

Résumé¹.

La *Richesse des nations* est considérée (aujourd'hui) comme le texte fondateur de la théorie économique libérale, instaurant le laissez faire comme la norme indépassable de la politique économique. D'un autre côté, la macroéconomie est généralement présentée comme le domaine d'excellence de la politique économique justifiée par les *market failures*. Lire dans la *Richesse des nations* une préhistoire de la macroéconomie semble donc *a priori* paradoxal. Pourtant c'est bien ce que l'on montrera dans ce texte.

Smith ne croit pas que le marché puisse rendre automatiquement compatibles les décisions d'offre et de demande de monnaie et d'offre et de demande de capital. Ces market failures se manifestent par l'overtrading.

Une réglementation, dont la *Richesse des nations* esquisse les grandes lignes, est donc nécessaire dans les domaines monétaires et financiers.

Le poids aujourd'hui de la tradition qui veut faire de la *Richesse des nations* le point de départ de la plaidoirie en faveur du libéralisme économique conduit souvent à d'étranges interprétations. A. Arnon, dans un ouvrage récent, pose clairement la question « Did Smith carry the invisible hand argument to the sphere of money and banking? »² et sa réponse est oui, clairement. Je vais montrer que les choses ne sont pas si simples et que la réponse à cette question doit être négative. Ces doutes à l'égard des performances de la « main invisible » dans ce domaine sont partagés par H. Rockoff³. Cependant les entorses au « laissez-faire » que le Livre II de la *Richesse des nations* autorise sont attribuées par cet auteur à la « culture historique » de Smith. Celle-ci est certes indéniable mais je vais montrer que l'analyse smithienne des marchés financiers et de la monnaie bancaire exprime des difficultés théoriques (et pratiques) sérieuses et que ce sont ces dernières qui expliquent le scepticisme de Smith à l'égard du laissez-faire dans ce domaine.

¹ Ce texte est extrait d'un chapitre d'un livre à paraître.

² *Monetary Theory and Policy from Hume and Smith to Wicksell*, Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p.37.

³ «Adam Smith on Money, Banking, and the Price Level», *The Oxford Handbook of Adam Smith*, Christopher J. Berry, Maria Pia Paganelli, and Craig Smith (Editors), Oxford: Oxford University Press.

Le livre II de la *Richesse des Nations* nous dit donc que les compatibilités entre d'une part, la création de monnaie bancaire et les « besoins » monétaires de l'économie et d'autre part entre les décisions d'épargne et celles d'investissement n'ont rien d'automatiques puisqu'elles nécessitent, les premières, des règles prudentielles, les secondes le maintien « aussi bas que possible » d'un taux d'intérêt légal. Pourquoi la surémission et le surinvestissement sont-ils possibles ? Pourquoi les agents (les prêteurs - banquiers ou non – et les emprunteurs) peuvent-ils être « imprudents » ? Quelle est la spécificité du marché des prêts (de monnaie et de capital) qui implique que les libertés économiques y soient restreintes par des pare-feu comme le souligne Smith⁴ ?

Je vais montrer que les réponses à ces questions résident dans les difficultés à la fois théoriques et pratiques qu'il y a à distinguer entre monnaie et capital. Ces difficultés se manifestent d'abord si l'on observe que Smith traite deux fois de la monnaie dans la *Richesse des nations*. Le plan du livre est particulièrement médité, et pourtant Smith n'éprouve pas le besoin de nous expliquer la raison de ce qui peut apparaître comme une incohérence de composition. Je vais montrer que ces deux occurrences ne sont pas accidentelles, car la première d'entre elles confronte la monnaie, marchandise particulière, et les marchandises dans une *économie marchande* ; la seconde confronte la monnaie et le capital dans une *économie capitaliste*. La différence entre ces deux dernières notions ne saute aux yeux ni des agents concernés, ni à ceux de l'observateur. Pourtant cette distinction et aussi traditionnelle que cruciale.

Dans le chapitre IV du livre I, Smith traite de la monnaie d'une façon qui n'est pas nouvelle (on en trouve l'essentiel dans la *Politique* d'Aristote) et elle restera canonique. Le troc, à cause du problème de la double coïncidence des besoins. Cette conception de la monnaie comme marchandise choisie (par qui ? et comment ?) comme intermédiaire des échanges est très populaire. Pourtant Smith éprouve le besoin d'y revenir dans le livre II de la *Richesse des nations* « Of the Nature, Accumulation and Employment of Stock ». Dans ce livre consacré à l'accumulation du capital, Smith y étudie la monnaie bancaire. Quels liens entretient la monnaie bancaire avec le capital et son accumulation ? Smith commence par une forme élémentaire de cette question: dans une économie où les espèces circulantes sont en principe⁵ des métaux précieux, le stock de d'or et d'argent qu'elles constituent n'est-t-il pas une fraction du capital ? L'accumulation du capital impliquerait-t-elle l'accumulation d'or ? La question est non seulement théorique mais aussi politique, puisque les politiques attaquées par la *Richesse des nations* s'appuient, on l'a vu, sur le « principe » selon lequel il est essentiel que le gouvernement veille à l'excédent des échanges extérieurs, qui se manifeste par une entrée de métaux précieux.

Smith semble nous dire que la substitution de la monnaie bancaire à la monnaie métallique a pour effet d'épargner le coût du métal, ce qui semble favorable à la croissance. Cette proposition est surprenante, car, quel que soit le coût de l'or, il paraît difficile de lui imputer un effet aussi négatif sur l'enrichissement. On sait que Smith insiste sur le fait que, selon lui, l'importation ou l'exportation d'or est identique à l'importation ou à l'exportation de n'importe quelle autre marchandise, et c'est pourquoi elle ne mérite pas plus d'attentions que les exportations ou les importations de n'importe quelle marchandise⁶. Smith affirme ce point, on l'a vu, lors de sa critique du « principe sur lequel se

⁴ *La richesse des nations*, Paris, Flammarion, 1991, (RDN par la suite), I, 410.

⁵ En principe seulement, car on sait que le gros de la circulation est assurée par la monnaie de billon.

⁶ C'est pourquoi il est difficile d'admettre avec H. Rockoff (*op.cit.*) que le coût des espèces constitue le *main problem* auquel il s'agit d'apporter une solution.

fonde le système mercantile » avec netteté. Il est donc curieux de constater que Smith affirme à la fois que le remplacement des espèces par du papier monnaie est favorable à la croissance et qu'il n'est pas nécessaire de se préoccuper des variations des quantités de monnaie en circulation. Je vais montrer que la position étrange de Smith est symptomatique des difficultés redoutables qu'il rencontre ici et qui sont loin d'être dénouées aujourd'hui encore.

La première difficulté concerne la monnaie métallique elle-même. Parce que l'espèce (le moyen employé dans la circulation) associe en un *même objet* l'étalon de la monnaie (le métal argent ou or) et l'unité de compte (inscrite par la frappe sur l'espèce), elle est coûteuse (le coût de l'étalon) et pourtant la monnaie ne peut faire partie du revenu. Or comment une marchandise pourrait-elle être coûteuse sans faire partie du revenu ? Autrement dit, comment pourrait-elle commander du travail sans avoir été initialement le revenu d'un agent (du mineur d'or, par exemple) ?

Cependant derrière cette première approche, Smith entrevoit une seconde difficulté, qui n'a plus rien à voir avec la question de l'étalon de la monnaie (l'or).

La monnaie bancaire semble engendrer une instabilité que la monnaie métallique ne provoquerait pas. En effet la monnaie bancaire est convertible au guichet des banques en monnaie métallique, mais bien entendu cette conversion n'est que potentielle. Normalement, elle ne s'effectue jamais. Les expériences, tant du système de Law à Paris que celle de la *South Sea Company*⁷ à Londres, ont montré dès le début du XVIII^e siècle, que lorsque cette conversion était effective, il était la plupart du temps trop tard pour la réaliser : la promesse de convertir la monnaie bancaire en monnaie métallique, quand elle *doit* être tenue, ne l'est pas complètement puisqu'elle ne l'est qu'à l'occasion d'un *run* bancaire qui engendre la chute de la banque concernée dont les réserves ne sont jamais suffisantes pour face aux demandes de conversion de la monnaie bancaire.

