

19^{èmes} Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire
Université Lumière Lyon 2
6 & 7 juin 2002

Jérôme de Boyer ¹

Université Paris 9 Dauphine ² - PHARE ³

*Le haut prix du lingot,
conséquence ou cause du déficit des paiements ?* ⁴

Introduction : choix du déficit, haut prix du lingot et *currency board*

Dans leur analyse de la balance des paiements, les monétaristes se réclament de Ricardo. C'est à juste titre car, comme Ricardo, ils soutiennent que la variation de la quantité de monnaie qui accompagne tout déséquilibre de la balance des paiements est voulue par les agents. Si les agents désirent réduire la quantité de monnaie, ils créent un déficit. En reprenant les termes de Ricardo qui oppose le "choix" à la "nécessité", la réduction de la quantité de monnaie qui accompagne tout déficit est choisie, elle n'est pas une nécessité. Ce choix est à l'origine du déficit. Ricardo (1772-1823) développe cette conception en 1810, à propos de l'explication du haut prix du lingot, dans une critique de Thornton (1760-1815). Selon Thornton (1802), la réduction de la quantité de monnaie est la conséquence

¹ Adresse électronique : jdbdr@noos.fr

² Place du Maréchal de Lattre de Tassigny, 75016 Paris

³ Pôle d'Histoire de l'Analyse et des Représentations Economiques - CNRS - Universités de Paris 1 Panthéon-Sorbonne et de Paris 10 Nanterre

⁴ Mai 2002. Version provisoire.

du déficit, de la nécessité de régler le déficit en or ; un déficit qui est subi, et non pas choisi.

La thèse ricardienne a débouché en 1844 sur la mise en oeuvre, en Angleterre, de ce qu'on appelle aujourd'hui un *currency board*⁵. Cette réforme aurait pu avoir les effets désastreux que ses adversaires de la *Banking School* ne se sont pas privés d'annoncer et de dénoncer. Ce ne fut pas le cas, pour trois raisons. La première raison c'est que l'Angleterre était à la veille de devenir le grand pays par excellence, Londres la place financière dominante, la livre sterling la devise de réserve, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre le taux d'intérêt directeur au niveau international, et parce que la Banque d'Angleterre coopérait étroitement avec la Banque de France pour gérer ses réserves. La seconde raison, c'est que l'Angleterre n'hésita pas à suspendre son *currency board* pour permettre à la Banque d'Angleterre de jouer son rôle de prêteur en dernier ressort chaque fois que cela s'avéra nécessaire pour contrer les crises de liquidité sur le marché monétaire londonien. La troisième raison c'est que le *currency board* s'appliquait au département d'émission, mais pas au département bancaire de la Banque d'Angleterre⁶. Si l'Angleterre avait adhéré aux idées de Ricardo en 1844, par la suite elle sut mettre en pratique celles des non ricardiens. Elle en avait les moyens.

Aujourd'hui, les pays, que l'approche monétaire de la balance des paiements qualifie de "petits pays", n'ont pas ces moyens. Certains, confrontés à de graves difficultés, sont invités par les monétaristes à mettre en place des processus d'ajustements ricardiens⁷: un *currency board*, voire la dollarisation⁸. L'échec de

⁵ Selon Schumpeter (1954, t.2, p.473 et suiv.), c'est la théorie du change de Thornton, reprise par Malthus, Tooke et Stuart-Mill, qui fut dominante au 19^{ème} siècle, et non celle de Ricardo. Cette opinion est souvent adoptée, par exemple par Beaugrand (1981), Hetzel (1987), Skaggs (1995). Nous pensons au contraire que ce sont les idées de Ricardo qui se sont imposées, notamment, via le *Currency principle*.

⁶ La réforme de 1844 réglait strictement, un pour un, les émissions de billets de la Banque d'Angleterre sur les variations de son encaisse or. Cependant cette règle, qui concernait le département d'émission, ne s'appliquait pas à aux dépôts gérés par le département bancaire. La réforme fut suspendue à trois reprises dans les vingt-deux ans qui suivirent, en 1847, en 1857 et en 1866. Par la suite, grâce à la substitution des dépôts aux billets dans la gestion de la liquidité du marché monétaire, la Banque d'Angleterre a pu jouer son rôle de prêteur en dernier ressort sans qu'une nouvelle suspension de la réforme soit nécessaire. De 1821 à 1914, l'Angleterre a pu éviter tout recours à la suspension de la convertibilité des billets et des dépôts en or.

⁷ Cf. Frenkel & Johnson (1976) qui nous renvoient à l'autorité de Ricardo

⁸ Cf. Hanke (2000) qui nous renvoie à l'autorité de Ricardo

chaque politique conduit à poursuivre dans un processus vicieux qui mène à la perte de la banque centrale, notamment dans sa fonction de prêteur en dernier ressort et, en conséquence, de la maîtrise de la politique monétaire⁹.

Compte tenu des enjeux¹⁰, il est utile de revenir sur les origines et arguments de la thèse monétariste.

Le haut prix du lingot d'or, conséquence, ou cause, du déficit ?

Points d'or et convertibilité des billets

Puisque les monétaristes puisent leur légitimité dans l'Angleterre du début du dix-neuvième siècle, rendons nous sur place. Il y a déficit de la balance des paiements britannique lorsque, sur le marché des changes, l'offre de livres sterling est supérieure à la demande; lorsque l'offre \pounds^s de remise de moyens de paiements sur Londres¹¹, offre qui a pour contrepartie une demande E^d de remise de moyens de paiements sur les autres places européennes ($\pounds^s \equiv E^d$), est supérieure à la demande de moyens de paiement sur Londres, demande \pounds^d qui a pour contrepartie une offre E^s de remise de moyens de paiements sur les autres places européennes ($\pounds^d \equiv E^s$). Il y a déficit si : $\pounds^s > \pounds^d \Leftrightarrow E^d > E^s$.

Or la livre sterling était définie par un certain poids d'or : une once d'or définissait 3 £ 17 sh. 10,5 p., disons $\alpha.\pounds$. La même once d'or définissant $\beta.E$ sur les places européennes, on appelait pair du change le rapport $\frac{\beta}{\alpha}$; $1.\pounds = \frac{\beta}{\alpha} E$. Sur le marché, le taux de change de la livre s'établissait autour du pair selon l'offre et la demande ; l'écart entre le taux de change et le pair du change était limité par la possibilité de convertir les moyens de paiement bancaire (billets et dépôts) en or, aux prix respectifs de $\alpha.\pounds$ en Angleterre et $\beta.E$ sur le continent, et de transporter cet or d'une place à l'autre. Par exemple, en cas de déficit des paiements britanniques, si le coût de transfert de l'once d'or de l'Angleterre vers le continent est de $\gamma.\pounds$, le taux de change ne peut pas descendre en dessous de $\frac{\beta}{\alpha + \gamma}$, niveau

⁹ Cf. par exemple R. Chang (2000)

¹⁰ Nous pensons à la crise argentine. La rédaction de cet article a été entamée en décembre 2001.

¹¹ Que ce soit des billets de la Banque d'Angleterre, des billets des autres banques, ou des dépôts dans ces différentes banques.

du taux de change appelé "point de sortie de l'or". En effet, quand la baisse du taux de change atteint ce niveau, il devient intéressant d'offrir des moyens de paiements sur les autres places européennes ($\Delta E^s > 0$) contre des livres ($\Delta \text{£}^d > 0$), de demander aux banques anglaises de convertir ces livres en or, d'exporter cet or sur le continent, puis de le déposer dans une banque sur le continent, ce qui procure une quantité de monnaie bancaire supérieure à la quantité initiale. Cette demande de livres stabilise le taux de change. Réciproquement, en cas d'excédent, le taux de change ne peut monter au dessus de $\frac{\beta}{\alpha - \gamma}$, appelé point d'entrée de l'or.

