



HAL
open science

“La crédibilité d’une monnaie à étalon métallique chez Law, Steuart, Thonton, Ricardo”

Ghislain Deleplace

► **To cite this version:**

Ghislain Deleplace. “La crédibilité d’une monnaie à étalon métallique chez Law, Steuart, Thonton, Ricardo”. La crédibilité des monnaies de John Law au bitcoin, Banque de France, 28-29/09/2021, Sep 2021, Paris, France. hal-04429170

HAL Id: hal-04429170

<https://hal.science/hal-04429170>

Submitted on 7 Feb 2024

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L’archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d’enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Colloque « La crédibilité des monnaies de John Law au bitcoin »,
Paris, Banque de France, Cité de l'économie, 28-29/09/2021

LA CRÉDIBILITÉ D'UNE MONNAIE À ÉTALON MÉTALLIQUE CHEZ LAW, STEUART, THORNTON, RICARDO

Ghislain Deleplace, Université Paris 8 – LED

Pourquoi choisir ces quatre auteurs pour une réflexion sur la crédibilité de la monnaie ? La première raison est que, si on les repère par la date de publication de leur œuvre principale en matière monétaire, ils se répartissent sur un siècle (de 1705 pour Law à 1816 pour Ricardo, en passant par 1767 pour Steuart et 1802 pour Thornton) où la vision dominante est que la véritable monnaie est la monnaie métallique. Et pourtant tous les quatre s'inscrivent dans la perspective d'une "euthanasie de la monnaie métallique" – pour reprendre l'expression de Bonar (1923) à propos de Ricardo – en entendant par-là la suppression de la circulation des pièces d'or et d'argent au profit d'une circulation exclusive de billets de banque. La deuxième raison est que, à une époque de préhistoire des banques centrales – la Banque d'Angleterre existe certes depuis 1694 mais personne (y compris elle-même) ne la regarde comme une banque centrale au sens moderne, pas plus que la Banque de France, née en 1800 – ces quatre auteurs plaident pour le monopole de l'émission des billets de banque et la régulation de cette émission en fonction de ce qu'on appelle aujourd'hui des objectifs macroéconomiques. La troisième raison est que le rejet par ces auteurs de la monnaie métallique ne les conduit pas pour autant à basculer dans la défense d'une monnaie étatique: la banque centrale n'est pas pour eux un hôtel des monnaies qui imprimerait des billets au lieu de frapper des pièces. En cela, ils se situent en dehors de l'opposition fréquente dans l'histoire de la pensée monétaire entre métallistes et chartalistes (voir Schumpeter 1954: 288-9, qui la reprend de Knapp 1905), une opposition qu'on retrouve aujourd'hui jusque dans le monde des banquiers centraux (voir Goodhart 1998). La quatrième raison est que ce dépassement de l'opposition entre monnaie métallique et monnaie étatique s'opère par l'idée que la crédibilité d'une monnaie est fondée sur une institution *sui generis*, à savoir un système organisé couplant la monnaie comme unité de compte et comme moyen de circulation. En cela ces auteurs témoignent d'une approche de la monnaie s'inscrivant en faux contre l'approche aujourd'hui dominante qui fonde la crédibilité de la monnaie sur la confiance qu'elle inspire comme réserve de valeur, que cette confiance soit entretenue par la pérennité du métal ou celle de l'Etat. Enfin une cinquième raison est que chacun de ces quatre auteurs ne s'est pas contenté de théoriser la monnaie-papier mais a aussi proposé un plan de système monétaire organisé autour de cette monnaie-papier – un plan qui, pour trois d'entre

eux (Law, Thornton, Ricardo), a été discuté voire validé par l'appareil d'Etat de l'époque, sans succès durable cependant.

Si ces quatre auteurs répartis sur un siècle ont ainsi en commun les mêmes raisons d'être éligibles à une réflexion sur la crédibilité de la monnaie, ils se distinguent néanmoins les uns des autres sur l'institution monétaire qui la fonde, c'est-à-dire le couplage particulier entre l'unité de compte et le moyen de circulation. C'est ce que j'examinerai successivement pour chacun d'eux, avant de conclure par quelques remarques sur la notion de crédibilité de la monnaie.

1. Law (1705) : gage de la monnaie et taux d'intérêt

L'Écossais John Law (1671-1729) est surtout connu pour le « Système » mis en place en France entre 1716 et 1720. Mais c'est dès son ouvrage *Money and Trade Considered: With a Proposal for Supplying the Nation with Money*, publié en 1705, que se révèlent sa théorie monétaire et ses principales implications pratiques.¹ Il y défend alors l'idée d'une *land bank* pour l'Écosse, ce qui n'est pas en soi original car il existe d'autres projets de ce type à cette époque. C'est sa conception générale de la monnaie qui rend l'ouvrage intéressant, car on la retrouvera dans le Système, les titres se substituant alors à la terre comme gage de la monnaie.

