangers sont disposés à payer et les stocks de biens importés en quantités excessives s'accumuleront. Le taux d'intérêt s'élèvera provoquant une baisse du cours des titres. Ainsi, 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 solde 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.

C'est précisément contre cet argument que s'élève Mill (1826 : 84) en soutenant que les prix des produits domestiques ne peuvent pas s'élever au-dessus du niveau des prix étrangers. L'ajustement est immédiat. Sitôt que le prix d'une marchandise s'élève, cette information parvient sur les grandes places commerciales et les négociants cherchent à tirer profit de cette hausse. Si le prix d'un produit est plus élevé à Londres qu'à Paris, il sera, dans les plus brefs délais — Mill parle d'une semaine — expédié de France en Angleterre. Il n'est pas correct non plus de soutenir que ces importations n'affecteront les changes que quand elles seront réglées par les négociants anglais qui les ont achetées. Les changes seront immédiatement affectés. Les marchands qui ont envoyé en Angleterre des marchandises n'attendent pas qu'elles soient vendues pour récupérer leurs fonds. Ils tireront un billet sur leur correspondant à Londres et le remettront à un courtier pour être payé. Une dépréciation de la monnaie de très faible amplitude, de l'ordre de 1%, sera suffisante, dans un laps de temps très bref, pour entraîner une exportation d'or. La loi du prix unique, ou si l'on veut le principe de la parité des pouvoirs d'achat, s'applique donc dans la courte période. Le processus d'ajustement décrit par Tooke est si bref que l'on peut en faire abstraction.

2.3. La monnaie peut-elle être émise dans une quantité excessive ?

C'est sur cette proposition que s'appuie Mill pour soutenir qu'un papier-monnaie convertible en espèces au gré du porteur, comme les billets de la Banque d'Angleterre, n'est pas susceptible d'être émis en 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 on vient de le voir, 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'une seule pièce de monnaie en or, on ne peut pas prétendre que le papier a été émis en excès.

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 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 le système de crédit commercial développé qui existe en Angleterre. 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. Dès lors, il est conduit à penser qu'un processus inflationniste peut tout aussi bien se développer dans une

économie où la monnaie est purement métallique que dans une économie où les pièces coexistent avec un papier-monnaie convertible. Sur cette base, il rejette la thèse que McCulloch, en particulier, avait développée selon laquelle les banques provinciales seraient les responsables de la crise de 1825. 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 elles pouvaient temporairement les affecter. Mill soutient au contraire que le principe du prix unique s'applique même dans le court terme. 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 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, l'organisation des banques. On avait, d'autre part, suggéré la mise en circulation de billets de l'Échiquier :

- 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 à créer des succursales.
- Une large fraction des billets des banques provinciales consistait en petites coupures¹. 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 commerciales 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. La circulation de ces billets devait cesser à la même date que les billets des banques provinciales.
- On considérait que le gouvernement pouvait, directement, favoriser 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.

Face à ses 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 paraissaient 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

¹ Les estimations de Silbering (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.

serait toute aussi bien développée si la monnaie avait été entièrement métallique. Restreindre la circulation de papier en réintroduisant des pièces d'or à la place des petites coupures ne stabiliserait en rien le système et serait une dépense parfaitement inutile. 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, d'abroger une série de dispositions. Il serait nécessaire d'abolir les lois sur l'usure qui ont interdit à certains négociants d'emprunter les fonds qui leur auraient permis de faire face à leurs échéances. De la même façon, il conviendrait d'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 Liverpool¹, 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 de Lord Liverpool. Trois plans différents ont été avancés pour améliorer l'organisation du système bancaire anglais.

- Le premier 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. Cela ne stabilisera pas pour autant le système car rien ne démontre que ces grandes banques n'abuseront pas de leurs pouvoirs et les effets de la faillite d'une banque sont d'autant plus importants que cet établissement est grand.
- Le second 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 à des établissements comme les banques provinciales d'émettre des billets à partir du moment où ils offriraient des garanties suffisantes. D'autre part, s'il admet que la suppression des petites coupures diminuera la fréquence des retraits massifs et des paniques, il n'en reste pas moins qu'une 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.
- Il reste une seule solution : obliger les banques à constituer des réserves équivalentes au montant de leurs émissions qu'elles consistent en petites

¹ 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 (1826b : 89).

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 circulation¹. 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 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

Jean-Baptiste Say (1826 : 43) analysait ainsi la crise qu'a connue l'Angleterre en 1825 :

¹ 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. »

« L'esprit de spéculation a été excité d'une manière exagérée par les banques qui ont toutes en Angleterre la faculté d'émettre des billets au porteur. Tout homme qui voulait former une entreprise ou qui, rêvant une fortune, voulait s'intéresser dans une entreprise, déjà formée, n'avait qu'à faire des lettres de change que l'une ou l'autre des nombreuses banques d'Angleterre prenait à l'escompte. Celles-ci, après avoir retenu l'escompte, donnaient en retour des lettres de change, leurs propres billets au porteur, circulant comme de l'argent. On pouvait donc entreprendre des affaires sans posséder de capitaux ; et les banques prêtaient aux entreprises sans avoir plus de capitaux de leur côté. Qu'est-il arrivé ? L'abondance de la circulation (monnaie et billets de banque) en a fait décliner la valeur par rapport au lingot ; et du moment qu'une pièce d'or n'a plus valu autant qu'un lingot du même poids, on a couru aux banques pour changer des billets en monnaie d'or, et la monnaie d'or en lingot... La suite de tout cela devait être et a été que les banques, obligées d'acquitter leurs billets et ne pouvant plus en émettre de nouveaux, se sont trouvées hors d'état d'escompter les nouvelles lettres de change que les chefs d'entreprise leur présentaient pour se procurer les fonds nécessaires à l'acquit des effets précédemment escomptés. Obligés de payer leurs engagements, et n'ayant point de capitaux véritables ; ils se sont trouvés en faillite, après avoir fait argent de tout et vendu à vil prix tout ce qu'ils avaient de marchandises. »