Ainsi, un déficit de la balance des paiements suffisamment fort pour provoquer une baisse du taux de change qui atteint le point de sortie de l'or se traduit par une diminution de l'encaisse métallique des banques et, en contrepartie, une diminution de la quantité de monnaie bancaire de même montant (un montant égal au niveau du déficit). Cette analyse du mécanisme de sortie de l'or du pays en conséquence du déficit est exposée par Thornton en 1802¹². Ricardo la critique. Selon ce dernier, la sortie d'or n'est pas la conséquence du déficit, elle en est la cause. Elle n'a pas lieu par nécessité, elle est choisie : "Si nous consentons à donner des pièces contre des marchandises, ce doit être par choix et non par nécessité"¹³.

Inconvertibilité des billets et haut prix du lingot

Nous avons supposé jusqu'ici que la Banque d'Angleterre assurait la convertibilité des ses billets en or : elle vend l'or contre les billets au prix de 3 £ 17 sh. 10,5 p. l'once. En conséquence, sur le marché libre où l'or est négocié comme métal, son prix est stabilisé à ce niveau. Si le prix de marché venait à être supérieur, par exemple 5£ l'once, les agents pourraient aller à la banque échanger 3 £ 17 sh. 10,5 p. en billets contre une once d'or, puis fondre et vendre celle-ci contre 5 £ en billets sur le marché, échanger ces 5 £ contre 1,3 once d'or à la Banque, fondre et vendre cet or sur le marché, Une telle offre ininterrompue d'or sur le marché ferait baisser le prix de marché, le ramenant à 3 £ 17 sh. 10,5 p.. Si ce n'est pas le cas, alors les coffres de la Banque se vident, auquel cas les billets cessent d'être convertibles en or. La convertibilité, tant

¹² Thornton, 1802, pp. 194-205 ; cf. Beaugrand (1981), p. 52-56.

¹³ Ricardo, 1810, Ed. française, p.71

qu'elle est effective, maintient donc le prix de marché de l'or au niveau de son cours légal¹⁴. Par contre, si le billet n'est pas convertible, en cas d'excès de demande d'or sur le marché, rien n'empêche le prix de marché de l'or de monter et excéder son cours légal. Un tel excès du prix de marché sur le cours légal est connu sous le terme de "haut prix du lingot".

En cas d'inconvertibilité des billets, un déficit de la balance des paiements suffisamment fort pour provoquer une baisse du taux de change qui atteint le point de sortie de l'or entraîne une demande d'or sur le marché de Londres qui provoque une hausse du prix de marché. Ce haut prix du lingot est d'autant plus élevé que le déficit de la balance des paiements et la baisse du taux de change sont forts. Il n'y a ici ni diminution de l'encaisse métallique des banques, ni diminution de la quantité de monnaie bancaire. Par contre, la monnaie métallique en circulation, les pièces d'or, vont sortir de la circulation pour être fondues (bien que ce soit illégal) et vendues sur le marché de l'or. Encore faut-il que l'usure de ces pièces n'ait pas réduit leur teneur en métal. Par contre, si, toujours en situation d'inconvertibilité des billets, le déficit de la balance des paiements n'est pas suffisamment important pour entraîner une baisse du taux de change qui atteint le point de sortie de l'or, il n'y a ni haut prix du lingot, ni fonte des espèces.

L'analyse du haut prix du lingot présentée ci-dessus est celle de Thornton (1802)¹⁵. Ricardo la conteste.

Selon Ricardo, lorsque :

"Mr Thornton nous dit "Si à un moment quelconque, les changes devenaient défavorables pour le pays au point d'entraîner un excédent sensible du cours de marché de l'or sur son prix officiel..." "

il ressort que :

"la cause est confondue avec l'effet"¹⁶.

Selon Ricardo :

¹⁴ Aux coûts de fonte et de monnayage près.

¹⁵ Thornton, 1802, p.148-149, p.199-200

¹⁶ Ricardo, 1810, 3^eed., (Ed. Sraffa, p.75)

"Ici, et à beaucoup d'autres endroits du même article (de Thornton), la baisse du change, ou la balance défavorable, est perçue comme la cause du haut prix du lingot, alors qu'il m'apparaît que c'en est l'effet"¹⁷.

Pour Ricardo :

"c'est la baisse de la valeur (du lingot d'or) qui est la cause de son exportation, et en conséquence de la chute du change"¹⁸.

Nous sommes en présence de deux thèses contradictoires. Selon Thornton, le déficit de la balance des paiements entraîne la sortie d'or et, en cas d'inconvertibilité des billets, le haut prix du lingot. Selon Ricardo, c'est le haut prix du lingot qui provoque la sortie d'or et le déficit. Avant d'approfondir l'étude de l'analyse ricardienne, complétons celle de Thornton. On sera mieux en mesure d'apprécier les deux approches alternatives.

Balance des paiements et risque de liquidité des banques

Risque de crédit et risque de liquidité

Comme Adam Smith (1776), Thornton associe la monnaie bancaire au crédit. L'intérêt des banques, c'est qu'elles améliorent la qualité des dettes : l'opération d'escompte substitue, dans la circulation, la dette du banquier (le billet de banque) aux dettes des commerçants et entrepreneurs (la papier commercial). Le crédit du banquier étant supérieur à celui des échangistes individuels, il en résulte une amélioration de la confiance dans la solvabilité des dettes ; amélioration qui contribue au développement des échanges, à l'essor du marché, à la division du travail, à la croissance. Selon cette approche, qui tranche avec la tradition quantitativiste de Hume (1752) et Cantillon (1728-30), la monnaie bancaire n'est pas neutre. Cette non neutralité a un cependant une contrepartie : les risques pris par les banques. Si le dynamisme bancaire favorise la croissance, la crise bancaire précipite la récession.

Le risque bancaire est double. En premier lieu il y a le risque de non remboursement à terme des prêts accordés ; c'est le risque de crédit. En second

¹⁷ Ricardo, 1810, 3^eed., (Ed. Sraffa, p.64)

¹⁸ Ricardo, 1810, 3^eed., (Ed. Sraffa, p.64)

lieu, il y a le risque de liquidité. En effet, non seulement la banque améliore la qualité des dettes, mais elle en améliore également la liquidité : en contrepartie du papier commercial qu'elle escompte (et qui figure à l'actif de son bilan), papier dont l'échéance de remboursement va en général jusqu'à trois mois, la banque émet des billets qui sont remboursables à vue. Elles acquiert une créance illiquide et émet une dette liquide. Pour cela elle détient une encaisse liquide, mais celle-ci ne représente qu'une fraction des billets (25% dans notre exemple¹⁹). En émettant de la monnaie, la banque crée de la liquidité mais se met en risque de liquidité : en cas de demande massive de conversion des billets en or, ce qu'on appelle une ruée aux guichets, la banque s'avère illiquide.

		Banque				
		Actif		Passif		
<i>Liquide</i>	Encaisse	200		Billets	800	<i>Liquide</i>
<i>Illiquide</i>	Crédit	800		Fonds propres	200	<i>Illiquide</i>

Smith et Thornton perçoivent les deux risques, de crédit et de liquidité, et soulignent l'importance des fonds propres bancaires dans la gestion de ces risques : les fonds propres permettent d'éponger les pertes, garantissent la solvabilité des banques aux yeux des détenteurs de billets et apportent la liquidité indispensable²⁰. Cependant Thornton se démarque de Smith dans l'analyse de ces deux risques.

Avec sa théorie des effets réels, Smith met l'accent sur le risque de crédit des banques. Il montre que l'escompte d'effets fictifs par la banque conduit à une émission de billets qui excèdent les besoins de la circulation et qui reviennent à la banque non pas en remboursement du crédit, qui n'a jamais lieu, mais en échange d'or. Les banques dans ce cas voient leurs fonds propres diminuer, ainsi que leur encaisse. Chez Smith, le risque de liquidité est lié au risque de crédit. Si les banques n'escomptent que des effets réels, il n'y a pas de risque de liquidité. Ce que Thornton conteste.