La théorie monétaire de Law repose en effet sur une distinction essentielle entre la monnaie – dans sa matérialité : espèces, billets, virements de banque, lettre de change etc. – et le gage de la monnaie – ce qu'elle représente économiquement : métal précieux, terre, actifs financiers. Cette distinction a un caractère général, et elle s'applique aussi à la monnaie métallique : la pièce d'or est une chose (le moyen de paiement), l'or-métal en est une autre (le gage). L'or-métal a une valeur, déterminée comme pour toutes les marchandises par l'offre et la demande (“*the greater or lesser Quantity of them in proportion to the Demand for them*” ; Law 1705 : 2), mais la pièce d'or n'a pas de valeur en soi, au-delà de celle de la quantité de métal qu'elle contient (sa valeur intrinsèque). Discutant du caractère « imaginaire » de la valeur de la monnaie, il note : “This additional Value is no more Imaginary than the Value Silver had in Barter as a Metall” (*ibid*: 12). Ce n'est donc pas la valeur de la monnaie qui lui permet d'acheter les biens mais celle du gage qu'elle représente :

Money is not the Value for which Goods are exchanged, but the Value by which they are exchanged: The use of Money is to buy Goods, and Silver while Money is of no other use (*ibid*: 136).

Le billet sans valeur intrinsèque peut donc remplacer la pièce d'or ou d'argent, et il est souhaitable qu'il en soit ainsi : “If a Money is establish'd that has no intrinsick Value (...) Wealth

¹ Sur la théorie monétaire de Law, je m'appuierai ici sur l'analyse qu'en a faite Jean Cartelier (voir Cartelier 2011, 2014). Pour d'autres interprétations, voir Murphy (1997), Velde (2007).

and Power will be attained” (*ibid*: 138). En revanche, il est nécessaire que le gage de la monnaie, lui, ait une valeur. Dans son ouvrage de 1705, Law mêle ainsi deux idées: la supériorité du billet sur la pièce, et celle du gage-terre sur le gage-métal.

Ce qui importe pour le moyen de paiement est sa quantité, qui doit être suffisante pour satisfaire au mieux l’activité économique. Dès lors les deux questions centrales pour Law sont : 1) Quel est le gage le plus approprié pour éviter que l’activité économique ne soit entravée par l’insuffisance de monnaie? 2) Comment organiser l’émission de monnaie pour garantir que sa quantité sera en permanence appropriée ? A la première question Law répond en 1705 que la terre est préférable au métal, car sa valeur – la somme actualisée des revenus futurs que rapporte sa propriété – n’est pas comme pour lui limitée par une quantité physique donnée. La terre est un capital, non une donnée physique, et c’est sa monétisation par une *land bank* qui permet de faire varier la quantité de monnaie avec l’activité économique, en l’occurrence la production agricole génératrice de rentes foncières. A la différence de la monnaie métallique, l’émission du moyen de paiement a pour seule limite celle des occasions d’investir. En termes modernes, la création de monnaie est endogène, et l’institution monétaire se confond dans *Money and Trade* avec la commission chargée d’évaluer la rentabilité des projets d’investissement, c’est-à-dire la valeur de la terre qui gage l’émission de monnaie.

C’est la même idée qu’on retrouve dans le Système : la Banque générale (puis Royale) remplace la *land bank*, les actions de la Compagnie (d’Occident puis des Indes) se substituant à la terre et ses bénéfices futurs aux rentes foncières. La monnaie métallique n’est certes pas éliminée, et c’est d’ailleurs une source de contradiction du système monétaire : Law cherche à décourager l’usage de l’écu par des mesures incitatives (« diminution » de son cours) puis restrictives (limitation de son pouvoir libératoire) mais le billet émis est convertible en écus, ce qui expose la Banque au risque de drainage interne ou externe de ses réserves métalliques. On peut voir là une confusion entre gage et étalon de la monnaie. Mais l’essentiel est ailleurs : la création de monnaie s’ajuste de façon endogène à l’activité économique globale telle qu’elle se reflète dans les résultats de la Compagnie. C’est ainsi qu’il faut comprendre la tentative de pilotage du taux d’intérêt au moyen d’une manipulation contrôlée du marché des actions de la Compagnie. Un taux d’intérêt fixe de 2% – un niveau très bas pour l’époque – permet d’abaisser le seuil de rentabilité des projets d’investissement et aussi d’accroître la valeur actualisée gageant la quantité globale de monnaie émise. L’incapacité de Law à soutenir le prix de 10000 livres par action rapportant un dividende de 200 livres montre qu’il a sans doute commis l’erreur de croire qu’un taux de 2% était compatible avec la situation économique et sociale de la France à l’époque. Mais cela ne remet pas en cause la justesse du principe d’émission.

2. Steuart (1767) : la monnaie de compte, “marqueur des proportions” entre les paiements

L'Écossais James Steuart (1713-1780) est généralement considéré comme le dernier grand auteur mercantiliste². Son ouvrage *An Inquiry into the Principles of Political Oeconomy* est publié en 1767, neuf ans avant celui d'un autre Écossais, Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, qui se présente explicitement comme une critique du “système mercantile”. En matière monétaire, Smith est à l'origine d'une vision de la monnaie comme un intermédiaire des échanges permettant de surmonter les inconvénients du troc. À l'inverse, c'est sur la monnaie comme unité de compte qu'insiste Steuart, qu'il distingue du moyen de circulation, la pièce :