Enfin et surtout cette instabilité est provoquée par le fait que les banques et les prêteurs en général font face à deux sortes d'emprunteurs. Les uns empruntent de la monnaie pour faire face à leurs échéances : ils doivent payer aujourd'hui des marchandises qu'ils vendront demain ; les autres empruntent de la monnaie pour produire des marchandises demain qu'ils vendront après-demain⁸. Dans le premier cas elle facilite les échanges, dans le second elle finance l'accumulation.

La différence entre monnaie et capital n'est donc pas une donnée mais le résultat d'un choix individuel qui doit être sanctionné par le système bancaire et qui n'est nullement acquis.

Ainsi le texte de la *Richesse des nations* affronte-t-il deux difficultés : 1° Comment penser le lien entre l'intermédiaire des échanges et les marchandises ? ; 2° Comment penser le lien entre monnaie et capital ? Cette difficulté n'a rien d'anecdotique. La prise en compte de la monnaie dans l'accumulation de la monnaie pose une question bien connue des lecteurs d'Aristote : il existe un double usage de la monnaie. Le premier est tout à fait anodin, puisqu'il s'agit de pallier les inconvénients du troc. C'est cet usage que l'on trouve en question dans le chapitre 4 du livre I de *la Richesse des nations*. La monnaie est alors intermédiaire des échanges. Le second usage de la monnaie est l'objet de la condamnation d'Aristote et celui qui s'y livre n'a pas sa place dans la cité. Dans ce

⁷ Cf. H. J. Paul, *The South Sea Bubble: an economic history of its origins and consequences*, Londres, Routledge, (2010).

⁸ Marx, en bon aristotélicien, distinguera ces deux usages de la monnaie. Dans le premier cas l'argent fait circuler les marchandises ; dans le second cas il fonctionne comme capital.

second usage de la monnaie (la « mauvaise » chrématistique) la monnaie n'est plus intermédiaire des échanges et elle fonctionne comme capital, dira Marx, autre lecteur d'Aristote. Le capital est avancé sous « forme argent » afin de revenir à son possesseur initial accru de l'intérêt ou du profit. D'où cette question délicate, pour le moins, tant du point de vue théorique que du point de vue pratique : quand un emprunteur demande une somme d'argent, demande-t-il de la monnaie ou demande-t-il du capital ?

C'est cette question difficile (où passe la limite entre la monnaie et le capital ?) qui est masquée par celle de la monnaie métallique (comment distinguer l'or « capital » de l'or étalon ?), que je viens d'évoquer.

Trois questions seront traitées ici. La première est celle de savoir quel est le statut de l'or. La seconde se pose parce que parmi les clients des banques se trouvent des faiseurs de projets (*projectors*) qui empruntent du capital à des « banques imprudentes » au lieu de se limiter à leur épargne : comment une banque peut-elle être imprudente⁹ ? Enfin la troisième étend la seconde à l'ensemble du marché financier. Cette fois ce sont les épargnants eux-mêmes qui peuvent être imprudents. Comment expliquer l'imprudence d'agents parcimonieux ? L'imprudence paradoxale de ces agents explique l'instabilité des marchés et nécessite la mise en place par l'autorité de règles prudentielles et d'un taux d'intérêt maximum, fixe le plus bas possible.

1° Que faire de l'or ?

Pour tenter de résoudre ces problèmes difficiles, le chapitre 1 du livre II construit une typologie des capitaux. Le point de départ est le « fond » (*stock*) de ressources d'un individu ou d'une société. On l'a vu, ce fond se décompose toujours en deux parties. La première est le fond de consommation, la seconde est le capital, c'est-à-dire le fond destiné à produire un profit¹⁰. Le capital lui-même se divise en capital circulant et capital fixe. La différence entre les deux est fondée sur le fait que le capital circulant ne peut rapporter un profit à son possesseur qu'en étant échangé, quand le capital fixe le fait en restant entre les mains de son possesseur. Le capital circulant inclut les biens de consommation (avant leur vente), les matières premières et enfin l'argent, qui « dans les pays ou les personnes et les propriétés sont un peu protégées » n'est jamais thésaurisé, sauf « défaut de sens commun ». Ce point est important, car si toutes les parties du capital circulant se transforment tôt ou tard soit en fond de consommation, soit en stock de capital fixe, l'argent, lui, n'est donc jamais « stocké » (sauf « défaut de sens commun »).

La place de l'or dans l'économie est plutôt encombrante. Voyons cela. Le revenu net est défini comme le revenu brut moins ce qui est nécessaire à l'entretien (et donc sans doute aussi à l'amortissement) du capital fixe. Le capital circulant (par unité de temps, ce que sous-entend le texte) moins la part de celui-ci destinée à l'entretien du capital fixe constituerait donc le revenu disponible

⁹ Qu'une banque puisse être « imprudente », non pas par accident (*errare humanum est*), mais par principe (*persevere diabolicum*) apparaît probablement impensable à A. Arnon.

¹⁰ On vérifie ici que Smith ne confond pas stocks (traduit ici par « fonds ») et capital.

(pour la consommation ou pour l'épargne) s'il n'était pas nécessaire d'en retrancher encore les espèces :

« La grande roue de la circulation est tout à fait différente des marchandises qu'elle fait circuler. Le revenu de la société se compose uniquement de ces marchandises, et nullement de la roue qui les met en circulation. Quand nous calculons le revenu brut et le revenu net d'une société, nous sommes toujours obligés de retrancher, de la masse totale d'argent et de marchandises qui compose sa circulation annuelle, la valeur entière de l'argent, dont il n'y a pas un seul écu qui puisse jamais faire partie de l'un ni de l'autre de ces revenus. » (RDN, I, 371).

L'argent est la seule partie du capital circulant qui n'entre jamais ni dans le fond de consommation, ni dans le capital fixe. Pour employer un vocabulaire contemporain, l'utilité *privée* de l'argent n'est ni directe (comme celle des biens de consommation qui constituent le fond de consommation) ni indirecte (comme celle des moyens de production) ; l'utilité *privée* de l'intermédiaire des échanges est nulle, même si son « utilité sociale » est très élevée. Cette propriété de la monnaie a longtemps été masquée par le fait des espèces métalliques. Le métal parce qu'il possède une utilité *privée*, aussi paradoxale¹¹ soit-elle en apparence, et un coût de production élevé, masque ce problème spécifique à la monnaie mais ne le résout pas, qui est celui de la détermination de la valeur de la monnaie, nécessairement distincte de celle des métaux. Dans les termes de la *Richesse des nations*, cette difficulté s'exprime par le fait que la valeur de l'or monétaire ne fait pas partie du revenu net de la société, bien que celle-ci sacrifie une partie de son revenu à l'extraction ou à l'importation du métal. Cette valeur de l'or destinée à un usage monétaire est donc un coût *non générateur* de revenu. Cependant ce coût est relativement faible. Pourquoi Smith lui accorde cette importance ?

Cependant cette difficulté est vite évacuée, puisqu'il existe un substitut commode à l'or monétaire, qui est la monnaie bancaire. Cette substitution semble heureuse d'un point de vue théorique, puisque la question de la valeur de la monnaie marchandise cesse d'être posée, et que seule alors la quantité émise de monnaie bancaire *pourrait* en réguler le pouvoir d'achat (la valeur). Pourtant la *Richesse des nations* n'emprunte pas cette direction empruntée par Hume. Je vais tenter d'expliquer ce qui apparaît à beaucoup comme une étrangeté du texte.

Pour Smith, la quantité de monnaie « nécessaire à la circulation » est donnée en même temps que la valeur totale des marchandises à faire circuler et la vitesse de circulation de la monnaie. *Si* certaines conditions étaient remplies¹², seule serait émise la quantité de monnaie nécessaire à remplacer l'or et l'argent destinés à assurer la circulation des marchandises. Le papier remplacerait les métaux, qui, devenus *sans emploi monétaire*, seraient exportés comme des marchandises et échangés contre des marchandises, ou, ce qui revient au même, contre des revenus, dont la partie non consommée serait épargnée et accumulée. Ainsi un « capital mort », qui ne rapporte aucun profit (l'or) serait remplacé

¹¹ Le vieux paradoxe de l'eau très utile, mais dont la valeur d'échange est normalement faible confrontée au diamant, peu utile, mais dont la valeur d'échange est très élevée, est formulé dans la *Richesse des nations* au chapitre 4 du livre I. Mais contrairement à une idée reçue, on en trouve déjà la formulation dans Platon, qui cite Pindare ! (« Ce qui est rare, Euthydème, se paie cher en effet, tandis que l'eau est ce qu'il y a de meilleur marché, tout en étant, à ce qu'a dit Pindare, ce qu'il y a de meilleur. » *Euthydème*, 304, , La Pléiade, t. I, trad. Robin, 606).