¹⁹ C'est le chiffre donné par Smith

²⁰ Cf. de Boyer, 1998

Risque de liquidité et risque de change

En premier lieu Thornton avance que les banques sont vulnérables en cas de ruée, même si elles sont solvables (fonds propres intacts) et n'ont escompté que des effets réels. Une crise de confiance, relative à la solvabilité ou à la liquidité, même non fondée, entraînera une ruée et provoquera l'illiquidité. Thornton montre alors comment la banque centrale doit jouer un rôle de prêteur en dernier ressort pour empêcher le déclenchement de telles crises susceptibles de provoquer un effondrement du système de crédit²¹. Il plaide même, dans les circonstances de guerre où se trouvait la Grande Bretagne, en faveur de la décision prise en 1797 de suspendre la convertibilité des billets, donc pour le flottement de la livre sterling qui, on la vu, peut se traduire par un haut prix du lingot²². Cette décision permettait à la Banque d'Angleterre de continuer à jouer son rôle de prêteur en dernier ressort. Cependant, même si la question est liée, ce n'est pas à la fonction du prêteur en dernier ressort que nous nous intéressons ici. C'est au risque de liquidité. Or il y a une troisième cause d'illiquidité, non perçue par Smith : c'est le risque de change.

En effet, quelle qu'en soit l'origine, comme nous l'avons vu, une baisse du taux de change qui atteint le point de sortie de l'or entraîne une demande de conversion des billets en or. Bien que ses créances et dettes soient libellées en livres sterling, la banque est en risque de change : ses billets sont remboursables en or, or qui a une valeur d'arbitrage qui dépasse le cours 3 £ 17 sh. 10,5 p. lorsque le taux de change passe en dessous du point de sortie de l'or. Ce risque de change prend la forme d'un risque de liquidité pour la Banque.

Le risque de change peut résulter d'un excès de crédit sain (escompte d'effets réels, prêts à des marchands solvables) qui finance un surcroît de demande sur le marché des biens et dont l'effet est une hausse des prix. Dans ce cas, la perte de compétitivité/prix favorise les importations et entrave les exportations, ce qui dégrade le solde commercial. Si la baisse du taux de change, qui améliore la compétitivité/prix (pentes croissante de £^s et décroissante de la £^d), restaure l'équilibre commercial avant que le point de sortie de l'or ne soit atteint, l'encaisse n'est pas menacée (fig. 1.).

²¹ Thornton (1802) ; Solis (1983, 1999); de Boyer (1987,1992) . Thornton n'emploie pas le terme de prêteur en dernier ressort que nous devons à Baring (1797)

²² C'est dans ce but qu'il écrit son livre

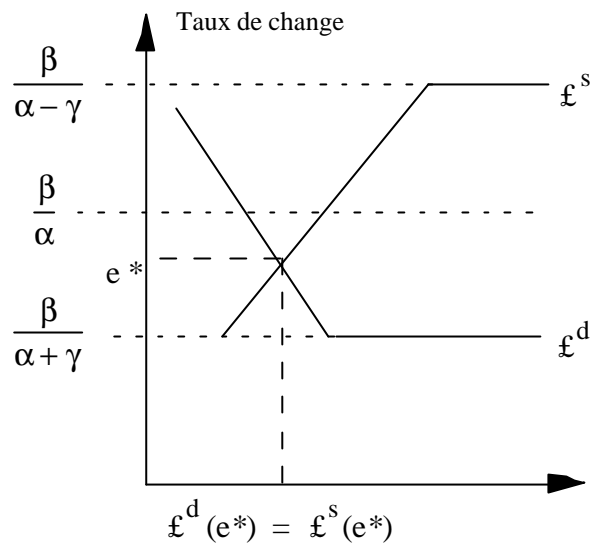


Figure 1.: la baisse du taux de change rééquilibre la balance des paiements, sans sortie d'or.

Par contre, l'encaisse est menacée si la baisse du taux de change atteint le niveau du point de sortie de l'or et que cela ne suffit pas à rétablir l'équilibre commercial (fig. 2)²³.

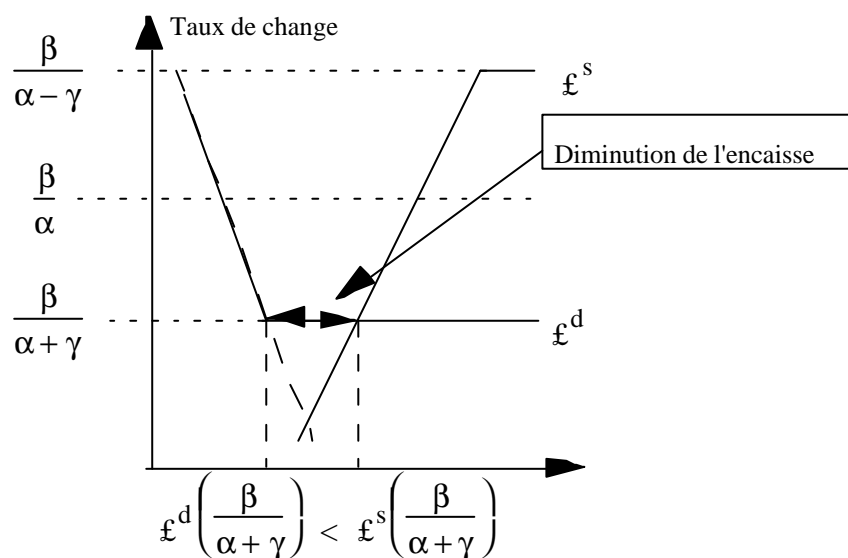


Figure 2 : la baisse du taux de change ne rééquilibre la balance des paiements qu'avec une sortie d'or.

²³ Thornton reproche à Smith de ne pas avoir décrit ce mécanisme de prix nécessaire, à ses yeux, à la réduction de l'encaisse (cf. Thornton, 1802, p.205). Ici, nous ne discuterons pas cette critique.

Dans ce dernier cas, la hausse des prix (et la baisse du taux de change) ne suffit pas pour absorber l'excès d'émissions. L'intégralité des importations ne pouvant être payée avec les marchandises exportées, le solde, c'est à dire le déficit commercial, est réglé en or. D'où le remboursement des billets en or. Un remboursement qui a lieu car la baisse du taux de change a rendu l'or sur la place de Londres relativement bon marché (en termes d'arbitrage) et en a fait, nous dit Thornton, une marchandise qu'on exporte avec profit :

*"Gold ... seeks, like (other commodities), that country in which it is the dearest"*²⁴.

Cependant, les mêmes effets peuvent provenir d'autres causes. Un surcroît d'importations dues à de mauvaises récoltes, une forte augmentation de l'offre de livres sterling pour financer les dépenses de guerre sur le continent, une baisse des exportations due à la guerre peuvent provoquer un déficit sur le marché des changes. Tel est d'ailleurs le diagnostic de Thornton dans son livre de 1802. Alors qu'il n'y a pas d'émissions excessives, il y a baisse du taux de change si bien que l'or devient suffisamment bon marché pour être exporté et fait l'objet d'une demande sur le marché. Etant donné que la Banque d'Angleterre a suspendu la convertibilité de ses billets en or depuis 1797²⁵ pour se protéger de l'illiquidité, donc qu'elle ne stabilise plus le marché de l'or, le prix du lingot augmente. Ce haut prix du lingot ne peut être attribué à un excès d'émission, à une politique laxiste d'émissions²⁶. Francis Horner, puis David Ricardo soutiennent la thèse inverse.

La critique de Horner

Francis Horner (1778-1817) publie dès 1802 une recension critique²⁷ de l'ouvrage de Thornton²⁸. A propos du haut prix du lingot²⁹, Horner reproche à Thornton de

²⁴ Thornton, 1802, p.145

²⁵ La suspension durera jusqu'en 1821

²⁶ L'opposition whig défendait la thèse inverse et critiquait le gouvernement.