Money, which I call of account, is no more than *an arbitrary scale of equal parts, invented for measuring the respective value of things vendible*. Money of account, therefore, is quite a different thing from *money-coin*, and might exist, although there was no such thing in the world as any substance, which could become an adequate and proportional equivalent for every commodity. (Steuart 1767, II : 270-1; souligné par Steuart)

Un exemple d'une telle monnaie de compte est fourni selon Steuart par le *florin banco* de la Banque d'Amsterdam:

That money, therefore, which constantly preserves an equal value, which poises itself, as it were, in a just equilibrium between the fluctuating proportion of the value of things, is the only permanent and equal scale, by which value can be measured. [...] A florin banco has a more determinate value than a pound of fine gold, or silver; it is an unit which the invention of men, instructed in the arts of commerce, have found out. This bank money stands invariable like a rock in the sea. According to this ideal standard are the prices of all things regulated; and very few people can tell exactly what it depends upon. The precious metals with their intrinsic value, vary with regard to this common measure, like every other thing. [...] No adulterations in the weight, fineness, or denominations of coin have any effect upon bank money. These currencies which the bank looks upon as merchandize, like every other thing, are either worth more or less bank money, according to the actual value of the metals they are made of. All is merchandize with respect to this standard; consequently, it stands unrivalled in the exercise of its function of a common measure. (*ibid* : 276-7)

Ce que Steuart loue dans le *florin banco* est sa définition invariable comme poids de métal, contrastant avec la quantité de métal contenue effectivement dans les pièces d'une valeur faciale donnée, qui peut varier du fait même que leur utilisation comme intermédiaire des échanges conduit à leur altération (naturelle ou frauduleuse). Lorsque les pièces en circulation n'ont plus l'intrinsèque légal, le prix de marché du métal en lingot devient supérieur au prix légal du métal frappé, ce qui

² Sur la théorie monétaire de Steuart, voir Deleplace (2015) et les textes réunis dans Tortajada (1999) et Menudo (2019).

suscite un désordre monétaire, interne et externe. Quantité fixe d'un étalon qui ne circule pas, le *florin banco* échappe à ces inconvénients; il est donc un facteur de stabilisation monétaire.

Cela ne veut pas dire, cependant, qu'il a une valeur invariable : une telle monnaie de compte peut bien être définie comme une *quantité* invariable de métal, mais sa valeur varie avec la valeur du métal lui-même:

There is another circumstance which incapacitates the metals from performing the office of money; the substance of which the coin is made, is a commodity, which rises and sinks in its value with respect to other commodities, according to the wants, competition, and caprices of mankind. The advantage, therefore, found in putting an intrinsic value into that substance which performs the function of money of account, is compensated by the instability of that intrinsic value. (*ibid* : 288)

Pour Steuart le métal ne peut donc pas être l'étalon de la monnaie en raison de son "imperfection in performing the functions of money of account" (*ibid* : 10), à savoir son statut de marchandise dont la valeur varie en termes de toutes les autres marchandises. En conséquence, lorsque varie le prix d'une marchandise quelconque, exprimé dans cette monnaie de compte, on ne peut pas savoir si l'origine de cette variation se situe du côté de cette marchandise ou de l'étalon. Cet inconvénient existe quel que soit le moyen de circulation employé (pièce ou billet convertible), dès l'instant où il est rattaché à un étalon-marchandise

Le mieux serait donc d'avoir une unité de compte complètement dématérialisée, comme le degré pour les angles, qui "has no determinate length, so neither has that part of the scale upon plans which marks the unit: the usefulness of all those inventions being solely confined to the marking of proportion." (*ibid* : 270)

Que nous apprend sur la crédibilité de la monnaie cette distinction opérée par Steuart entre le métal-étalon et le métal monnayé ? Paradoxalement, que ce n'est pas la confiance dans le métal qui l'entretient: au contraire, le caractère métallique de l'étalon (dont la valeur en termes des autres marchandises est variable) est source d'incertitude sur l'origine des variations de prix. Ce qui fait la supériorité de la monnaie de banque (le florin banco utilisé par la Banque d'Amsterdam dans les règlements entre marchands) sur la monnaie légale (la pièce frappée par le souverain et utilisée par tous), c'est sa pérennité. L'important dans le florin banco n'est pas qu'il soit défini comme un poids d'argent, mais que ce poids d'argent soit fixe. Ce n'est pas la stabilité de la valeur de la monnaie de compte en termes des marchandises qui est désirable – elle en est dépourvue – mais sa capacité à garantir le respect des *proportions* ("marking of proportion") entre les paiements libellés en elle, indépendamment de la valeur "réelle" (en marchandises) de ces paiements. D'une façon contre-intuitive pour la majorité des économistes d'aujourd'hui, la crédibilité d'une monnaie, telle que la voit Steuart, est ainsi détachée de tout jugement sur son pouvoir d'achat "réel".

3. Thornton (1802) : un comportement adéquat de la banque d'émission

L'Anglais Henry Thornton (1760-1815) est surtout connu pour avoir été le principal rédacteur du *Bullion Report* (1810), premier exemple de rapport d'une commission parlementaire sur des questions monétaires, et centre des débats de l'époque qui marquèrent durablement les idées et les pratiques britanniques en ce domaine. Mais Thornton fut auparavant l'auteur d'un ouvrage important, *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain* (1802), qui, 70 ans avant Bagehot, soutenait que la Banque d'Angleterre devait en temps de crise agir comme prêteur en dernier ressort³.

