

« En dépit des principes qui nous enseignent que la monnaie ne joue que le rôle d'un simple intermédiaire, et que les produits ne s'achètent au fond qu'avec des produits, une monnaie plus abondante favorise toutes les ventes et la reproduction de nouvelles valeurs » (Say, 1828-9, t. 1 : 465)

JEAN-BAPTISTE SAY ET LA THÉORIE QUANTITATIVE DE LA MONNAIE

Alain BÉRAUD

THÉMA

Université de Cergy-Pontoise

La théorie monétaire de Say découle de sa théorie de la valeur. Ricardo et son école pensaient que les coûts de production des métaux précieux expliquent la valeur des lingots. Say soutient, contre eux, que l'offre et la demande déterminent aussi bien le prix de l'or et de l'argent que la valeur des monnaies. Il va progressivement approfondir cette idée pour construire une analyse qui est plus proche que celle de Ricardo des interprétations que l'on donne aujourd'hui de la théorie quantitative de la monnaie.

L'inspiration première de Say se trouve dans *La Richesse des Nations*. Il emprunte à Smith sa définition de la monnaie ; il s'appuie pour comprendre le fonctionnement du système bancaire sur la doctrine des effets réels. Cependant, dès la première édition du *Traité*, il s'oppose à Smith sur la question de l'étalon et il rejette l'idée que les autorités puissent intervenir dans la formation du taux d'intérêt¹. Progressivement, il élabore ses propres thèses et s'écarte de l'orthodoxie smithienne.

L'influence qu'exerça Ricardo sur Say est ambiguë. Souvent, elle est, si l'on peut dire, négative : la lecture de l'œuvre de Ricardo incite Say à reformuler ses idées pour mieux s'opposer à lui. Mais, il existe aussi des cas où il reprend simplement à son compte des propositions ricardiennes. L'exemple le plus typique est celui du rapport entre le prix des métaux précieux et celui des monnaies métalliques. Abandonnant la formulation maladroitement des premières versions du *Traité*, Say s'appuie sur le texte des *Principes* pour expliquer le rapport de ces deux grandeurs.

¹« Je ne conçois pas pourquoi Smith approuve la fixation de l'intérêt en Angleterre » (1803, t. 2 : 302)

Sans que l'on puisse parler de rupture, il faut admettre que les positions de Say ont progressivement évolué. S'il reste toujours fidèle à sa thèse initiale, la valeur de la monnaie est déterminée par l'offre et la demande, il la précise en expliquant les effets du monopole d'émission que l'État s'est attribué. S'il maintient l'idée d'une relation entre la quantité de monnaie et les prix, il s'écarte très tôt des versions trop simples de la théorie quantitative en soulignant le rôle qu'a la demande de monnaie dans la détermination de sa valeur. Mais, surtout, il met l'accent sur les effets réels qu'entraînent, sur la répartition des richesses et sur le taux d'intérêt, les émissions de billets. Mieux, en s'appuyant sur son analyse des relations entre l'activité et le mouvement des prix, il peut élaborer les prémisses d'une théorie monétaire des cycles.

Cette analyse des effets réels d'une émission de billets implique l'abandon des thèses que Say avait initialement soutenues sur la question des débouchés. Les *Lettres à Malthus* et le *Cours* témoignent de cette évolution. Analytiquement, le problème tourne autour de la notion de produit. Dans le *Cours*, Say (1828-9, t. 1 : 345) définit le produit comme une chose qui vaut ce qu'elle coûte. Dès lors, la proposition selon laquelle l'offre de produit crée sa propre demande prend un sens particulier. Il ne s'agit pas de nier l'existence des crises. L'intérêt de Say se porte sur un tout autre point. Il veut écarter la thèse de Malthus qui soutenait qu'une augmentation de l'épargne pouvait, en réduisant la demande, bloquer la croissance. Say rejette cette proposition en affirmant que l'accroissement de l'épargne augmente le stock de capital et le revenu et qu'elle accroît ainsi la demande de biens. Une augmentation de l'épargne ne peut pas se traduire par un ralentissement de la croissance.

L'influence de Say sur le développement de la théorie monétaire fut moins profonde que l'on pourrait le penser et prit des formes un peu étranges. Michel Chevalier adopte des thèses très éloignées de celles qu'avait défendues Say. Définissant la monnaie comme une mesure de valeur, il n'imagine pas qu'elle puisse prendre une autre forme que celle d'un numéraire métallique. Pire, abandonnant l'idée que la valeur de la monnaie est déterminée par l'offre et la demande, il revient à des positions curieusement ricardiennes et soutient que le coût de production de l'or et de l'argent explique la valeur des monnaies. Michel Chevalier, dont l'influence fut considérable au moins parmi les libéraux français, marque un retour en arrière. Par contre, la parenté entre certains thèmes explorés par Cournot et les analyses de Say est manifeste. La façon dont Cournot explique les opérations d'arbitrage ne peut manquer d'évoquer les pages où Say expose cette question dans le *Cours*. Les idées soutenues par Cournot sur la question de l'étalon de valeur ne sont pas sans rappeler les positions qu'avait défendues Say : il n'existe pas d'étalon invariable de valeur. Cournot, comme Say, suggère que Smith et Ricardo ont mal posé le problème. La question est pratique et non théorique.