¹² La « Doctrine des effets réels » qui sera attribuée à Smith, repose sur la suppression de ce « si ». Elle supposera que les banques sont *toujours* parfaitement informées de la qualité des effets qui garantissent les emprunts qu'elles consentent.

par un capital capable de mettre en œuvre du travail productif¹³. Smith utilise ici la comparaison assez impressionnante du « grand chemin dans les airs »:

« Les opérations d'une banque *sage*, en substituant du papier à la place d'une grande partie de cet or et de cet argent, donnent le moyen de convertir une grande partie de ce fonds mort en un fonds actif et productif, en un capital qui produira quelque chose au pays. L'or et l'argent qui circulent dans un pays peuvent se comparer précisément à un grand chemin qui, tout en servant à faire circuler et conduire au marché tous les grains et les fourrages du pays, ne produit pourtant pas lui-même ni un seul grain de blé ni un seul brin d'herbe. Les opérations d'une banque *sage*, en ouvrant de quelque manière, si j'ose me permettre une métaphore aussi hardie, une espèce de *grand chemin dans les airs*, donnent au pays la facilité de convertir une grande partie de ses grandes routes en bons pâturages et en bonnes terres à blé, et d'augmenter par-là, d'une manière très considérable, le produit annuel de ses terres et de son travail » (RDN, I, 407. Les italiques sont miennes).

On notera l'importance de la « sagesse » de la banque. Car, on va le voir, celle-ci n'est nullement acquise. Aujourd'hui nous sommes souvent persuadés, et contre toute expérience, que les banquiers fous n'existent pas ; nous sommes habitués à associer la rationalité et la sagesse, l'irrationalité et la folie. Tel n'est pas le cas pour Smith¹⁴. Je vais revenir bientôt sur ce point.

En attendant, force est de poser la question de comprendre comment cette heureuse substitution de la monnaie bancaire à la monnaie métallique s'effectue. En effet, on s'attendrait à ce qu'une émission de monnaie bancaire, s'ajoutant à la quantité de monnaie métallique en circulation, se traduise par une baisse de la valeur de la monnaie. C'est ainsi que Hume soutenait qu'un accroissement de la quantité de monnaie n'avait pas d'autre effet, finalement que de faire baisser la valeur de la monnaie. Et c'est d'ailleurs exactement cet argument de Hume¹⁵ que Smith lui-même utilise littéralement dans le chapitre 4 du livre II pour montrer que la baisse séculaire du taux de l'intérêt n'a pas été provoquée par l'afflux de monnaie originaire d'Amérique, afflux qui a engendré selon lui une hausse de tous les prix et qui a donc laissé les taux d'intérêt inchangés. La raison pour laquelle Smith n'utilise pas cet argument « quantitativiste » dans le chapitre 2 est apparue mystérieuse aux yeux de nombreux commentateurs tels J. Viner¹⁶ ou encore récemment A. Arnon¹⁷. Smith affirme qu'il n'y a pas de hausse de prix parce qu'aucune monnaie *supplémentaire ne peut entrer dans la circulation* ; le pouvoir d'achat de cette monnaie supplémentaire ne peut s'exercer qu'aux guichets des banques pour y être converti en métal¹⁸. C'est pourquoi la banque qui l'a émise en excédent se trouve ainsi rapidement au bord de la faillite, puisqu'elle se vide de ses réserves métalliques jusqu'à ce que les billets émis en excès lui soit rendus et que ses réserves sont nécessairement insuffisantes. Sans doute ce phénomène apparaît évident à Smith, mais il ne le fut pas pour ses lecteurs, tels Ricardo.

¹³ J'emprunte cette analyse à S. Diatkine et M. Rosier « systèmes bancaires et croissance chez Steuart et Smith, *Economie et Sociétés, Oeconomica*, série PE, n° 27, 1998.

¹⁴ Ce n'est que lorsqu'il est malade, sur le point mourir, que le « fils de l'homme pauvre » adopte une « splenic philosophy » qui permet d'effectuer le calcul rationnel montrant qu'il s'est trompé en échappant à la condition de son père. Cf. sur ce point D. Diatkine « Vanity and the Love of System in Theory of Moral Sentiments », *The European Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 17:3, September 2010.

¹⁵ « De l'intérêt », *Essais moraux, politiques et littéraires*, Paris, PUF, 2001, pp. 472-485.

¹⁶ *Studies in the Theory of International Trade*, New York, 1937, Harpers and Brothers Publishers, p.87.

¹⁷ *Op. cit.*

¹⁸ Cette idée sera baptisée un peu plus tard « loi du reflux » et jouera un rôle important dans les grandes controverses monétaires et bancaires britanniques du début du XIX^{ème} siècle.

Aujourd'hui il est fréquent d'interpréter la position de Smith comme une anticipation de ce que l'on nomme « l'approche monétaire de la balance des paiements »¹⁹. Sous sa forme initiale, cette analyse vise à montrer qu'en régime de taux de changes fixes²⁰, un accroissement de la quantité de monnaie émise par les autorités monétaires (de l'offre de monnaie) ne se traduira pas (à l'équilibre de plein emploi) par une hausse des prix si l'économie est suffisamment « petite », c'est-à-dire si les prix y sont déterminés *ailleurs*, par les prix internationaux. Sous cette hypothèse, les prix ne peuvent alors réagir à l'accroissement de la demande de biens consécutive à l'augmentation de la quantité de monnaie, ce dernier phénomène se traduit alors par une importation accrue de biens et donc par la sortie de la monnaie jusqu'à ce que l'équilibre soit rétabli. La quantité de monnaie retrouve son niveau d'équilibre.

T.M. Humphrey²¹ s'est attaché à montrer que cette approche a été anticipée par Smith. D. Laidler²² a nuancé cette appréciation, en soulignant que la politique monétaire, et son sujet la Banque Centrale, n'est pas au cœur de l'analyse développée dans le chapitre 2 du Livre II de la *Richesse des nations*. D'ailleurs, on sait que c'est littéralement le déni de la politique monétaire qui caractérise la critique du système mercantile qui est au cœur de l'ouvrage. C'est donc une autre voie qu'il faut emprunter.

En premier lieu, la situation initiale est celle d'une circulation entièrement métallique. L'or constitue une fraction du capital circulant de l'économie, fraction qui est donc coûteuse à acquérir et à entretenir. Puis le crédit bancaire permet de remplacer l'or dans la circulation. Le premier point est de comprendre comment s'effectue ce « remplacement » et le second de comprendre ce que devient alors le métal. La métaphore du « grand chemin dans les airs » exprime le fait suivant : les agents qui disposent maintenant de billets utilisent leur or dont la détention est alors sans objet pour importer des marchandises (puisque les billets n'ont pas cours à l'étranger). Le prix de l'or n'augmente pas parce que le prix de l'or est fixé, nous dit Smith, par le même principe que tous les prix. Or l'or est une marchandise dont le marché est *mondial*. Il faut comprendre que son prix de marché est le résultat de la mise en rapport de la quantité existante dans le monde entier et l'étendue de son marché²³. Il n'est donc pas affecté par la création de monnaie bancaire locale. C'est le seul point de l'argumentation qui évoque l'hypothèse de la « petite économie ». C'est ce qu'exprime clairement la citation qui conclut presque le chapitre 2 du Livre II :

« Un papier circulant, qui tombe au-dessous de la valeur de la monnaie d'or et d'argent, ne fait pas baisser par-là la valeur de l'or et de l'argent, et il ne fait pas que des quantités pareilles de ces métaux viennent pour cela à s'échanger contre une moindre quantité de toute autre marchandise. La proportion entre la valeur de l'or et de l'argent et celle des marchandises de toute autre espèce ne dépend nullement de la nature ou de la quantité de quelque papier-monnaie que ce soit qui circule

¹⁹ Robert A. Mundell, "The Monetary Dynamics of International Adjustment Under Fixed and Flexible Exchange Rates." *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, no. 2, 1960.