²⁷ F. Horner (1802)

²⁸ L'article de Horner, qui traite de l'ensemble de l'ouvrage de Thornton, est fréquemment cité, au dix-neuvième siècle, et à nouveau par Hollander (1911) au début du vingtième, comme un bon résumé du livre de Thornton. Il semble que l'ouvrage de Thornton ait été largement abordé à travers le "résumé" de Horner. Pourtant, dans cet article, Horner critique plusieurs des thèses de Thornton. Cet aspect critique a été gommé par les commentateurs au dix-neuvième siècle, comme si les critiques formulées par Horner n'étaient pas de fond. Cette vision des liens entre Thornton et Horner s'explique sans doute par le fait qu'ils ont tous deux présidé le Bullion Committee et rédigé le Bullion Report en 1810,

ne pas avoir vu que si le haut prix du lingot pouvait être la conséquence d'un déficit, il pouvait également en être la cause. Entendons nous bien, Horner ne conteste pas l'explication thortonienne du haut prix du lingot, il lui reproche d'être incomplète. Il ne conteste pas que le haut prix du lingot puisse être la conséquence d'un déficit ; il n'affirme pas non plus que le haut prix du lingot est toujours la cause du déficit. Horner n'est pas Ricardo, qui contestera que le haut prix du lingot puisse être la conséquence du déficit et affirmera qu'il en est toujours la cause. Cependant Horner annonce Ricardo; il introduit la thèse selon laquelle le haut prix du lingot peut être la cause du déficit. Voyons son explication.

Cas du haut prix du lingot, conséquence du déficit

Dans un premier temps, Horner montre, à l'instar de Thornton, que le haut prix du lingot peut être la conséquence du déficit. Son explication est la suivante. Envisageons, alors que l'onze d'or définit 3 £ 17 sh. 10,5 p., qu'une augmentation de la quantité de monnaie provoque une hausse des prix des biens, prix exprimés en livres sterling.

T 0	T 1
1 once d'or = 3£ 17sh 10,5p	1 once d'or = 3£ 17sh 10,5p
1 habit vaut 3£ 17sh 10,5p	1 habit vaut 7£ 15sh 9p
1 habit vaut 1 once d'or	1 habit vaut 2 onces d'or

Cette augmentation correspond, en Angleterre, à une hausse de la valeur des biens relativement à l'or, ou encore à une baisse de la valeur de l'or relativement aux biens. Par contre, à l'extérieur, les valeurs des biens et de l'or sont restées stables (ainsi que leurs valeurs relatives); leurs prix, convertis en livres sterling sont inchangés. En conséquence, il devient intéressant d'importer les biens (mais

puis soutenu ses conclusions lors du débat parlementaire de 1811. De cet épisode, les commentateurs ont, à tort selon nous, retenu que Thornton s'était rangé aux arguments de Horner. Canan (1925) mentionne une lettre de Horner dans laquelle ce dernier reproche au Bullion Report d'être un texte de compromis qui juxtapose des idées contradictoires, ses propres thèses d'une part, celles de Thornton d'autre part. Rappelons que Thornton était allié du chef du gouvernement alors que Horner était un des chefs de file de l'opposition whig.

²⁹ Nous n'aborderons pas les autres aspects de l'article de Horner. On pourra se reporter à Solis (1983) et, plus récemment Depoortère (2001).

pas l'or) en Angleterre. D'où un déficit commercial de l'Angleterre qui entraîne une baisse du taux de change. Si la baisse du taux de change atteint le point de sortie de l'or, alors il y aura une demande d'or en Angleterre, ce qui, en cas de suspension de la convertibilité, provoquera une hausse du prix de l'or. Ici, selon Horner, le haut prix du lingot est la conséquence du déficit : pour qualifier cette situation, Horner nous dit qu'il y a une baisse réelle du taux de change qui entraîne un haut prix du lingot.

"When the local rise of the price of goods consists in an actual increase of their bullion price, a real fall of the foreign exchange will generally take place, and will occasion, by the demand for bullion to be exported, a fluctuating excess of the market price above the mint price of gold." Horner, p. 40

Cas du haut prix du lingot, cause du déficit

Puis, pour montrer que le haut prix du lingot peut être la cause du déficit, Horner envisage le cas d'une circulation monétaire composée exclusivement de papier-monnaie, sans espèces³⁰. Dans ce cas, une augmentation de la quantité de monnaie provoque une hausse des prix en livres sterling des biens, de tous les biens, y compris l'or. Dès lors il y a, en Angleterre, certes haut prix du lingot, mais aussi prix élevé du drap et du blé.

T 0	T 1
1 once d'or vaut 3£ 17sh 10,5p	1 once d'or vaut 4£ 6sh 3p
1 habit vaut 3£ 17sh 10,5p	1 habit vaut 4£ 6sh 3p
1 habit vaut 1 once d'or	1 habit vaut 1 once d'or

Contrairement au cas précédent, la valeur des biens relativement à l'or n'a pas varié :

*"But it is not the bullion price of goods that is raised by an increase of paper-money; which only occasions a rise in the paper or currency price, and occasions that sort of rise in the price of bullion as well as in that of all other commodities."*³¹

³⁰ Horner (1802), p.36, 39-40.

³¹ Horner (1802), p. 39

le prix en or du blé demeure stable, il demeure identique en Angleterre et à l'extérieur (où il est également inchangé)³². Cependant, le haut prix du lingot, qui n'est en rien la conséquence d'un déficit commercial, va provoquer un déficit sur le marché des changes :

*"There can be no doubt, however, that it will, notwithstanding, have a considerable effect on the apparent course of exchange. By that increase, our currency sinks in its bullion value, and a given sum of it will no longer purchase the same quantity of bullion : but the foreign currency, which is not supposed to have undergone a change, preserves its own bullion value; and a given sum of that will still purchase the same quantity of bullion as before. The proportion, therefore, of the bullion value of our currency to the bullion value of foreign currency, is altered; and, in order to preserve the same apparent rate of exchange, there ought to be a corresponding alteration of the numerical tables in which that rate is expressed. (...) and, whatever may be the actual state of credit or debt, the exchange will always be calculated so much less in our favour, or so much against us, in proportion to the depreciation which has taken place in the bullion value of our currency".*³³

Si, à la suite d'une augmentation de la quantité de papier-monnaie, l'once d'or vaut $(\alpha + \mu).£$ au lieu de $\alpha.£$. en Angleterre, alors qu'il vaut toujours $\beta.E$ sur les places européennes, le "pair du change" passe de $\frac{\beta}{\alpha} E/£$ à $\frac{\beta}{\alpha + \mu} E/£$. Selon

Horner, dans ce cas, la baisse du taux de change, qui est nominale³⁴, est la conséquence du haut prix du lingot :

*"... when an excessive issue of paper money produces a nominal rise of prices, a nominal fall of the exchange will take place, and is a consequence of that steady excess of the market price of gold above its mint price, which originated immediately in the excessive issue of paper".*³⁵

Quel mécanisme d'ajustement ?

³² Selon Horner, la hausse des prix n'a pas d'effet sur la balance commerciale. Toutefois, il poursuit en montrant qu'il va y avoir une baisse du taux de change, ce qui suppose un déficit commercial.

³³ Horner(1802), p.39

³⁴ Il y a baisse du taux de change nominal et non du taux de change réel comme dans le cas précédent où les valeurs relatives de l'or et des biens étaient différentes entre les pays.

³⁵ Horner(1802), p. 40

Par quel mécanisme la baisse du taux de change a-t-elle lieu ? Comment le taux de change atteint-il le nouveau "pair du change" $\frac{\beta}{\alpha + \mu} < \frac{\beta}{\alpha}$? Horner ne le décrit pas.