Dans cet ouvrage, Thornton distingue deux types de désordre monétaire selon qu'il est exogène ou endogène au système monétaire, et ils appellent chacun un traitement différent. Un déséquilibre *exogène* au système monétaire peut avoir une origine intérieure (une mauvaise récolte impliquant des importations accrues de denrées), extérieure (une guerre réclamant des transferts financiers à l'étranger), ou à l'un ou l'autre niveau (une panique suscitée par la défiance envers une banque locale ou par la peur d'une invasion). Le problème est alors d'éviter une instabilité cumulative, et de minimiser les effets du choc jusqu'à ce que de nouvelles circonstances le fassent disparaître. Des interventions actives sont alors requises:

To understand how to provide against this pressure, and how to encounter it, is a great part of the wisdom of a commercial state. (Thornton 1802 : 143)

C'est à la Banque d'Angleterre qu'il revient d'intervenir, dans deux directions. D'une part, il faut éviter une contraction de la circulation intérieure qui limiterait la capacité des branches exportatrices à rétablir la balance commerciale lors du retour à des temps meilleurs. En conséquence, "the bank ought to avoid too contracted an issue of bank notes" (*ibid* : 153), même si ses réserves métalliques sont amputées du fait de la convertibilité de ses billets, et précisément pour compenser le manque de liquidité consécutif à l'exportation de la monnaie métallique. On reconnaît là le prêt en dernier ressort:

For this reason, it may be the true policy and duty of the bank [of England] to permit, for a time, and to a certain extent, the continuance of that unfavourable exchange, which causes gold to leave the country, and to be drawn out of its own coffers: and it must, in that case, necessarily increase its loans to the same extent to which its gold is diminished. (*ibid* : 152)

³ Sur la théorie monétaire de Thornton, voir Boyer-Xambeu (1994), Arnon (2011), Deleplace (2017).

D'autre part, l'effet négatif d'un déficit commercial ou de transferts à l'étranger sur le change peut être contrecarré par des entrées de capitaux provenant de spéculateurs étrangers qui anticipent le retour de la livre à sa parité (quand les temps meilleurs seront revenus) et souhaitent acquérir des positions en cette monnaie pendant qu'elle est temporairement faible. L'ampleur de ces entrées de capitaux dépend du différentiel de taux d'intérêt à court terme entre l'Angleterre et l'étranger et de la durée anticipée du retour de la livre à la parité. On reconnaît là la théorie de la parité des taux d'intérêt non couverte, l'un des piliers de la finance internationale aujourd'hui. Là aussi, la Banque d'Angleterre a un rôle à jouer, en élevant son taux d'escompte de manière à susciter un différentiel d'intérêt adéquat.

Une situation complètement différente apparaît lorsque le déséquilibre est *endogène* au système monétaire anglais, c'est-à-dire dans le cas d'un excès d'émission de billets. La menace pesant sur la stabilité monétaire n'est plus alors un choc exogène hors du contrôle d'un « Etat commercial » dont la « sagesse » peut seulement aider à réagir à ce choc. L'objectif est à présent d'améliorer le système monétaire de façon à empêcher la dépréciation endogène d'apparaître, et donc à éviter l'excès d'émission. La solution doit être recherchée ailleurs, mais à nouveau dans deux directions. D'une part, dans un système où le volume des billets émis est déterminé de façon endogène par leur demande, qui dépend elle-même de la différence entre le rendement attendu de l'investissement et le taux d'intérêt auquel on peut emprunter à la banque, l'excès d'émission peut être évité si la Banque d'Angleterre est autorisée à augmenter son taux d'escompte autant qu'il est nécessaire (ce qui implique l'abolition des lois sur l'usure) et est fortement incitée à le faire (ce qui justifie un monopole d'émission sous contrôle). D'autre part, la contrainte extérieure imposée par l'or en tant que « principal article servant dans le commerce mondial » fournit un critère permettant de juger si l'émission de billets est ou non excessive. Un excès d'émission, en dépréciant le billet, rend profitable l'exportation de l'or, et sa demande pour l'exportation fait monter le prix de marché du lingot à Londres. Une différence positive entre celui-ci et le cours légal de l'or en pièces signale donc un excès d'émission et justifie une réduction de celle-ci par la Banque d'Angleterre.

Une conclusion émerge de la distinction opérée par Thornton entre les sources exogène et endogène d'instabilité monétaire. Si dans les deux cas la banque d'émission doit pouvoir élever son taux d'escompte, ils diffèrent diamétralement quant au comportement d'émission attendu : un choc exogène requiert d'accroître l'émission (prêt en dernier ressort), tandis qu'une baisse endogène dans la valeur de la monnaie impose de la contracter.