²⁰ Ce qui est le cas lorsque chaque monnaie est définie par rapport au même étalon (l'or ou l'argent). La définition de la monnaie implique ainsi la définition d'un taux de change légal (fixe).

²¹ "Adam Smith and the Monetary Approach to the Balance of Payments", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, vol. 67, n° 6, 1981.

²² "Adam Smith as a monetary economist", *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'Economie*, XIV, n°2, 1981.

²³ En revanche la découverte des mines d'Amérique a modifié les quantités d'or apportées (à long terme) sur le marché mondial, et donc le prix de l'or sur le marché mondial. D'où l'acceptation par Smith de l'argument humien selon lequel la baisse du taux d'intérêt à long terme ne peut être expliquée par les variations de la valeur de la monnaie : la hausse des prix agissant de la même façon sur le numérateur et le dénominateur du taux de l'intérêt...

dans un pays, mais elle dépend toujours de l'état de richesse ou de pauvreté des mines qui se trouvent, à une époque quelconque, approvisionner de ces métaux le *grand marché du monde commerçant*. Elle dépend de la proportion qui se trouve entre la quantité de travail nécessaire pour faire venir au marché une certaine quantité de ces métaux, et celle qui est nécessaire pour y faire venir une certaine quantité de toute autre espèce de marchandise »²⁴.

Smith soutient donc que la quantité de papier monnaie ne peut influencer sur le prix des métaux précieux, et que le prix en terme d'or des marchandises, comme leur prix en terme de n'importe quelle marchandise, dépend en dernière analyse, des conditions *réelles* du marché, c'est-à-dire de son étendue et des quantités tant des métaux que des autres marchandises qui y sont présente. La quantité de papier monnaie est sans effet sur ces conditions *réelles* du marché. C'est donc l'affirmation selon laquelle l'or est une marchandise comme les autres qui fonde la proposition selon laquelle l'émission de papier monnaie n'a pas d'effet sur le prix de l'or.

L'exportation de l'or devenu disponible pour importer des marchandises s'effectue, et il ne reste plus dans l'économie que le métal nécessaire aux orfèvres *et* aux réserves des banques²⁵.

En second lieu, que se passe-t-il si les banques créent un supplément de monnaie bancaire, au-delà de ce qui est nécessaire pour remplacer dans la circulation le métal monétaire ? C'est à cet instant qu'intervient ce qui sera désigné plus tard sous le nom de « loi du reflux ».

En effet les prix monétaires des marchandises sont égaux aux rapports existants entre leur pouvoir d'achat et de celui des métaux précieux. Ces pouvoirs d'achat dépendent de leurs demandes effectives et des quantités de marchandises présentes sur le marché. C'est-à-dire des forces *réelles* de l'économie. Dès lors, si une quantité de billets supplémentaire entre sur le marché, elle entre sur un marché « vide » car toutes les marchandises ont *déjà* été échangées contre la quantité de monnaie nécessaire à leur circulation. Le pouvoir d'achat des billets « en excès d'offre » ne pouvant s'exercer, il serait nul si les banques n'avaient pas pris l'engagement de toujours les convertir contre l'or qu'elles gardent en réserve²⁶. On peut, me semble-t-il, interpréter ainsi la proposition de Smith selon laquelle :

« La quantité de marchandises qu'il s'agit de vendre et d'acheter étant la même qu'auparavant, il ne faudra que la même quantité d'argent pour toutes les ventes et tous les achats. Le canal de la circulation, si je puis me permettre cette expression, restera précisément le même qu'auparavant. »²⁷

La quantité de papier susceptible d'entrer dans la circulation est donc fixée. On peut en conclure qu'aucune monnaie supplémentaire ne pourra entrer dans ce « canal », dont le gabarit est fixé par le pouvoir d'achat des marchandises à faire circuler. Il ne reste plus à leurs détenteurs qu'à échanger ces billets contre des pièces d'or au guichet de la banque qui les a émis. Que peut-on en conclure ? Tout simplement que si l'or métal est une marchandise, à laquelle est associée une utilité privée et

²⁴ RDN, I, 415 (souligné par moi)..

²⁵ Ce raisonnement suppose que l'on admette la confusion classique entre la monnaie (ici la livre sterling) et l'étalon de la monnaie (ici l'or).

²⁶ Smith tonne contre la clause d'option, qui permet aux banques de se soustraire éventuellement à cette obligation.

²⁷ RDN, I, 376.

un coût, ni l'or monétaire ni la monnaie bancaire *ne sont des marchandises*²⁸. Le coût de la monnaie bancaire est nul, et son utilité privée l'est également.

On peut résumer ces propositions de la façon suivante : l'or et l'argent ne sauraient être en quantité insuffisante dans une économie car la quantité de monnaie nécessaire à la circulation des marchandises s'ajustent toujours aux besoins de cette dernière. La monnaie bancaire offre un substitut aux métaux précieux, substitut qui évite aux marchands de conserver par devers eux un capital oisif et qui permet à l'économie de substituer du capital (le blé qui est cultivé sur l'emprise de la « route aérienne ») aux métaux. Et comme la valeur de l'or reste inchangée, la convertibilité des billets assure que la quantité qui en est émise ne peut être excessive, en ce sens que *si* les banques en émettent trop (nous allons voir maintenant pourquoi et comment) elles en subissent les conséquences, tant que les billets sont convertibles en espèces à leurs guichets. La politique d'excédent des échanges extérieurs, mise en place par le système mercantile comme nous le verrons dans le chapitre suivant, est donc inutile.

Enfin une autre différence avec l'approche monétaire de la balance des paiements réside dans le fait que pour cette dernière l'excès d'offre de monnaie est normalement le résultat d'une politique économique désastreuse. Pour Smith, nous allons voir qu'il est le résultat d'une erreur des banques ce qui suppose de comprendre les banques peuvent ne pas être « sages », c'est à dire peuvent se tromper. Il en résulte une seconde différence : la sanction de l'erreur gouvernementale est une crise des changes qui nécessite une dévaluation pour permettre le retour à l'équilibre, la sanction de l'erreur des banques est ici une crise bancaire.

2° La confusion entre monnaie et capital (Acte I)

Il en résulte que la stabilité n'est acquise que sous certaines conditions et si celles-ci ne sont pas remplies, il existe un risque important de destruction de capital, conséquence du surinvestissement ; lui-même conséquence de la surémission. Comme le dit Smith, tout de suite après avoir évoqué le « chemin aérien » cité plus haut :

« Il faut pourtant convenir que si le commerce et l'industrie d'un pays peuvent s'élever plus haut à l'aide du papier-monnaie, néanmoins, suspendus ainsi, si j'ose dire, sur ces ailes d'Icare, ils ne sont pas tout à fait aussi assurés dans leur marche que quand ils portent sur le terrain solide de l'or et de l'argent » (RDN, I, 407)²⁹.

²⁸ Carlo Benetti (cf. « Le problème de la valeur de la monnaie : F. Galiani et Adam Smith », *Cahiers d'économie politique*, n°19, 1991) souligne que si, comme le soutient Smith, aucun revenu n'est associé à la monnaie, la valeur d'échange de la monnaie est nulle. C'est pourquoi on peut soutenir avec lui que la cohérence de la *Richesse des nations* exige de retirer la monnaie de l'ensemble des marchandises et d'en faire un « bon d'achat ».

²⁹ “The commerce and industry of the country, however, it must be acknowledged, though they may be somewhat augmented, cannot be altogether so secure when they are thus, as it were, suspended upon the Daedalian wings of paper money as when they travel about upon the solid ground of gold and silver.” WON II, ii 86. M. Rosier (« Adam Smith et la Pennsylvanie : la main invisible et les ailes dédaliennes du papier monnaie », op.cit.) a noté que Garnier (RDN, I, 407), sans doute inspiré par l'expérience fâcheuse des assignats révolutionnaires, remplace délibérément l'ingénieur et habile Dédale par l'orgueilleux et imprudent Icare en traduisant *daedalian wings* par « ailes d'Icare » ! Pour une interprétation très différente de celle qui est développée ici, cf. M.P. Paganelli, « Vanity and the Daedalian Wings of Paper Money in Adam Smith » in E. Schliesser and L. Montes (eds), *New Voices on Adam Smith*, London and New York: Routledge, 271–89. Ce texte attribue assez curieusement l'origine du papier monnaie à la vanité des riches.