En fait, on sait qu'il faut, au taux de change $\frac{\beta}{\alpha}$, qu'il y ait sur le marché des changes un excès d'offre de livre sterling (et, en contrepartie, un excès de demande de moyens de paiements sur les autres places européennes): $\pounds^s \equiv E^d > \pounds^d \equiv E^s$. Or c'est bien ce qui passe si, au taux de change $\frac{\beta}{\alpha}$, le blé, le drap, l'or et toutes les autres marchandises anglaises (soulignons que c'est y compris l'or) ont en Angleterre des prix calculés en monnaie continentales plus élevés (en incorporant les coûts de transport) que les prix effectifs de ces mêmes marchandises sur le continent. Dans cette hypothèse, au taux de change $\frac{\beta}{\alpha}$, les agents offrent des livres sterling pour acheter sur le continent du blé, du drap et de l'or ; il y a déficit commercial, avec importations de drap, de blé et d'or. Il en résulte une baisse du taux de change. Le haut prix du lingot³⁶ est ici la cause du déficit et de la baisse du taux de change, et non leur conséquence.

Le lecteur a bien lu. Il y a simultanément haut prix du lingot et importation d'or. L'importation d'or commence alors que le taux de change est inchangé au niveau $\frac{\beta}{\alpha}$. Ce résultat paradoxal tient au fait que le pair du change a baissé si bien que le taux de change $\frac{\beta}{\alpha}$ est devenu supérieur au nouveau point d'entrée de l'or : $\frac{\beta}{\alpha} > \frac{\beta}{(\alpha + \mu) - \gamma}$. Bien qu'il soutiendra, lui aussi, que le haut prix du lingot est la cause du déficit et de la baisse du change, Ricardo ne reprendra pas l'argument de Horner. Pour Ricardo, comme pour Thornton, la baisse du change et le haut prix du lingot coïncident avec une sortie d'or, et non avec une entrée d'or.

Dans l'ajustement décrit ci-dessus, il y a la séquence suivante : haut prix du lingot, entrée d'or, baisse du taux de change. On peut envisager un scénario plus rapide, un ajustement immédiat, non séquentiel, sans entrée d'or. Constatant le haut prix du lingot (également du drap et du blé), les arbitragistes concluent que la livre sterling est surévaluée sur le marché des changes. En conséquence, ils offrent des livres et demandent des moyens de paiement sur les places continentales non pas

³⁶ Entre autres

pour y acheter du blé, du drap ou de l'or et importer ces marchandises, mais tout simplement pour conserver ces moyens de paiement dans l'attente de la dévaluation de la livre et d'un gain de change. Cet "arbitrage spéculatif", sans opération triangulaire, corrobore la thèse de la baisse du taux de change comme conséquence du haut prix du lingot, tout en suspendant l'entrée d'or comme conséquence de ce haut prix. Le processus décrit écarte l'entrée d'or, mais en aucun cas on ne retrouve l'idée selon laquelle le haut prix du lingot serait liée à un processus de sortie de l'or. Or telle est bien la thèse que Horner voulait soutenir contre Thornton : il y a trop de monnaie, si bien qu'elle sort (sous la forme d'or).

Dans son premier raisonnement, Horner rejoignait Thornton : le haut prix du lingot était la conséquence du déficit. Dans son deuxième raisonnement, il le critiquait : le haut prix du lingot est la cause du déficit. Ce deuxième raisonnement de Horner repose de façon cruciale sur l'hypothèse que l'or n'est qu'une marchandise, qu'il est totalement démonétisé. Le haut prix du lingot, comme les prix élevés du blé ou du drap, est synonyme de bas prix de la monnaie³⁷. La nature singulière de l'or qui définit les unités monétaires disparaît. L'or est démonétisé, les points d'entrée et de sortie de l'or ne diffèrent en rien des "point d'entrée et de sortie" du blé ou du drap³⁸. De même, les banques n'ont plus d'encaisse-or. Dans son diagnostic de la situation, en 1802, Horner raisonne comme si l'or était démonétisé, alors qu'il n'y avait que suspension de la convertibilité de la monnaie bancaire. D'où le caractère anachronique des conclusions du "bullionisme" de Horner: un excès d'émissions, un haut prix du lingot, un taux de change faible et une tendance à l'importation d'or.

La critique de Ricardo

L'exportation de la marchandise-or définit le déficit

³⁷ Notons que si Horner adhère à la théorie quantitative de la monnaie, il n'explique pas par quel canal la quantité de monnaie (ici, du papier-monnaie) détermine le niveau des prix des marchandises, que ce soit le drap, le blé ou l'or.

³⁸ En 1803, dans une recension de King, Horner avancera qu'il peut y avoir des entrées et sorties d'or quand le taux de change est à l'intérieur des points d'or. Bosanquet et Blake soutiendront une opinion identique en 1810. Ricardo les critique vertement en 1811.

Inspiré par Horner, Ricardo est plus radical et soutient que le haut prix du lingot n'est jamais la conséquence d'un déficit ; qu'il en est toujours la cause. Voyons son argumentation.

Dans un premier temps, Ricardo envisage le cas d'une monnaie métallique pure, constituée d'or et d'argent. La découverte d'une mine d'or entraîne une baisse de la valeur de cette monnaie, qui devient un objet d'exportation. Selon Ricardo, cette exportation définit le déficit :

"L'or et l'argent, qu'ils soient sous forme de pièces ou de lingots, obéissent à la loi qui régit toutes les marchandises, et, de ce fait, ils deviendraient immédiatement des biens d'exportation; ils quitteraient le pays où ils seraient bon marché, pour rejoindre le pays où ils seraient chers, (...). En échange de l'or exporté, on importerait des marchandises (...) ce qu'on appelle généralement la balance du commerce serait au désavantage du pays exportateur de monnaie ou de lingots (...)" ³⁹

Puis Ricardo nous convie à considérer que la fondation d'une banque qui émet du papier monnaie convertible en or est similaire à la découverte d'une mine d'or. Cela augmente la quantité de monnaie et donc, entraîne une baisse de sa valeur. La monnaie devient un objet d'exportation⁴⁰. Mais comme les billets ne peuvent être exportés, ils sont convertis en or à la banque, et c'est l'or qui est exporté. A nouveau, cette exportation d'or définit le déficit :

"Dans cette optique, il apparaît que la tentation d'exporter de la monnaie en échange de marchandises, ou ce qu'on appelle une balance commerciale défavorable⁴¹, ne résulte que d'une circulation monétaire excédentaire" ⁴²

En cas d'inconvertibilité des billets à la banque, c'est sur le marché que les agents cherchent à transformer leurs billets en or; ils achètent de l'or. L'or, qui est la marchandise la moins chère à exporter⁴³ devient l'objet d'une demande sur le marché, d'où le haut prix du lingot. Le choix d'exporter l'or, et le haut prix du lingot, sont la cause du déficit et de la baisse du taux de change :

³⁹ Ricardo (1809-1810), pp.65-66

⁴⁰ Ricardo renoue avec Hume, plutôt qu'avec Horner. A cet endroit du manuscrit (nous sommes au début), Ricardo ne fait aucune allusion au mécanisme des points d'or, ni au haut prix du lingot où, comme on l'a vu précédemment avec Horner, le haut prix du lingot est la conséquence du déficit.

⁴¹ Souligné par nous.

⁴² Ricardo (1809-1810), p. 70, (Ed. Sraffa, p.59)

⁴³ Cette proposition, qui va devenir le leitmotiv des ricardiens, est énoncée antérieurement par Thornton (cf ci-dessus, p.10 et note 22)

" Si nous consentons à donner des pièces contre des marchandises, ce doit être par choix et non par nécessité. Nous ne devrions pas importer plus de marchandises que nous n'en exportons, à moins que nous n'ayons un excès de monnaie en circulation qu'il nous convient de ranger au nombre de nos exportation⁴⁴. L'exportation des pièces est causée par leur bon marché, et ce n'est pas l'effet mais la cause d'un balance commerciale défavorable..."⁴⁵

Cet argument a servi de pierre angulaire à l'orthodoxie monétaire ricardienne du dix-neuvième siècle. Pourtant, il est irrecevable ! En premier lieu, on notera que Ricardo, pas plus qu'Horner, ne décrit le canal par lequel un supplément de monnaie entre dans la circulation et fait hausser les prix⁴⁶. Cependant, ici, ce n'est pas ce point qui nous préoccupe. On va montrer, surtout, que Ricardo n'explique pas de façon satisfaisante le mécanisme par lequel l'or sort, une fois que la hausse des prix a eu lieu. Nous avons vu plus haut que Thornton propose une explication : l'or sort en conséquence de la baisse du taux de change, conséquence du déficit, mais seulement si la baisse du taux de change atteint le point de sortie de l'or. Précisément, Ricardo récuse ce raisonnement.