Cette analyse sophistiquée permet à Thornton d'adapter son diagnostic et ses recommandations aux circonstances, sans tomber dans la contradiction. Dans son ouvrage de 1802, l'analyse de la crise de 1797 insistait sur des causes exogènes (deux mauvaises récoltes successives, des transferts financiers sur le continent pour faire la guerre à la France), qui avaient entraîné un

déficit de la balance des paiements anglaise. La causalité allait alors d'une baisse de la valeur externe de la monnaie (le taux de change de la livre) à celle de sa valeur interne (la hausse du prix de marché de l'or). Au lieu de diminuer ses émissions pour préserver ses réserves métalliques – ce qui avait déclenché la crise monétaire – la Banque d'Angleterre aurait dû les accroître, en même temps qu'elle aurait dû augmenter son taux d'escompte pour attirer les capitaux étrangers jusqu'à ce que les circonstances défavorables eussent disparu. A l'inverse, en tant que principal rédacteur du *Bullion Report* en 1810, Thornton blâmait la Banque d'Angleterre pour avoir émis trop de billets, protégée qu'elle était par leur inconvertibilité. La causalité allait à présent de la baisse de la valeur interne de la monnaie (la hausse du prix du *bullion*) à celle de sa valeur externe (la baisse du change de la livre) ; le remède était alors une contraction de l'émission de billets, préalable au rétablissement de la discipline imposée par leur convertibilité.

Que nous apprend cette analyse sur la crédibilité de la monnaie telle qu'elle est vue par Thornton ? A un moment où l'abandon de la convertibilité du billet de la Banque d'Angleterre est vécu comme un traumatisme, ce n'est pas elle qui est au centre de cette analyse, même dans les deux discours de 1811 où Thornton défend le *Bullion Report* :

That main point was, not whether the Bank should open at any particular time, or any change be made as to the law in this respect, which would be a second consideration; but whether with a view to facilitate such opening if it should be prescribed, or with a view to secure the due maintenance of our standard during the long continuance of the restriction of cash payments, if the continuance should be deemed advisable, it was or was not expedient that the Bank should regulate the issues of its paper with a reference to the price of Bullion, and the state of the Exchanges. The Bank and the Bullion Committee were at variance on this leading and essential point. (Thornton 1811: 327)

En 1802 comme en 1811, la question du retour à la convertibilité était pour Thornton “a second consideration”. L'essentiel était que la réponse apportée par la banque d'émission au désordre monétaire fût appropriée à la nature de ce désordre. Si, comme en 1797, le déséquilibre était de nature exogène au système monétaire, la réponse devait être discrétionnaire : le prêt en dernier ressort. Si, comme en 1810, le déséquilibre était de nature endogène au système monétaire, la réponse devait être une règle d'émission : la diminution du volume des billets tant que le prix de marché de l'or en lingot était supérieur au cours légal de l'or frappé. Ces deux réponses étaient indépendantes de la convertibilité et elles devaient s'appliquer que le billet fût ou non convertible.

Comme chez Steuart, la crédibilité d'une monnaie, même quand elle est à étalon métallique, ne lui vient donc pas pour Thornton de la confiance dans le métal. C'est l'anticipation d'un comportement adéquat (et différent selon les circonstances) de la banque centrale qui a un effet stabilisateur.

4. Ricardo (1816) : Etalon et règle d'émission

On ne présente pas David Ricardo (1772-1823). Il fut la référence des débats monétaires au XIX^{ème} siècle comme Keynes le fut pour ceux du XX^{ème}, et à l'instar de Keynes couplant théorie de la monnaie et théorie du produit global et de l'emploi, il relia sa théorie de la monnaie à une autre théorie plus générale, celle de la valeur et de la répartition⁴. Pourtant, Ricardo semble à première vue le dernier auteur vers lequel se tourner pour une réflexion sur la crédibilité de la monnaie. Critique acerbe de la Banque d'Angleterre, il n'imputa jamais la crise monétaire au manque de discernement de celle-ci dans la sélection du papier commercial qu'elle escomptait ou à un comportement privilégiant ses propres intérêts. La régulation d'un système monétaire idéal ne devait selon lui reposer ni sur une norme quantitative d'émission de billets ni sur un ratio contraignant de réserves métalliques (à la différence de la Currency School qu'on présente souvent à tort comme son héritière). Et aucun système monétaire ne pouvait répondre à une situation de panique. Comme sur les autres sujets qu'il traite dans son ouvrage *On the Principles of Political Economy, and Taxation* (1817-1821), Ricardo ne fait aucune place à la psychologie des agents économiques ni à cette fameuse confiance qu'on retrouve partout dans la littérature standard aujourd'hui.

Est-ce à dire que, comme on l'en accuse depuis longtemps, Ricardo n'est qu'un « bullioniste extrême », autrement dit un métalliste plaidant l'usage du billet de banque à la seule condition qu'il se comporte comme une pièce d'or ? Les choses sont bien sûr un peu plus complexes.