Voyons comment Smith nous décrit cette instabilité. La création de monnaie bancaire s'effectue en premier lieu par l'escompte des lettres de change. Ensuite par l'ouverture de crédits en compte courant. Si les banques ne créaient de la monnaie que pour assurer la *trésorerie* de leurs clients, elles ne couraient aucun risque puisqu'il n'existerait pas de surémission :

« Ce qu'une banque peut avancer, sans inconvénient, à un négociant ou à un entrepreneur quelconque, ce n'est ni tout le capital avec lequel il commence, ni même une partie considérable de ce capital, mais c'est seulement cette part de son capital qu'il serait autrement obligé de garder par devers lui, sans emploi et en argent comptant, pour faire face aux demandes accidentelles. Si le papier-monnaie que la banque avance n'excède jamais cette valeur, alors il n'excédera pas la valeur de l'or et de l'argent qui circuleraient nécessairement dans le pays, supposé qu'il n'y eût pas de papier-monnaie; donc il n'excédera jamais la quantité que la circulation du pays peut aisément absorber et tenir employée. »

« Quand une banque escompte à un négociant une lettre de change réelle³⁰, tirée par un véritable créancier sur un véritable débiteur, et qui est réellement payée à son échéance par ce débiteur, elle ne fait que lui avancer une partie de la valeur qu'il aurait été sans cela obligé de garder sans emploi et en argent comptant, pour faire face aux demandes du moment. Le paiement de la lettre de change, à son échéance, remplace à la banque la valeur de ce qu'elle a avancé, y compris l'intérêt » (RDN, I, 387-388).

On le voit : la banque ne *doit* (et si elle le *doit*, c'est parce qu'aucune force du marché ne l'y incite) prêter que de la monnaie nécessaire à la circulation des marchandises. Si elle prête plus, en escomptant des lettres de change qui ne sont pas « réelles », elle prête du capital.

Mais qui peut leur vendre ainsi de « fausses » lettres de change et pourquoi les banques consentent-elles à les acheter?

Entrent en scène maintenant les faiseurs de projets, personnages typiques de la *Richesse des nations*.

Qui sont-ils ? Tous les capitalistes sont-ils des faiseurs de projets ? Le texte de la *Richesse des nations* ne permet pas de répondre avec assurance à cette dernière question, mais il est très clair dans sa réponse à la première. C'est ainsi que la *Richesse des nations* laisse une place pour des capitalistes routiniers. On les retrouvera sous les traits des prêteurs ou des actionnaires des compagnies par actions cotées.

La première caractéristique du *faiseur de projets* est le fait qu'il est un innovateur, comme l'a souligné E. Pesciarelli qui y voyait un précurseur de l'entrepreneur schumpetérien³¹.

« C'est le capital qu'on emploie en vue d'en retirer du profit, qui met en mouvement la plus grande partie du travail utile d'une société. Les opérations les plus importantes du travail sont réglées et

³⁰ Encore une fois la doctrine des effets réels, attribuée à Smith sur la foi de cette citation, suppose qu'une banque est *toujours* en état de distinguer un effet « réel » d'un effet qui ne l'est pas.

³¹ " Smith, Bentham, and the development of contrasting ideas on entrepreneurship " , *History of Political Economy*, 21:3, 1989, pp. 521-536.

dirigées d'après les plans et les spéculations (*projects*) de ceux qui emploient les capitaux; et le but qu'ils se proposent dans tous ces plans et ces spéculations, c'est le profit.»³².

Plus importante est la question de savoir si les faiseurs de projets sont nécessairement *imprudents*. L'innovation n'est pas synonyme de l'imprudence. Après tout, on sait bien que c'est la routine qui est parfois (et peut être souvent) imprudente.

La définition de la prudence dans la *Théorie des sentiments moraux* est l'objet de la première section de la sixième partie de la *Théorie des Sentiments Moraux* consacrée au « Caractère de la vertu », partie insérée lors de la *dernière* édition du vivant de Smith. La prudence est la première- elle précède la bienveillance et la maîtrise de soi - des trois composantes du comportement vertueux décrit ici par Smith. La dimension économique de la prudence est présentée ainsi :

« L'homme qui vit dans la limite de son revenu se contente naturellement de sa situation qui, par de continuel quoique maigres ajouts, ne cesse de s'améliorer chaque jour » ... « il n'est pas soucieux de changer une situation si confortable, et ne se met pas en quête de nouvelles entreprises ou aventures qui pourraient menacer, sans beaucoup l'améliorer, la sûre tranquillité dont il jouit actuellement. S'il se lance dans de nouveaux projets ou de nouvelles entreprises, c'est certainement qu'ils seront bien réfléchis et bien préparés. Il ne peut jamais être pressé ou forcé par aucune nécessité, mais il a toujours le temps et le loisir de délibérer posément et froidement sur leurs conséquences probables »³³

Ainsi, lorsque le *faiseur de projets* investit ses profits et reste dans les limites de son épargne, il innove *prudemment*. Mais aucune règle de rationalité ne lui impose de le faire. Le faiseur de projets qui emprunte du capital auprès d'une banque lui vend alors une « fausse » lettre de change, fausse en ce qu'elle n'a pas été émise lors du règlement d'une opération d'échange³⁴, mais en anticipant le règlement d'un échange futur³⁵. En d'autres termes la monnaie émise alors par la banque sera destinée à acquérir des biens qui seront revendus demain avec profit. Cette monnaie, qui fonctionne comme capital, est nécessairement destinée à la banqueroute, parce que l'accumulation du capital ne peut être que le fruit de la parcimonie ce qui n'est évidemment pas le cas ici. Mais cette sanction n'est pas immédiate, et les banques ne constatent que tardivement qu'elles ont escomptées de « fausses » lettres de change. En attendant, tout se passe comme si le « canal de la circulation » s'était dilaté sous l'effet du surinvestissement non financé par l'épargne. Smith détaille avec minutie les pratiques qu'il juge (à juste titre) comme tout à fait courantes et qui permettent le « renouvellement des traites », ce qui est une variété de la « Ponzi finance », puisqu'elle consiste à emprunter les sommes qui doivent être remboursées. Les « fausses lettres de change » se multiplient donc et aggravent le phénomène.

Lorsqu'enfin les billets émis par les banques reviennent aux guichets pour être convertis en espèces, les banques constatant qu'elles en ont trop émis, que leur réserve d'or s'épuise, elles réduisent leurs escomptes et déclenchent alors les clameurs et la fureur des faiseurs de projets :

« Les difficultés donc que la banque d'Angleterre, que les principaux banquiers de Londres, et même que les banques écossaises les plus prudentes commencèrent à apporter aux escomptes, au bout

³² RDN, I, 335.

³³ *Théorie des sentiments moraux*, Paris, PUF, 1999, pp. 298-299.

³⁴ Dans les termes de Marx (ou d'Aristote) : circulation de la marchandise (M₁-A-M₂)

³⁵ Dans les termes de Marx : circulation du capital A-M-A'.

d'un certain temps et après s'être déjà toutes trop aventurées, non seulement jetèrent l'alarme parmi les gens à projets, mais même excitèrent leur fureur au dernier point. Leur propre détresse, dont sans contredit la réserve prudente et indispensable des banques fut l'occasion immédiate, ils l'appelèrent détresse nationale, et cette détresse nationale, il ne fallait l'attribuer, disaient-ils, qu'à l'ignorance, à la pusillanimité et à la conduite malhonnête des banques qui refusaient de donner des secours assez étendus aux belles entreprises des hommes de génie, à des entreprises faites pour augmenter l'éclat, la prospérité, l'opulence nationale. Le devoir des banques à ce qu'ils semblaient s'être imaginé, était de leur prêter pour un aussi long temps et pour d'aussi fortes sommes qu'ils pouvaient désirer d'emprunter. Néanmoins les banques, en refusant ainsi de donner plus de crédit à des gens à qui elles n'en avaient déjà que beaucoup trop accordé, prirent le seul moyen qui leur restât pour sauver ou leur propre crédit, ou le crédit public de leur pays »³⁶.