Dans cette description, le comportement des banques apparaît comme la cause et la spéculation comme l'effet. On peut, dans ce sens, qualifier de monétaire la crise. Tel est le point de départ. Mais, comment analyser le développement de la crise ? Say affirme que l'abondance de la circulation, définie comme les pièces et les billets de banque à l'exclusion des effets de commerce, en fait décliner la valeur par rapport au lingot. McCulloch (1826b : 267) explique cependant qu'il ne peut en être ainsi dans un pays comme l'Angleterre où la monnaie consiste pour partie dans des pièces, pour l'autre dans du papier, immédiatement convertible en espèces. « L'excès de papier n'est pas indiqué par une dépréciation, ou une baisse dans la valeur du papier comparé à l'or ». Les faits confirment cette assertion. Comme le montre la figure 6, le lingot n'a jamais excédé la valeur fixée par la loi, soit 3£ 17s 10.5d. L'excès de papier se traduit « par une dépréciation de la valeur de l'ensemble des moyens de paiement, l'or aussi bien que le papier, comparée à celle des autres états ». C'est le taux de change nominal qui se trouve déprécié. Comme l'explique Ricardo (1810 : 64), « c'est seulement parce que la valeur de la monnaie métallique en circulation et des lingots baisse que l'on est de plus en plus tenté de les exporter ».

Appliquer ce schéma à la crise de 1825 ne va pas de soi. Nous ne disposons pas de données statistiques qui mettraient clairement en évidence des sorties d'or et il ne semble pas que l'évolution des prix soit bien différente en Angleterre et en France. Au lieu de voir dans l'évolution des prix l'effet d'une augmentation de la monnaie, au sens restreint que lui donne Say, on peut suggérer que la hausse des prix, qui a touché aussi bien l'Angleterre que ses partenaires commerciaux, est le résultat de la spéculation, nourrie par la multiplication des effets de commerce. C'est l'interprétation qu'en propose Mill. Les retraits d'or ne répondraient pas à des besoins externes. Ils culminent d'ailleurs en décembre 1825 alors que la baisse des prix commence dès le mois de mai. C'est parce que les individus craignaient que les banques dont ils détenaient des billets fassent faillite qu'ils se sont présentés à leur guichet pour en demander paiement. Le schéma de Mill peut être mis en doute mais il est, néanmoins, plausible.

Pour aller plus loin, Mill ébauche une théorie monétaire dont plusieurs éléments seront plus tard repris par la *Banking School*. Un premier problème, *a priori* mineur, est celui de la définition de la monnaie. Mill considère, en 1826, qu'une fraction importante de la monnaie — *circulating medium* — consiste dans des effets de commerce. Leur multiplication a sur le prix des marchandises est un effet de nature, sinon d'intensité, similaire à une émission de billets de banque ou à la frappe de pièces de monnaie. Il n'y a pas de distinction générique entre les billets de banque et les autres formes de crédit. Mill soutient qu'une émission de

billets reste sans effet sur les prix tant que ces billets sont convertibles, à taux fixe, en or. Le seul effet d'une telle émission est d'entraîner une sortie d'or d'égale valeur laissant inchangés la quantité totale de monnaie et les prix des marchandises. En 1826, on se trouve dans une situation paradoxale : c'est Mill, plutôt que Tooke qui défend des thèses voisines de celle de la *Banking School*.

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.
- 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.
- HOLLANDER, Samuel (1985), *The Economics of John Stuart Mill*, Toronto and Buffalo: University of Toronto Press.
- LEVY-LEBOYER, Maurice et François BOURGIGNON (1985), *L'économie française au XIX^{ème} siècle*, Paris : Economica.
- MCCULLOCH, John Ramsey (1826a), "Thoughts on Banking", *The Edinburgh Review*, vol. XLIII, n° 86, February: 263-298.
- MCCULLOCH, John Ramsey (1826b), "The late crisis in the Money Market Impartially considered", *The Edinburgh Review*, June: 70-93.
- MARX, Karl (1873), Postface à la seconde édition allemande du capital, traduction française in *Le Capital*, Livre 1, Paris : Éditions Sociales, 1983.
- 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 (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. 4.
- MILL, John Stuart (1963-91), *Collected Works of John Stuart Mill*, edited by M. Robson, Toronto: University of Toronto 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 P. K. AND S. L. ENGERMAN (1983), "Change in income and its distribution during the industrial revolution", in Floud and McColskey, (1983) o. c.
- PENNINGTON, James (1827a), Second Memorandum to Huskinson: Observations on the Coinage, in Pennington (1963)
- PENNINGTON, James (1827b), Third Memorandum to Huskinson: On the Management of the Bank of England, 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, in David Ricardo (1951-1973), o. c., vol. III.
- RICARDO, David (1816), *Proposals for an Economical and Secure Currency*, London, John Murray, in David Ricardo (1951-1973), o. c., vol. IV.
- RICARDO, David (1819-23), *Speeches and Evidence*, London, John Murray, in David Ricardo (1951-1973), o. c., vol. V.
- RICARDO, David (1824), *Plan for the Establishment of a National Bank*, London, John Murray, in David Ricardo (1951-1973), o. c., vol. IV.
- RICARDO, David (1951-1973), *The Works and Correspondence of David Ricardo*, edited by Piero Sraffa with the collaboration of M. H. Dobb, Cambridge University Press.
- SAY, Jean-Baptiste (1826), "De la crise commerciale de l'Angleterre", *Revue Encyclopédique*, 40-5.
- SILBERING, 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.