Dans son ouvrage de référence en matière monétaire, *Proposals for an Economical and Secure Currency* (1816), Ricardo énonce ainsi les trois conditions d'un système monétaire idéal :

A currency may be considered as perfect, of which the standard is invariable, which always conforms to that standard, and in the use of which the utmost economy is practised. (Ricardo 1816: 55)

La première condition est que non seulement la monnaie doit être définie en un étalon – Ricardo critique Stuart pour sa défense d'une monnaie sans étalon – mais cet étalon devrait avoir une valeur invariable. Cette valeur est le prix relatif de la marchandise choisie comme étalon (par exemple l'or) en termes de toutes les autres marchandises, et Ricardo démontre dans les *Principles* que le système des prix relatifs se modifie avec tout changement dans le taux de profit, de sorte que la quête d'un étalon de valeur invariable est vaine. Cela signifie qu'un système monétaire ne peut jamais être « parfait » en ce qu'il garantirait la stabilité du niveau général des prix ; tout ce qu'on peut viser est un système monétaire tel que les variations dans le pouvoir d'achat de la monnaie sur

⁴ Pour diverses interprétations de la théorie monétaire de Ricardo, voir Marcuzzo and Rosselli (1991), Davis (2005), King (2013), Deleplace (2017), et les contributions à Sato and Takenaga (eds.) (2013).

l'ensemble des marchandises épousent celles du prix relatif de l'étalon en termes de ces mêmes marchandises : c'est la seconde condition, celle de « conformité » de la monnaie à l'étalon. Quant à la troisième condition, elle s'explique d'elle-même et on la trouvait déjà chez Adam Smith, 40 ans plus tôt : la substitution d'une monnaie-papier aux espèces métalliques permet d'économiser les ressources nécessaires à la production de l'or utilisé comme monnaie ou des marchandises exportées contre lui. Il faut donc selon Ricardo que le billet de banque convertible en lingot (et non plus en pièces, comme c'était le cas avant la suspension de la convertibilité en 1797) se substitue au *sovereign* dans la circulation : c'est « l'euthanasie de la monnaie métallique » dont parle Bonar (1923).

C'est donc la seconde condition qui est cruciale pour la conception d'une monnaie aussi « parfaite » que possible. Mais elle semble autant dépourvue de portée pratique que la première : comment garantir que la valeur de la monnaie varie comme celle de l'étalon sans connaître l'une et l'autre, ce qui pose de redoutables problèmes dès l'instant où l'une comme l'autre doivent être mesurées en termes d'un panier de l'ensemble des marchandises autres que l'or ? Cette difficulté peut cependant être surmontée si on se souvient que l'existence d'un étalon implique celle d'un prix légal de la marchandise choisie comme étalon. C'est ce prix légal – en Angleterre 3 livres 17 shillings 10 pence et demi l'once d'or à 22/24 de fin – qui définit le cours légal de la pièce d'or et c'est à ce prix que le billet de la Banque d'Angleterre était avant 1797 légalement convertible en pièces d'or (ou devrait l'être en lingot dans l'*Ingot Plan* de Ricardo). Ricardo établit que la condition d'égalité entre la valeur de la monnaie et la valeur de l'or est équivalente à celle d'égalité entre le prix de marché du *bullion* et le prix légal de l'or – deux grandeurs directement observables⁵. Il y a dépréciation du billet par rapport à l'or lorsque le prix de marché du *bullion* est supérieur au prix légal de l'or, comme le titre du premier ouvrage de Ricardo l'indiquait déjà : *The High Price of Bullion, A Proof of the Depreciation of Bank Notes* (1810) ; la monnaie cesse de se « conformer » à l'étalon. Dépréciation de la monnaie (en termes de l'or-étalon) et baisse de la valeur de la monnaie (en termes de toutes les autres marchandises) sont deux choses différentes : une dépréciation peut aller de pair avec une *augmentation* de la valeur de la monnaie lorsque (pour des raisons extra-monétaires) le prix relatif de l'or en termes des autres marchandises augmente plus que (pour des raisons monétaires) son prix de marché ne s'élève au-dessus de son prix légal. Il est ainsi facile de diagnostiquer un déséquilibre d'origine monétaire (dépréciation ou appréciation) : le prix légal de l'or étant fixé (il restera inchangé en Angleterre de 1717 à 1931), il suffit d'observer son prix de marché, tel qu'il est coté deux fois par semaine.

Pour passer du diagnostic au remède, il faut comprendre un autre aspect de la théorie monétaire de Ricardo. L'égalité entre le prix de marché et le prix légal de l'or n'exprime pas

⁵ Cette équivalence peut être rigoureusement démontrée ; cf. Deleplace (2017 : 94-97).

seulement celle de la valeur de la monnaie avec celle de l'étalon mais aussi celle de la quantité de monnaie en circulation avec la quantité de monnaie requise par « les besoins du commerce » (« *the wants of commerce* »). Comme la valeur de la monnaie, sa quantité requise ne peut être mesurée, et elle varie sans cesse sous l'influence de multiples facteurs : niveau de l'activité, état du crédit, psychologie des agents. Mais il n'est pas nécessaire de chercher à la déterminer : quelle qu'elle soit, l'indice de l'adéquation de la quantité de monnaie effectivement en circulation aux besoins du commerce est l'égalité entre les deux prix de l'or. Tout excès de monnaie en circulation (par rapport à cette quantité requise) se traduit par un écart positif entre le prix de marché et le prix légal de l'or, et toute déficience par un écart négatif. C'est par son effet sur le prix de marché de l'or (et non directement comme dans la théorie quantitative de la monnaie) que, pour un système de prix relatifs donnés, une quantité inadéquate de monnaie se traduit par une variation homothétique de tous les prix monétaires.