Décrit ici l'*overtrading* et ses effets dans les relations entre les banques et leurs clients. Nous allons bientôt le retrouver dans les relations entre prêteurs et emprunteurs. Les clameurs, les appels à l'aide que provoque la détresse financière témoignent avec éloquence que, là aussi, le silence caractéristique de la relation marchande n'est pas de mise. Les cris des « gens à projets » sont aussi souvent ceux de la collectivité des capitalistes qui, confondant le taux de profit exceptionnel avec le taux naturel de profit, s'identifient tous aux « gens à projets ».

Cependant pourquoi les banques se sont-elles « aventurées » si facilement ? D'abord et avant tout parce qu'elles ne peuvent savoir à l'avance si leurs prêts seront utilisés comme instruments de transaction ou comme capitaux. Les banquiers sont recherchent le profit comme tous les capitalistes. De plus les banquiers sont des amateurs de systèmes comme les autres. Les banquiers (et tous les prêteurs) n'ont aucune raison particulière de ne pas aimer les beaux systèmes, dont les gens à projets sont féconds. Pourquoi refuseraient-ils de financer un « beau » projet, surtout lorsque l'emprunt est garanti par un collatéral qui semble offrir toutes les garanties ? Un banquier particulier ignore les prêts consentis par les autres. Il n'a guère de raison de supposer que, par exemple, la valeur des immeubles qui sert de collatéral à leurs prêts peut s'effondrer si leur liquidation est nécessaire en cas d'échec du projet. En revanche si le projet réussit, il sera remboursé au moyen d'une participation en capital qu'ils n'auront pas de mal à vendre à leur clients, si le besoin s'en fait sentir. En d'autres termes, on sait bien qu'individuellement un banquier peut être prudent, mais c'est collectivement que les banques peuvent être toutes imprudentes. Le risque de système n'est donc pas une nouveauté.

C'est pourquoi une série de règles prudentielles doivent être prises³⁷. Il existe ainsi un risque important de « destruction » du capital bancaire, si les opérations de création monétaire ne sont pas encadrées par cette politique prudentielle *imposée* par l'Etat aux banques pour les protéger des capitalistes, *et donc pour les protéger d'elles-mêmes* :

« Empêcher un banquier de mettre en émission de pareils billets, quand tous ses voisins consentent à les recevoir, c'est une atteinte manifeste à cette liberté naturelle que la loi a pour objet principal de protéger et non pas d'enfreindre. Sans contredit les règlements de ce genre peuvent être

³⁶ RDN, I, 398.

³⁷ Cf. Sylvie Diatkine, *Les fondements de la théorie bancaire – des textes classiques aux débats contemporains*, Paris, Dunod, 2002.

regardés, à quelques égards, comme une atteinte à la liberté naturelle; mais l'exercice de la liberté naturelle de quelques individus, qui pourrait compromettre la sûreté générale de la société, est et doit être restreint par les lois, dans tout gouvernement possible, dans le plus libre comme dans le plus despotique. L'obligation imposée de bâtir des murs mitoyens pour empêcher la communication du feu, est une violation de la liberté naturelle, précisément du même genre que les règlements que nous proposons ici pour le commerce bancaire. » (RDN, I, 410).

3° La confusion entre monnaie et capital (Acte II)

Mais les règles prudentielles bancaires sont-elles suffisantes pour assurer la stabilité du système financier ? En effet cette méfiance remarquable dont témoigne la *Richesse des nations* ne se limite pas à la relation banque / faiseurs de projets. Elle est étendue au marché financier, et pour les mêmes raisons : pour Smith les sociétés par actions ne doivent être mise en place que pour des objets très limités et très sûrs.

Nous retrouvons le faiseur de projets sur le marché financier. Il y emprunte donc du capital. Tout la question est de savoir à qui il emprunte, car nous allons voir que Smith n'objecte rien au fait des capitalistes s'associent pour monter une entreprise, ni même qu'un capitaliste emprunte à un ou plusieurs de ses collègues, mais sous certaines conditions.

Smith sait bien qu'il peut arriver qu'un faiseur de projets prudent ait besoin d'*emprunter* du capital, mais dans ce cas la prudence exige un tel degré d'intimité entre prêteur et emprunteur que le prêt (qui est donc une relation privée) se confond presque avec l'association. Il *n'est pas* un emprunt public car le créancier doit être parfaitement informé des garanties offertes par l'emprunteur, de telle sorte que le risque de défaut soit quasi nul :

« Des commerçants et des entrepreneurs peuvent bien sans doute très légitimement faire aller une partie considérable de leurs affaires et entreprises avec des fonds d'emprunts. Cependant, dans ce cas, il serait de toute justice que leur propre capital fût suffisant pour servir d'assurance, si je puis parler ainsi, au capital de leurs créanciers, ou pour que ces créanciers ne courussent presque aucune chance probable d'essuyer la moindre perte, quand même l'événement de l'entreprise se trouverait extrêmement au-dessous de l'attente des spéculateurs. Encore, même avec cette précaution, de l'argent qu'on emprunte et qu'on n'espère pas pouvoir rendre avant un terme de plusieurs années, ne devrait pas être emprunté à une banque, mais emprunté par obligation sur hypothèque aux individus qui se proposent de vivre du revenu de leur argent sans se donner l'embarras d'employer eux-mêmes le capital, et qui pour cela seront disposés à prêter ce capital à des gens bien solvables, pour un terme de plusieurs années »³⁸.

Ainsi :

1° Une banque *ne doit pas* prêter pour investir ; seules des *relations privées, donc directes* entre épargnant et emprunteurs sont prudentes. Je vais revenir sur ce premier point.

2° Il faut donc que le prêt consenti par un particulier soit assis sur un collatéral solide et que cette solidité soit *bien* connue du prêteur. Cette condition remet en cause l'anonymat de la relation marchande puisque les dotations de l'emprunteur (susceptibles de constituer le collatéral en

³⁸ RDN, I, 392.

question) doivent être *connues* du prêteur. Le prêt du capital doit donc être une relation strictement *privée*.

Ainsi tout prêt de capital par une banque, ou par un particulier qui ne partagerait pas l'essentiel des informations privées concernant son débiteur, est imprudent. L'homme prudent est habile, il a du savoir-faire, il sait anticiper correctement le comportement d'autrui. L'homme prudent ne prend pas d'engagement qu'il ne peut tenir. C'est pourquoi, comme le souverain de Nietzsche dans *Par-delà le bien et le mal*, il est *avare* de ses promesses. Le faiseur de projets prudent est alors un innovateur qui réussit. L'effet de son innovation sera, par exemple, d'élever les salaires courants du travail au-dessus de salaire ordinaire, par exemple :

« Toutes choses égales d'ailleurs, une *entreprise nouvelle* donne de plus hauts salaires que les anciennes. Quand un homme forme le projet d'établir une manufacture nouvelle, il faut, dans le commencement, qu'il attire les ouvriers et les détourne des autres emplois par l'attrait de salaires plus forts que ceux qu'ils gagneraient dans leurs propres professions, supérieurs à ceux que mériterait le nouveau travail, et il se passera un temps considérable avant qu'il puisse risquer de les remettre au niveau commun »³⁹.

L'imprudence en matière économique consiste ni plus ni moins à faire appel au marché pour financer l'investissement. Allons un peu plus loin, car Smith nous y autorise : le marché financier est un oxymore, parce qu'il suppose, comme marché, l'anonymat lors de relations qui ne peuvent être anonymes.