Le bas prix du lingot, et non son haut prix, comme cause du déficit

Dans un passage où il commente l'analyse de Horner, Ricardo propose une première explication à la sortie d'or. Il se place dans le contexte d'une circulation monétaire composée de pièces et de billets. Une augmentation de la quantité de billets entraîne une sortie des pièces hors de la circulation. Celles-ci sont fondues, puis offertes sur le marché de l'or. Il en résulte une baisse du prix de l'or qui correspond à une baisse de sa valeur (les prix en livres sterling du blé ou du drap sont inchangés). L'or devient alors une marchandise bon marché, exportable. D'où son exportation ... et le déficit :

" (...) quand (les espèces) forment une partie de la circulation (...) l'effet d'une émission accrue de papier serait de chasser de la circulation un montant égal d'espèces; mais cela ne pourrait se faire sans ajouter à la quantité de lingots sur le marché, et donc sans

⁴⁴ Souligné par nous. (Ed. Sraffa, p.61)

⁴⁵ Ricardo (1809-1810), p. 71

⁴⁶ A cet égard, la théorie quantitative de Ricardo est moins riche que celle de Thornton. Notons que Wicksell, qui soulignera cette faiblesse de la théorie ricardienne, se référera à la contribution de Tooke. Cf. de Boyer (1987, 2000), Solis (1983,1999)

diminuer leur valeur, ou en d'autres termes, sans augmenter le prix en lingots des marchandises.

(...) Mais l'exportation de lingots est synonyme d'une balance commerciale défavorable. Quelque soit la cause qui entraîne une exportation de lingots en échange de biens, on l'appelle (à mon avis d'une manière très incorrecte) balance commerciale déficitaire⁴⁷."

On est doublement étonné. D'une part Ricardo n'explique pas par quel mécanisme l'or est "chassé" de la circulation monétaire pour être fondu et offert sur le marché de l'or. Ceci est d'autant plus étonnant que Ricardo ne fait référence, à ce moment, à aucun mécanisme de prix. Raisonne-t-il à prix fixes? L'or est-il en trop si bien que le canal de la circulation déborderait pour reprendre l'expression de Smith?⁴⁸ On sait que, après Thornton, à son tour, Ricardo conteste Smith à ce propos⁴⁹. On se demandera, en outre, en adoptant l'hypothèse inverse que le niveau des prix augmente avec les émissions de papier (ce qui permet à la circulation d'absorber cette monnaie additionnelle) si, dans l'esprit de Ricardo, il y a fonte d'or tant que le taux de change demeure au dessus du point de sortie de l'or. On sait que non.⁵⁰ Mais le plus étonnant réside dans le fait que, dans ce passage, Ricardo nous explique un bas prix du lingot ... comme cause du déficit. Nous sommes loin du haut prix du lingot ... preuve de la dépréciation du billet de banque et du choix d'exporter celui-ci.

L'avalissement des pièces

Ricardo propose une autre explication à la sortie d'or dans un passage ultérieur où il établit une analogie entre la dépréciation du papier-monnaie et l'avalissement des pièces. L'avalissement des pièces correspond à une perte de teneur en métal, donc de leur valeur d'arbitrage sur le marché des changes. A juste titre, Ricardo montre qu'il en résulte une baisse du taux de change. Supposons qu'un stock de pièces d'or sensées contenir une once d'or, donc ayant une valeur

⁴⁷ Souligné par nous. Ricardo (1809-1810), p. 73, (Ed. Sraffa, p.64)

⁴⁸ Cf. Benetti (1990), de Boyer (1986, 1998)

⁴⁹ Cf. "Notes sur Bentham". Cette critique avait déjà été formulée par Thornton, cf. supra p.9 et note 23 ci-dessus

⁵⁰ Cf la remarque de Ricardo après une citation d'Horner p.80 et note 38 ci-dessus. (Ed. Sraffa, p.73). Selon Chipman (1984), lorsque Ricardo formule sa thèse en opposition à celle de Thornton, il suppose que le taux de change est déjà au point de sortie de l'or au moment où apparaît l'excès d'émission.

faciale de $\alpha \cdot \text{£}$, ne contienne plus que $\frac{1}{(1+\alpha')}$ once d'or (avec $\alpha' > 0$), alors que l'once d'or définit $\beta \cdot E$ sur les places européennes (où les pièces ne sont pas avilées). Dorénavant, le pair du change est défini par l'équation : $1 \text{ once d'or} = \beta \cdot E = \alpha \cdot (1 + \alpha') \cdot \text{£}$, soit $1 \cdot \text{£} = \frac{\beta}{\alpha \cdot (1 + \alpha')} E$. Le pair du change baisse, ainsi que le point de sortie de l'or ($\frac{\beta}{\alpha \cdot (1 + \alpha') + \gamma}$). L'avilissement des pièces entraîne donc une baisse du taux de change en deçà du niveau $\frac{\beta}{\alpha + \gamma}$. Ricardo a raison lorsqu'il conclut que l'avilissement des pièces, donc la baisse de leur valeur, est bien la cause de la baisse du taux de change. Mais il a tort lorsqu'il établit une analogie avec le papier-monnaie :

" Si grande que soit ma dette, (...), tant que je pourrai payer le négociant en métaux précieux avec des pièces de valeur légale, il sera content d'exporter les lingots et de me vendre les effets. Mais si je lui paie son effet avec des pièces avilées, ou une monnaie de papier dépréciée, il ne consentira pas à me vendre son effet à ce taux.

(...) tant que le moyen de circulation consiste en pièces qui ne sont pas avilées, ou en monnaie de papier que l'on peut échanger contre des pièces non avilées, le change ne peut jamais être supérieur, ou inférieur, au pair, d'une somme excédent les frais de transport des métaux précieux. Mais lorsqu'elle consiste en monnaie de papier dépréciée, il baissera nécessairement selon l'ampleur de la dépréciation." ⁵¹

Cependant, dans le cas des pièces avilées, il y a modification du pair du change et des "points d'or", alors que ceux-ci n'ont pas bougé dans le cas du billet inconvertible. Ainsi, dans le cas d'avilissement des pièces, si α' est suffisamment élevé, le nouveau point d'entrée de l'or peut devenir inférieur à l'ancien point de sortie de l'or: $\frac{\beta}{\alpha \cdot (1 + \alpha') - \mu} < \frac{\beta}{\alpha + \mu}$. La teneur en métal des pièces définit bien les bornes à l'intérieur desquelles le taux de change s'établit ; elle définit le pair du change et les points d'entrée et de sortie de l'or. La causalité est bien celle qui est mentionnée par Ricardo : la valeur de la monnaie, assimilée à sa teneur en métal, détermine le taux de change. La baisse du taux de change est la conséquence et la preuve d'une baisse de la teneur en métal (valeur) des pièces.

Dans le cas du billet inconvertible, le pair du change et le point d'entrée de l'or sont inchangés. Le point de sortie de l'or est également inchangé, mais il n'est plus

⁵¹ Ricardo (1809-1810), p. 79, (Ed. Sraffa, p.71-72)

opérationnel pour limiter la baisse du taux de change. La baisse du taux de change (la valeur externe de la monnaie) ne modifie ni le pair du change, ni les points d'entrée et de sortie de l'or. L'analogie de Ricardo n'est donc pas fondée. Si, sur le marché des changes, il y a un excès d'offre de livres sterling, que la cause en soit monétaire, ou non, et que cela entraîne une baisse du taux de change qui n'atteint pas le point de sortie de l'or (dont le niveau n'a pas changé), il n'y a aucun effet sur le prix du lingot. Par contre, si la baisse du taux de change atteint le point de sortie de l'or, il y aura haut prix du lingot. Dans le cas du papier inconvertible, la causalité est celle qui est mentionnée par Thornton : le déficit, à la condition qu'il soit suffisamment élevé, est la cause du haut prix du lingot. Contrairement à ce que postule Ricardo, le processus de dépréciation du billet de banque sur le marché des changes n'est pas assimilable à l'avalissement des espèces monnayées.