Bien sûr, la banque d'émission est dans l'incapacité de connaître *a priori* la quantité de billets requise par les besoins du commerce. Mais si le billet est convertible, tout excès ou déficience dans l'émission est corrigé par les effets sur la banque elle-même de la divergence qui apparaît entre les deux prix de l'or. Par exemple, en cas d'excès, la hausse du prix de marché de l'or suscite des arbitrages au détriment de la banque obligée de le fournir contre billets au prix légal. La banque est ainsi contrainte de restreindre ses émissions pour stopper l'hémorragie de ses réserves, ce qui fait baisser le prix de marché de l'or jusqu'à ce qu'il rejoigne le prix légal. Mais cet ajustement prend du temps, pendant lequel la monnaie est dépréciée et tous les prix monétaires augmentent. Un système monétaire avec étalon est stabilisant mais cela a un coût.

La proposition de Ricardo en découle : il convient d'adopter une règle d'émission telle que, dès l'instant où le prix de marché de l'or s'élève au-dessus ou s'abaisse au-dessous du prix légal, la quantité de billets émise est respectivement diminuée ou augmentée, jusqu'à ce que l'égalité soit rétablie. Cette règle est symétrique : elle est autant destinée à prévenir une déficience qu'un excès d'émission. Son respect sera d'autant mieux assuré que le monopole de l'émission sera retiré à la « compagnie de marchands » (la Banque d'Angleterre) qui l'exerce et confié à une banque publique gérée par des commissaires indépendants du gouvernement. Dans son dernier écrit *Plan for the Establishment of a National Bank* (publié à titre posthume en 1824), Ricardo précise :

Five Commissioners shall be appointed, in whom the full power of issuing all the paper money of the country shall be exclusively vested. [...] Regulating their issues by the price of gold, the commissioners could never err. (Ricardo 1824: 285, 293)

Les variations de l'émission ne s'opéreront plus par l'escompte de papier commercial – une activité laissée aux autres banques non émettrices, y compris la Banque d'Angleterre – mais par

des achats et ventes de titres de dette publique sur l'« open market ». Toute relation directe avec le gouvernement sera proscrite.

On est loin de la caricature d'un Ricardo défendant le billet de banque à condition qu'il se comporte comme la pièce d'or. A l'inverse, l'image d'un Ricardo converti *in extremis* à la politique monétaire discrétionnaire (Arnon 2011) n'est pas plus convaincante. Enfin, la règle d'émission ciblant le prix de marché de l'or n'est pas dans un système monétaire à étalon métallique l'ancêtre d'une règle de Friedman dans un système de monnaie fiduciaire. L'existence d'un étalon – donc d'un prix légal de la marchandise choisie comme étalon – est chez Ricardo la condition théorique et pratique de la règle d'émission. Mais la convertibilité des billets à ce prix légal n'est pas un mécanisme automatique par lequel s'opèrerait la régulation de leur quantité : la règle d'émission, si elle est correctement appliquée (d'où la nécessité d'une banque centrale publique), prive cette convertibilité d'effets pratiques, puisqu'elle corrige toute variation du prix de marché de l'or génératrice d'arbitrages profitables avant même que ceux-ci ne se déclenchent et que les billets ne soient rapportés à la banque. Bien que la convertibilité du billet reste nécessaire, sa crédibilité n'en dérive plus : c'est la règle d'émission qui la fonde.

5. De l'étalon-or à l'étalon-titre ?

La crédibilité d'une monnaie à étalon métallique ne vient pas (comme le soutient la conception métalliste de la monnaie) des propriétés intrinsèques de la marchandise choisie comme étalon (durabilité, divisibilité, faible variabilité de sa valeur, symbolique, etc.). Elle ne vient pas non plus (comme le soutient la vision chartaliste) du monopole étatique de son émission. La banque centrale n'est ni une mine d'or ni un hôtel des monnaies.

On pourrait croire que c'est la règle d'émission qui fonde la crédibilité de la monnaie, et dans ce cas l'étalon ne serait pas nécessaire. Mais l'étude d'une monnaie à étalon métallique, telle qu'elle se dessine à partir des quatre auteurs choisis, montre en quoi l'étalon permet de réguler l'émission et par là la valeur de la monnaie : son prix légal fournit un point fixe qui à la fois légitime la règle d'émission (l'objectif étant de faire coïncider une grandeur de marché et une grandeur légale) et la rend simple à appliquer (grâce à l'observabilité de ces deux grandeurs).

Quelle leçon en tirer pour la monnaie moderne, dépourvue d'étalon métallique et donc de toute référence à une grandeur légale pour en réguler l'émission ? Il serait tentant de voir dans l'*inflation targeting* l'écho de la règle d'émission selon Ricardo, la cible fixe d'inflation que se donne la banque centrale (2% pour la BCE) se substituant au prix légal de l'or. C'est cependant une analogie trompeuse, non pas du fait que cette cible n'a aucun fondement légal explicite – ce n'est

pas faute d'avoir essayé – qu'en raison de l'absence de convertibilité à taux fixe entre la monnaie-banque centrale et un panier de biens répliquant l'indice du niveau général des prix.