Comme on le sait, le *Stock Exchange* s'était développé à Londres depuis la Révolution de 1688. Aujourd'hui, tout observateur de ce premier début d'organisation du marché financier y voit les premières formes de la finance moderne. Pourtant l'hostilité de Smith à l'égard du marché financier est sans failles. Les compagnies par action, en premier rang desquelles se trouvent les compagnies privilégiées, telles la Compagnie des Indes Orientales, sont considérées comme dangereuses. C'est pourquoi leur champ d'intervention doit être confiné à des domaines très étroits, encadré par des règles contraignantes. Après avoir longuement rappelé l'histoire de la Compagnie des Indes Orientales et montré comment cette société par actions, malgré sa mainmise sur les revenus publics du Bengale, s'enfonça très vite dans des difficultés financières qui la conduisirent, à « mendier » l'aide financière du gouvernement britannique, Smith conclut cette analyse de la façon suivante :

« Les seuls genres d'affaires qu'il paraît possible, pour une compagnie par actions, de suivre avec succès, sans privilège exclusif, ce sont celles dont toutes les opérations peuvent être réduites à ce qu'on appelle une routine, ou à une telle uniformité de méthode, qu'elle n'admette que peu ou point de variation. De ce genre sont : 1° le commerce de la banque; 2° celui des assurances contre les incendies et contre les risques de mer et de capture en temps de guerre; 3° l'entreprise de la construction et de l'entretien d'un canal navigable; 4° une entreprise du même genre, celle d'amener de l'eau pour la provision d'une grande ville. »⁴⁰

On comprend que, pour Smith, la séparation entre propriété et gestion ne peut être sans dangers que dans le cadre d'entreprises routinières, puisqu'alors les commis (les managers) ne sont pas incités à se lancer dans des investissements « immodérés ». En revanche, les compagnies par actions, qui sont souvent des compagnies coloniales, n'ont pu réussir (quand elles y sont parvenues, ce qui

³⁹ RDN, I, 190.

⁴⁰ RDN, II, 381.

est rarement le cas selon Smith) que grâce aux privilèges exclusifs. Et leurs commis, tel Clive ou Dupleix, ont su s'affranchir du contrôle des actionnaires de leurs compagnies pour devenir des nababs et conquérir les Indes.

Aux yeux de Smith, les compagnies par action, qui ne peuvent survivre que grâce aux privilèges conférés par le gouvernement sont parfaitement assimilables ces vieilles institutions héritées des temps médiévaux que sont les corporations, qui permettent l'exploitation des apprentis par les maîtres. Elles ne méritent guère plus de considération et sont non seulement inefficaces⁴¹ mais aussi dangereuses.

Ainsi les banques et les prêteurs prêtent de la monnaie qui sert aux faiseurs de projets à acheter du capital, et qui sert de moyen d'échange aux *sober men*. Or les banques et les prêteurs n'ont, *a priori*, aucun moyen de distinguer entre les deux cas. A la différence des théories contemporaines des marchés financiers, ce n'est donc pas seulement la rentabilité réelle du projet que les prêteurs ignorent, c'est en fait la *nature* même de ce qu'elles prêtent qui leur est opaque. Pour Smith, si les banques savaient qu'elles prêtent de la monnaie qui fonctionne comme du capital et pas de la monnaie qui fonctionne comme moyen d'échange ou, ce qui revient au même, si elles étaient capables de distinguer entre faiseurs de projets prudents et imprudents (aux « entreprises immodérées »), elles ne prêteraient pas à ces derniers car cette opération est directement contraire à leur intérêt. Ce n'est que de façon indirecte, en observant les flux de remboursement de leurs prêts quelles peuvent, *ex post*, vérifier que leur prêts ont bien servi comme monnaie et non comme capital. La difficulté que souligne Smith ici est à la fois une difficulté réelle, en ce sens qu'elle est une difficulté théorique et en même temps continuellement présente dans l'activité économique pratique. C'est pourquoi dans le chapitre 4 du livre II consacré au prêt à intérêt, Smith, après avoir montré, en s'appuyant sur Hume et contre les auteurs mercantilistes que le taux d'intérêt est indépendant de la quantité de monnaie, défend la nécessité du taux légal de l'intérêt, tel qu'il est alors fixé en Grande Bretagne, à 5%, c'est-à-dire un peu plus haut que le taux auquel le meilleur emprunteur (le Gouvernement britannique) emprunte à l'époque, soit 3%. Smith pense que si le taux légal de l'intérêt était fixé plus haut, seuls les faiseurs de projets imprudents, qui anticipent naturellement un taux de profit supérieur au taux ordinaire, accepteraient d'emprunter à un taux si élevé, et, pense-t-il, les banques seraient fortement incitées à leur prêter des fonds. Les emprunteurs

⁴¹ « Le commerce d'une compagnie par actions est toujours conduit par un corps de directeurs. A la vérité, ce corps est souvent sujet, sous beaucoup de rapports, au contrôle de l'assemblée générale des propriétaires. Mais la majeure partie de ces propriétaires ont rarement la prétention de rien entendre aux affaires de la compagnie, mais bien plutôt, quand l'esprit de faction ne vient pas à régner entre eux, tout ce qu'ils veulent c'est de ne se donner aucun souci là-dessus, et de toucher seulement l'année ou les six mois de dividende, tels que la direction juge à propos de les leur donner, et dont ils se tiennent toujours contents. L'avantage de se trouver absolument délivré de tout embarras et de tout risque au-delà d'une somme limitée, encourage beaucoup de gens (qui, sous aucun rapport, ne voudraient hasarder leur fortune dans une société particulière) à prendre part au jeu des compagnies par actions. Aussi, ces sortes de compagnies attirent-elles des fonds beaucoup plus considérables qu'aucune société particulière de commerce ne peut se flatter d'en réunir. »

« Le capital de la compagnie de la mer du Sud se trouva monter une fois à plus de 33 800 000 liv. Le capital, portant dividende, de la Banque d'Angleterre monte actuellement à 10 780 000 liv. Néanmoins, les directeurs de ces sortes de compagnies étant les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que de leur propre argent, on ne peut guère s'attendre à ce qu'ils y apportent cette vigilance exacte et soignée que les associés d'une société apportent souvent dans le maniement de leurs fonds. Tels que les intendants d'un riche particulier, ils sont portés à croire que l'attention sur les petites choses ne conviendrait pas à l'honneur de leurs maîtres, et ils se dispensent très aisément de l'avoir. Ainsi, la négligence et la profusion doivent toujours dominer plus ou moins dans l'administration des affaires de la compagnie »

prudents, les *sober men*, qui empruntent de la monnaie, seraient alors évincés du marché des prêts⁴². Le maintien d'un taux légal particulièrement bas devrait pourvoir opérer une sélection naturelle où les *sobermen* (emprunteurs de monnaie) évinceraient les emprunteurs de capital. Si tel n'est pas le cas, on retrouverait encore une fois l'overtrading :

« Cependant, il n'y a rien dont on se plaigne plus communément que de la rareté de l'argent. - L'argent, aussi bien que le vin, doit toujours être rare pour ceux qui n'ont ni de quoi acheter ni crédit pour emprunter. Ceux qui auront ou l'un ou l'autre, ne manqueront guère, soit d'argent, soit de vin, quand ils voudront s'en procurer. Cependant ces plaintes sur la rareté de l'argent ne sont pas particulières seulement à d'imprudents dissipateurs ; elles sont quelquefois générales dans toute une ville de commerce et dans les pays environnants. La cause ordinaire en est dans la fureur qu'on a souvent d'entreprendre plus qu'on ne peut accomplir. Les gens les plus économes [*sober men*] qui auront fait des spéculations disproportionnées à leurs capitaux, peuvent se trouver dans le cas de n'avoir ni de quoi acheter de l'argent, ni crédit pour en emprunter, tout aussi bien que des prodiges qui auront fait des dépenses disproportionnées à leurs revenus. Avant que leurs spéculations soient dans le cas de leur rapporter ce qu'ils y ont mis, tout leur capital a disparu avec leur crédit. Ils courent de tous les côtés pour emprunter de l'argent, et ils n'en peuvent trouver nulle part. Ces plaintes même générales sur la rareté de l'argent ne prouvent pas toujours qu'il ne circule pas dans le pays le nombre habituel de pièces d'or et d'argent, mais seulement que beaucoup de gens manquent de ces pièces, faute d'avoir rien à donner pour en acheter. Quand les profits du commerce viennent à être plus forts qu'à l'ordinaire, l'envie d'entreprendre au-delà de ses forces est une maladie [*a general error*] qui gagne les gros commerçants comme les petits. »⁴³

Le ton est toujours le même mais c'est une autre histoire qui se joue. Dans le chapitre 2 les banques émettaient trop de monnaie en escomptant de « fausses lettres de change ». C'est cette fois parce que les épargnants ont placé leurs fonds dans des entreprises « immodérées » que l'argent est rare.