Contrairement à ce que postule Ricardo, tout déficit de la balance des paiements n'est pas la preuve d'un excès d'émission, et ne correspond pas au choix d'exporter une monnaie excessive.

Conclusion

Avant de conclure, commentons une caractéristique de l'arbitrage du taux de change entre deux monnaies et des prix de l'or dans ces monnaies.

L'arbitrage intervient lorsque le taux de change est à l'extérieur des points d'or. Il a pour effet de ramener le taux de change au niveau des points d'or : il fait hausser le taux de change quand il est en dessous du point de sortie, il fait baisser le taux de change quand il est au dessus du point d'entrée. Si l'arbitrage a lieu en conséquence du niveau du taux de change, il a, en retour, un effet sur ce niveau.

Horner et Ricardo visent à démontrer que la baisse du taux de change est la conséquence, via l'arbitrage, du haut prix du lingot. Ils sont conduits à décrire des ajustements où le pair du change a diminué. Horner le fait en démonétisant l'or ; mais, dans ce cas, il y a des entrées d'or, et non des sorties. Ricardo échappe à ce scénario en établissant une analogie entre la dévalorisation du papier-monnaie inconvertible et l'avalissement des espèces⁵². Aucune de ces deux explications

⁵² Sans la citer, Ricardo semble influencé par l'analyse de Smith. Cf. Annexe 1.

n'est apparue satisfaisante pour analyser le haut prix du lingot dans le contexte de la suspension des paiements, sans démonétisation de l'or, ni avilissement des espèces.

Pour conclure, il apparaît que Ricardo a voulu inverser la causalité entre haut prix du lingot et taux de change que Thornton avait établie, mais n'est pas arrivé à justifier cette inversion. Cependant, bien que mal argumentée, et n'ayant d'ailleurs convaincu ni Malthus (1811), ni Tooke (1848), Ricardo allait éclipser Thornton et sa théorie conquérir l'Angleterre victorienne. Au vingtième siècle, peu d'auteurs ont relevé cet aspect, pourtant essentiel, de la théorie monétaire ricardienne⁵³. Dans le cadre du modèle macro-économique, les monétaristes ont repris la conclusion ricardienne relative à la causalité entre la quantité de monnaie et le déficit. Elle irrigue le modèle Mundell-Fleming.

Annexe 1 : Le haut prix du lingot chez Smith

Au début du chapitre cinq de son ouvrage⁵⁴, Thornton mentionne un passage de *La Richesse des Nations* où il est question d'excès d'émissions et de haut prix du lingot. Le même passage est cité, plus complètement, au chapitre huit⁵⁵. Il s'agit du passage suivant :

" L'émission d'une trop grande quantité de papier, dont l'excès revenait continuellement, pour être échangé contre de l'or et de l'argent, obligea pendant de nombreuses années de suite la Banque d'Angleterre à monnayer l'or jusqu'à concurrence de huit cent mille à un million de livres par an, ou en moyenne, jusqu'à concurrence d'environ huit cent cinquante mille par an. Pendant ce grand monnayage, la banque (par suite de l'état usé et dégradé où était tombée la monnaie d'or depuis quelques années) fut souvent obligée d'acheter au prix élevé de 4£. l'once les matières d'or, qu'elle mettait en circulation aussitôt après sous forme de monnaie à 3£.

⁵³ A notre connaissance, Viner (1937), Chipman (1984), de Boyer (1987). Pour Grubel (1961), les analyses de Thornton et de Ricardo sont complémentaires, et non contradictoires. Lorsqu'ils présentent l'analyse de Ricardo, Marcuzzo & Rosselli (1994), Diatkine (1998), Deleplace (1999) exposent le mécanisme des points d'or décrit par Thornton.

⁵⁴ Thornton, op. cité, p.103

⁵⁵ Thornton, op. cité, p.201

17sh. 10,5p. , perdant ainsi entre deux et demi et trois pour cent sur le monnayage d'une si grande somme." Smith, p.344 (Ed. Taieb)

Smith nous dit deux choses : 1) en premier lieu que des billets émis au delà des besoins de la circulation, alors que les canaux de la circulation sont pleins, reviennent à la banque, en remboursement contre des espèces⁵⁶ ; 2) en second lieu que la Banque d'Angleterre subit une perte en achetant, pour monnayer de nouvelles pièces, de l'or sur le marché à un prix plus élevé qu'à la monnaie. En aucun cas, Smith n'établit un lien de causalité entre l'émission de billets et le haut prix du lingot. Le haut prix du lingot ne provient ni des émissions excessives de billets, ni des achats d'or par la Banque d'Angleterre. Il provient d'autres causes, à savoir, selon les termes de Smith, *"de l'état usé et dégradé où était tombé la monnaie d'or depuis quelques années"*. Smith est explicite à cet égard. A la page suivante il mentionne *"la hausse continue du prix des matières d'or, consécutive à l'usure et à la rognure continue de la monnaie"*⁵⁷.

Smith fait référence au haut prix du lingot qui prévalait avant la refonte des guinées opérée en 1774, sujet qu'il aborde également au chapitre 5 du livre 1⁵⁸ et au chapitre 6 du livre 4⁵⁹. A chaque fois il souligne les contraintes qui pèsent sur la rentabilité de la Banque d'Angleterre, *"en cas de ruée à leurs guichets"*, du fait de la rognure à la fois des pièces d'or (les guinées) et des pièces d'argent (notamment les shillings et les pièces de 6 pence).

Le haut prix du lingot résultait de la conjonction de plusieurs éléments : 1) le ratio légal, à la Monnaie, entre l'once d'or et l'once d'argent était supérieur au ratio en vigueur sur le continent⁶⁰, ce qui, de facto, engageait l'Angleterre sur la voie de l'étalon-or; 2) l'argent demeurait cependant moyen de paiement légal, le prix de marché de l'once d'or à 4£. correspondant à 80 sh., payables avec 80 pièces d'argent de un shilling ; 3) les pièces d'or et, surtout, celles d'argent étaient rognées. Le métal or acheté avec des pièces d'argent rognées était plus cher sur le marché que le prix officiel, à la Monnaie.

⁵⁶ Cf. de Boyer (1995, 1998)

⁵⁷ Smith, op. cité, p. 345

⁵⁸ Smith, op. cité, pp. 46-50

⁵⁹ Smith, op. cité, p631

⁶⁰ Ceci malgré la réforme de Newton en 1717, qui avait porté la guinée à 21 shillings, au lieu du rapport d'une guinée pour 22 shilling établi en 1698.

L' "Act de 1773" mit fin à ce désordre en limitant à 25£ le pouvoir légal de paiement des pièces d'argent et en retirant de la circulation les pièces d'or rognées⁶¹. Le texte de Smith est explicite : en 1774, le haut prix du lingot disparaît. Ce qui n'empêche pas les billets de revenir dans les banques en cas de surémission ; ce retour s'effectuant selon les mécanismes de la loi du reflux⁶².

Le haut prix du lingot dont il est question durant les guerres napoléoniennes n'a pas grand chose à voir avec le haut prix du lingot d'avant 1774.

Annexe 2 : Spéculation sur le taux de change et sur le prix de l'or.