Si analogie il peut y avoir, c'est dans une autre direction qu'il faut la chercher. L'évolution des pratiques des banques centrales depuis la crise de 2007 a montré que l'émission pouvait être régulée en substituant à une cible fixe d'inflation une cible fixe de taux d'intérêt à court terme (éventuellement égal à zéro), la banque centrale garantissant la convertibilité à ce taux fixe entre une classe déterminée d'actifs financiers (par exemple des titres de dette publique) et la monnaie qu'elle émet. Un étalon-titre est ainsi apparu de facto, 40 ans après la disparition des dernières survivances de l'étalon-or. La présence dans les débats académiques d'interrogations sur l'opportunité d'un système monétaire dans lequel le taux d'intérêt à court terme serait fixe (voire nul), en temps de crise comme en régime permanent, montre que les analyses anciennes d'une monnaie à étalon métallique ne relèvent pas de l'archéologie monétaire.

Cela nous ramène heureusement à John Law, point de départ de ce colloque. Law voulait un taux d'intérêt fixe de 2%. C'était un taux à long terme et il n'était sans doute pas soutenable en France à l'époque. Mais là n'est pas l'important : la leçon est que la bonne organisation d'un système de paiements, alliant stabilité monétaire et stabilité financière, peut requérir un taux d'intérêt fixe auquel la banque centrale monétise une catégorie définie d'actifs financiers. Un étalon-titre plutôt qu'un étalon-or, mais un étalon quand même ...

Bibliographie

- Arnon, A. (2011) *Monetary Theory and Policy from Hume and Smith to Wicksell*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Bonar, J. (1923) "Ricardo's Ingot Plan: a centenary tribute," *The Economic Journal*, 33, September: 281-304.
- Boyer-Xambeu, M.-T. (1994) "Henry Thornton et la Bullion Controversy: Au-delà des bornes, il n'y a plus de limites," *Revue économique*, 45 (5): 1215-26.
- Cartelier, J. (2011) "Richesse et monnaie : la théorie de l'émission de monnaie de John Law," communication au colloque *Monnaie et richesse au XVIIIème siècle avant Adam Smith*, Universités Paris 8 et Paris 1, 01-02 avril.
- Cartelier, J. (2014) "Une expérience contrariée sous la Régence: le système de John Law," in Blanc, J., et Desmedt, L. (eds.), *Les pensées monétaires dans l'histoire. L'Europe 1517-1776*, Paris : Classiques Garnier, 291-327.

- Davis, T. (2005) *Ricardo's Macroeconomics. Money, Trade Cycles, and Growth*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Deleplace, G. (2015) "James Steuart: An Unorthodox Monetary Approach to Exchange and the Foreign Balance," in Steuart, J., *An Inquiry into the Principles of Political Oeconomy* (1767), edited by Longhitano, G., Napoli: Liguori Editore, LXIX-XCVIII.
- Deleplace, G. (2017) *Ricardo on Money. A Reappraisal*, Abingdon: Routledge.
- Goodhart, C.A.E. (1998) "The two concepts of money: Implications for the analysis of optimal currency areas," *European Journal of Political Economy*, 14: 407-32.
- King, J.E. (2013) *David Ricardo*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Knapp, G.F. (1905 [1924]) *The State Theory of Money*, London: Macmillan.
- Law, J. (1705 [1966]) *Money and Trade Considered: With a Proposal for Supplying the Nation with Money*, New York: Augustus Kelley.
- Law, J. (1934) *Œuvres complètes*, Harsin, P. (ed.), Paris : Sirey, 3 vols.
- Marcuzzo, M.C., Rosselli, A. (1991) *Ricardo and the Gold Standard. The Foundations of the International Monetary Order*, London: Macmillan.
- Menudo, J.M. (ed.) (2019) *The Economic Thought of Sir James Steuart: First Economist of the Scottish Enlightenment*, Abingdon: Routledge.
- Murphy, A. (1997) *John Law: Economic Theorist and Policy-Maker*, Oxford: Oxford University Press and Clarendon Press.
- Ricardo, D. (1816 [1951]) *Proposals for an Economical and Secure Currency*, in *The Works and Correspondence of David Ricardo*, edited by P. Sraffa with the collaboration of M.H. Dobb, Cambridge: Cambridge University Press, vol. IV: 49-141.
- Ricardo, D. (1824 [1951]) *Plan for the Establishment of a National Bank*, in *The Works and Correspondence of David Ricardo*, edited by P. Sraffa with the collaboration of M.H. Dobb, Cambridge: Cambridge University Press, vol. IV: 275-300.
- Sato, Y., Takenaga, S. (eds.) (2013) *Ricardo on Money and Finance. A Bicentenary Reappraisal*, Abingdon: Routledge.
- Schumpeter, J.A. (1954) *History of Economic Analysis*, New York: Oxford University Press.
- Steuart, J. (1767 [1998]), *An Inquiry into the Principles of Political Economy*, edited by Skinner, A.S., London: Pickering & Chatto, 4 vols.
- Thornton, H. (1802 [1991]) *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, edited by von Hayek, F.A., London: George Allen & Unwin, 1939. Reprint: Fairfield: Augustus M. Kelley.
- Thornton, H. (1811 [1991]) "Two speeches of Mr. Henry Thornton on the Bullion Report," in Thornton, H. (1802 [1991]): 327-61.

Tortajada, R. (ed.) (1999) *The Economics of James Steuart*, London: Routledge.

Velde, F.R. (2007) "John Law's system," *American Economic Review*, XCVII: 276-9.