Comme on le voit, on ne retrouve pas tout à fait les mêmes protagonistes que lors de la description de la surémission monétaire. Les épargnants, cette fois, ont prêté.

Cette description de la panique financière anticipe ici l'analyse wicksellienne du cycle, comme M. Perlman l'avait déjà noté⁴⁴. Cette fois, les règles prudentielles qui doivent être imposées aux banques ne sont plus suffisantes, puisque c'est l'ensemble des relations financières qui sont concernées et c'est pourquoi Smith prend parti en faveur du taux légal de l'intérêt aussi bas que possible.

Conclusion : une fin de l'histoire ? Le marché financier bien tempéré de Bentham.

On sait bien que la défense du taux légal de l'intérêt par Smith lui vaudra les foudres (respectueuses) de Bentham, qui en janvier 1787 écrit de Crichoff, en Russie Blanche, sa *Défense de l'Usure*, sous forme de lettres dont la dernière est adressée directement à Smith. Comme nous le savons, Bentham lui-même était un grand faiseur de projet, de sorte que la Lettre XIII de la *Défense de l'Usure* peut-elle même être lue comme un plaidoyer *pro domo*. La défense par Smith du taux légal de l'intérêt

⁴² Cette position de Smith a été redécouverte et est maintenant un grand classique des analyses récentes des relations financières, telles celles de J. Stiglitz, « The Causes and Consequences of the Dependence of Quality on Prices », *Journal of Economic Literature*, 1987, mars.

⁴³ Ibid., II, 22.

⁴⁴ Cf. : Morris Perlman " Adam Smith and the Paternity of the Real Bills Doctrine ", *History of Political Economy*, vol. 21, n°1, spring 1989. .

apparaît en complète contradiction avec les arguments en faveur de la liberté des échanges opposés dans la *Richesse des nations* au système mercantile. Bentham dépense beaucoup d'énergie à tenter de montrer que Smith se méfie des tous les faiseurs de projets quels qu'ils soient. Ce qui est faux, on l'a vu. Mais il est difficile de lui donner tort lorsqu'il souligne le fait que l'interdiction du prêt au-dessus du taux fixé par loi est impossible à faire observer, ou lorsqu'il insiste sur le fait que cette mesure ne permet pas de sélectionner les bons des mauvais projets. Car, pour Bentham la différence entre *sober man* et faiseur de projet n'est pas pertinente ; en revanche, il importe de distinguer entre " bons " (c'est à dire rentables) et " mauvais " (insuffisamment rentables, donc voués à l'échec) projets. Or les lois contre l'usure interdisent que s'opère la sélection entre ces derniers. Au contraire, « elles pèsent d'un poids égal, et de tous leur poids sur tous ceux que l'on peut désigner sous le nom de faiseurs de projets, dans le sens le plus impartial et extensif du terme »... « elles pèsent sur tous ceux qui tentent quoique ce soit qui puisse être appelée amélioration »⁴⁵.

C'est pourquoi, les lois contre l'usure encouragent la routine au détriment de l'innovation. Et ce qui est routine aujourd'hui était innovation hier (*Ibid.*, p. 172), et les lois contre l'usure sont un frein au progrès.

L'argumentaire de Bentham est double. Dans un premier temps il esquisse une procédure collective de sélection des projets, procédure qui évoque métaphoriquement le fonctionnement, par essais et erreurs, d'un marché financier hypothétique, puis, dans un second temps une discussion singulière entre le prêteur et le faiseur de projet. Voyons cela.

Le marché financier est aperçu par le truchement d'une superbe métaphore : le progrès économique est celui d'un peuple en marche parcourant une vaste plaine parsemée de trous. Les éclaireurs, tels le héros Marcus Curtius sauvant ainsi Rome, tombent dans ces derniers et le remplissent, rendant ainsi la progression du gros de la troupe plus sûre. (*Ibid.*, p. 180)

Les faiseurs de projet sont donc l'avant-garde de cette armée. Les projets malheureux disparaissent dans les gouffres et *les comblent*, du même coup. Ils permettent ainsi au gros des troupes d'avancer sur les cadavres de leurs promoteurs en sécurité. La faillite des " victimes humaines " est donc nécessaire pour assurer la marche des autres et elle est ici perçue comme la sanction normale du fonctionnement du marché, qui est le grand-prêtre qui opère le sacrifice des audacieux. La seule concession à la présence de l'Etat réside dans l'organisation des marchés, en particulier dans un domaine crucial, celui de leurs mémoires

Ainsi Bentham pense que seul le manque d'informations peut empêcher la convergence vers l'allocation efficace des capitaux, qui se réalise grâce à la faillite des projets inefficaces.

Cependant le second argument de Bentham montre qu'il semble conscient que ce problème d'information n'est pas aussi simple à régler. Bentham affirme en effet que non seulement les lois contre l'usure empêche le marché (quand il existe) de fonctionner, mais surtout qu'elles font perdre aux projets " le bénéfice de la discussion " entre le prêteur et le faiseur de projet. Quand cette discussion peut avoir lieu, alors c'est le prêteur qui est juge" (*Ibid.*, p. 181).

⁴⁵ *Jeremy Bentham's Economic Writings*, Londres, Allen & Unwin, 1952, p. 170, (traduit par moi).

A ce point, il paraît clair que Bentham opère un retournement significatif (et durable). C'est le *sober man* est alors dans la position du prêteur et c'est lui qui modère l'ardeur du faiseur de projet. Sans même discuter la pertinence de la proposition de Bentham, il est nécessaire de souligner que, subrepticement, il supprime du même coup la difficulté qu'il s'agissait de résoudre. Rappelons que pour Smith, les lois contre l'usure avaient précisément pour mérite d'empêcher l'exclusion du marché des prêts de " l'homme prudent ". Maintenant celui-ci *n'est plus dans la position d'emprunteur, mais dans celle de prêteur* ; il est clair qu'il ne court aucun risque de ne plus pouvoir emprunter. La confusion entre le *sober man* et le faiseur de projets n'est plus possible.

La différence de position qui existe entre Smith et Bentham est manifeste. Dans le monde de Smith, le prêteur et l'emprunteur peuvent également être prudents ou imprudents. Ils sont prudents lorsque le prêt est un prêt de monnaie (crédit à court terme destiné à assurer la trésorerie) et ils sont imprudents lorsque le prêt est un prêt de capital. L'imprudence est redoublée lorsque le prêteur est un banquier dont la spécificité est d'être un émetteur de billets de banque. C'est d'ailleurs peut être en réponse à la lettre de Bentham qu'il ajoutera, dans la dernière édition de la *Théorie des sentiments moraux*, en 1790, quelque trois ans après l'envoi par Bentham de sa " Lettre au Dr Smith ", la définition plus précise de l'homme prudent citée plus haut.

En revanche, pour Bentham, les lois contre l'usure sont inefficaces ou dommageables. Pour lui, comme pour nous, le prêt et l'emprunt ne sont rien si ce n'est une figure particulière de l'échange : « Prêter de l'argent à intérêt n'est rien d'autre qu'échanger de la monnaie présente contre de la monnaie future »⁴⁶. Or la " monnaie est l'instrument de mesure des quantités de peines et de plaisirs " ⁴⁷. Par conséquent le prêt de monnaie à intérêt n'est rien d'autre qu'un échange inter temporel d'utilité, et il n'existe pas de raison d'exclure cet échange des règles générales de l'échange.

Avec Bentham apparaît implicitement l'hypothèse selon laquelle il existe un mécanisme ajustant les décisions d'épargner et celles d'investir. La différence essentielle entre la position de Smith et celle de Bentham est donc assez claire. Elle marque, si je ne me trompe pas, la naissance de l'école classique telle que Keynes cherchera à la définir, dans le premier chapitre de la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*.

⁴⁶ *Op. cit.*, Letter II, p. 132

⁴⁷ "The philosophy of Economic Science ", *Op. cit.*, vol. I, p.117.