Si la convertibilité des billets est suspendue, la variation du taux de change n'est plus contrainte par le point de sortie de l'or. En l'absence de la borne inférieure d'arbitrage, le taux de change devient plus volatile. En deçà du point de sortie de l'or, des ventes nettes de livres sterling, de nature spéculatives, peuvent faire baisser la livre sensiblement. L'effet, via les arbitrages, en sera une forte hausse du prix du lingot. Ici, le haut prix du lingot est la conséquence de la baisse du taux de change

Le spéculateur à la baisse de la livre vend des livres sur le marché des changes et attend la dévaluation. Un autre moyen consiste à acheter de l'or sur le marché de l'or à Londres et attendre le haut prix du lingot. En période d'inconvertibilité, l'or devient lui même un instrument de spéculation. Dans ce cas, le haut prix du lingot à Londres peut être, via l'arbitrage avec son prix sur les places européennes et le taux de change, à l'origine de la baisse du taux de change. Le processus d'arbitrage est alors analogue à celui qui décrit plus au haut à propos du deuxième raisonnement de Horner. Il y a haut prix du lingot, offre de livres sterling pour acheter de l'or sur le Continent et les vendre à Londres, donc entrée d'or. L'entrée d'or est suspendue si l'ajustement du taux de change est immédiat ; bref, si les arbitragistes / spéculateurs convergent sur le fait que la livre est surévaluée.

Pour résumer, en cas de spéculation :

⁶¹ Cf. Pierre Vilar (1974) et John F. Chown (1994)

⁶² On doit le terme à Fullarton (1845) qui développe cette loi ; cf. également Tooke (1848)

- 1) Soit le haut prix du lingot est la conséquence, via les arbitrages, de la baisse du taux de change, et s'accompagne d'une tendance à la sortie d'or
- 2) Soit le haut prix du lingot est la cause, via les arbitrages, de la baisse du taux de change et s'accompagne d'une tendance à l'entrée d'or

Curieusement, ces cas de figure ne sont pas discutés dans les controverses qui nous intéressent. Pourtant, la spéculation sur l'issue des batailles et de la guerre était vive.

Bibliographie

BARING Francis (1797), Observations on the Establishment of the Bank of England, and on the Paper Circulation of the Country, London 1797, Rééd. dans Selected Tracts 1694-1804, Ed. Gregg International Publisher Ltd, Bank of England, London, 1968

BEAUGRAND Philippe (1981), Henry Thornton : un précurseur de J.M Keynes, PUF, Paris, 1981

BENETTI Carlo (1990), Moneda y teoria del valor, Universidad Autonoma Metropolitana, Mexico

de **BOYER** Jérôme

. (1986), Adam Smith et la théorie quantitative de la monnaie, Cahiers d'économie politique, n° 13, 1986

. (1987), Théories de la monnaie et politique monétaire, Thèse, Paris 1

. (1992), Les débats monétaires et le développement de la théorie monétaire en Grande Bretagne dans la première moitié du 19^{ème} siècle, Nouvelle histoire de la pensée économique, tome 1, éd. A. Béraud et G. Faccarello, La Découverte

. (1998), Endogenous money and shareholder's funds in the classical theory of banking, The European Journal of the History of Economic Thought, 5: 1

BULLION REPORT (1810), Report from the Select Committee on the High Price of Bullion Ordered by the House of Commons to be Printed, 8th June, 1810, édité par . Cannan (1919), Kelley, New York, 1969

- CANNAN Edwin** (1919), The Paper Pound of 1797-1821, The Bullion Report, 2^{ème} éd. 1925, Kelley, New York, 1969
- CHANG Roberto** (2000), Dolarization : A Scorecard, Federal reserve Bank of Atlanta Review, , Third Quarter 2000
- CHIPMAN J.S.** (1984), Balance of Payment Theory, Economic Analysis in Historical Perspective, éd. J. Creedy & D.P. O'Brien, Butterworths, Londres
- CHOWN John.F.** (1989), A History of Money, From AD 800, Routledge, Londres, 1989
- DELEPLACE Ghislain** (1999), Histoire de la pensée économique, Ed. Dunod, Paris, 1999
- DEPOORTERE Christophe** (2001), La recension du *Paper Credit* de Henry Thornton par Francis Horner : enjeux analytiques et politiques, doc. de travail, Paris 1, novembre 2001
- DIATKINE Sylvie** (1998), Banque centrale et structure du système bancaire: les enseignements des débats monétaires anglais au début du XIX^{ème} siècle, Revue française d'économie, Vol. XIII, 2, Printemps 1998
- FRENKEL Jacob A & JOHNSON Harry G.** (1976), *The Monetary Approach to the Balance of Payments, Essential Concepts and Historical Origins*, in The Monetary Approach to the Balance of Payments, edited by Jacob A; Frenkel & Harry G. Johnson, Ed. George Allen & Unwin Ltd, London, 1976
- FULLARTON John** (1845), On the Regulation of Currencies, Ed. J. Murray, Albemarle Street, London
- GRUBEL Herbert G.** (1961), Ricardo and Thornton on the transfer mechanism, Quarterly Journal of Economics, LXXV, 1961, pp. 292-301
- HANKE Steve H.** (2000), The Disregard for Currency Board Realities, Cato Journal, Vol. 20, N°1, Spring/Summer, 2000
- HANKE Steve H. & SCHULER Kurt** (1999), A Monetary Constitution for Argentina: Rules for Dolarization, Cato Journal, N°3, Winter 1999
- HELLWIG F.** (1993), The challenge of monetary theory, European Economic Review, 37

HETZEL Robert. L. (1987), Henry Thornton : seminal monetary theorist and father of the modern central bank, Federal Reserve Bank of Richmond Review, vol. 73, july-august 1987, pp. 3-16

HOLLANDER Jacob H (1911), *The development of the Theory of Money from Adam Smith to David Ricardo*, Quarterly Journal of Economics, vol. 25, May, 1911

HORNER Francis (1802), *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, Edinburgh Review, vol.1, n°1, oct. 1802, pp.172-201. Reproduit dans The Economic Writings of Francis Horner, edited by F. W. Fetter, 1957, Kelley & Millan, New York

MALTHUS Robert (1811), Publications on the Depreciation of Paper Currency, Edinburgh Review, XVII, n°34, Art X

MARCUZZO Maria Cristina & ROSSELLI Annalisa (1994), Ricardo's Theory of Money Matters, Revue Economique, Vol. 45, N° 2, Septembre 1994

REISMAN David A. (1971), Henry Thornton and the classical monetary economics, Oxford Economic Papers, 33, mars 1971, pp.70-89

RICARDO David

. (1810-1824), The Works and Correspondence of david Ricardo, ed. P. Sraffa, Cambridge University Press, 1951

. (1809-1811), Ecrits monétaires, 1809-1811, Ed. Association des amis du musée de l'Imprimerie et de la Banque, Université Lumière Lyon 2, 1991

SCHUMPETER Joseph A. (1954), Histoire de l'analyse économique, Ed. Gallimard, Paris, PUF, 1983

SKAGGS Neil T. (1995), Henry Thornton and the development of classical monetary economics, Canadian Journal of Economics, XXVIII, N°4, novembre 1995, pp. 1212-1225

SMITH Adam (1776), Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations, Ed. Taïeb, PUF, 1995

SOLIS Ricardo

. (1983), Banque centrale et taux d'intérêt monétaire, essai sur les théories de Thornton, Wicksell et Hawtrey, Thèse de doctorat de 3ème cycle, Université Paris 10 Nanterre, 1983

. (1999), Banco central y tasas de interes : un ensayo sobre las teorías de Wicksell, Thornton y Hawtrey, Universidad Autonomia Metropolitana, Mexico

- THORNTON** Henry (1802), An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain, A. Kelley, 1991
- TOOKE** Thomas (1838-1856), A History of Prices and of the State of the Circulation from 1792 to 1856, 5 vol., Johnson Reprint Corp., New-York, 1972
. (1844), An Inquiry into the Currency Principle, Routledge, Londres, 1996
- VILAR** Pierre (1974), Or et monnaie dans l'histoire, Flamarion, Paris
- VINER** Jacob (1937), Studies in the Theory of International Trade, Allen and Unwin, Londres
- WALTERS Alan & HANKE Steve H.** (1992), Currency Boards, The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, edited by Peter Newman, Murray Milgate & John Eatwell, Ed. macmillan Press, Mexico, 1992