I. LA MONNAIE ET L'ÉCHANGE

Pour définir les fonctions de la monnaie, Say part, comme Smith, de l'étude de la division du travail et des échanges qu'elle suscite. Chacun ne peut

pas créer tous les objets dont il a besoin. Cependant, les échanges en nature ne peuvent se développer car la condition d'existence du troc, la double coïncidence des désirs, est trop rarement satisfaite. Pour tourner la difficulté, l'acheteur offre au vendeur, sinon la marchandise dont il a besoin, du moins un bien que son partenaire pourra facilement échanger contre les denrées qu'il veut acquérir. L'apport de Say à l'analyse de l'échange monétaire est limité mais réel. En introduisant la notion d'utilité dans le raisonnement smithien, il ouvre une voie qu'il n'exploite pas complètement mais sur laquelle, longtemps après, s'engagera Menger.

Comme la vente d'un produit n'est pas immédiatement suivie d'un achat, la monnaie doit être une réserve de valeur. « La qualité que l'on désire essentiellement dans la monnaie, c'est qu'elle conserve sa valeur depuis l'instant où on la reçoit jusqu'à celui où on la donne » (Say, 1828-9, t. 1 : 373).

Le fondement de la valeur d'une chose, c'est son utilité ; le fondement de la valeur de la monnaie, c'est son rôle d'intermédiaire dans les échanges. Il n'est pas nécessaire que la monnaie soit faite d'une matière qui a une valeur intrinsèque. « On peut en faire avec des matières qui par elles-mêmes n'ont absolument aucune valeur, avec une feuille de papier sur laquelle l'empreinte est tracée avec de l'encre. » (*ibid.* : t. 1 : 445)

Say n'exclut pas la thésaurisation (1820 : 258). L'homme qui a vendu des produits peut conserver l'argent reçu dans un coffre plutôt que de le dépenser ou de le prêter. Cependant, dans des circonstances ordinaires, les sommes thésaurisées sont faibles et, de surcroît, leur consommation n'est que suspendue : il n'y a pas de trésor qui ne finisse par être consommé.

Dans l'étude de la détermination de la valeur de la monnaie, Say applique le principe selon lequel l'utilité d'une chose est le seul motif qui nous incite à l'acquérir. Ainsi, la quantité de monnaie qu'un individu souhaite détenir est d'autant plus grande qu'il a plus d'achats et de ventes à conclure. La note qu'il ajouta au passage des *Principes* où Ricardo assimile la valeur du papier-monnaie à un droit de seigneurage explicite clairement son apport. Alors que Ricardo appuie tout son raisonnement sur l'existence d'un monopole d'émission de l'État, Say soutient que cet exemple aurait dû montrer à Ricardo que le principe qui détermine la valeur du papier-monnaie est général et qu'il s'applique à tout bien : la valeur d'une marchandise est déterminée non par son coût de production mais par « le besoin qu'on en a, balancé par la rareté » (Say, 1819a : 482).

I. 1. Les échanges, la monnaie et la loi des débouchés

On a souvent voulu fonder la loi des débouchés sur l'idée que, si la monnaie est un simple instrument des échanges, les produits s'échangent, en réalité, avec des produits. La demande de monnaie serait nécessairement égale à l'offre si bien que l'offre excédentaire de produits serait nécessairement nulle. Cet argument, invoqué dans la première édition du *Traité*, n'est pas acceptable :

si la monnaie est un moyen de circulation, il ne s'en suit pas que son offre est nécessairement égale à la demande.

En fait, dans l'exposé de la loi des débouchés, l'idée que la monnaie est l'intermédiaire des échanges, est plutôt source de difficultés. Elle incite à penser que l'on ne peut acheter que si l'on a vendu et que la valeur des biens qu'un agent peut acquérir à l'instant est limitée par son encaisse monétaire. La quantité de monnaie importe et, si le numéraire vient à manquer, les produits resteront invendus ou ne s'écouleront qu'à perte.

Cependant, dans une telle approche, la définition de la monnaie fait problème si l'on reconnaît qu'il existe bien des façons de régler une transaction. Say n'inclut dans la monnaie que les pièces et le papier-monnaie. Les autres instruments des échanges (les billets de banque, les lettres de change, les effets de commerce...) sont considérés, par lui, comme des signes représentatifs : « ils n'ont de valeur que parce qu'ils assurent aux personnes qui les ont en main la possession d'une autre chose pourvue de valeur par elle-même » (Say, 1828-9, t. 1 : 457). Mais, c'est sur l'idée que les signes représentatifs de la monnaie sont des moyens de paiement qui peuvent être multipliés si le besoin s'en fait sentir que Say s'appuie pour établir la version la plus connue, celle qui figure dans la seconde édition du *Traité*, de la loi des débouchés.

L'évolution de la pensée de Say sur la question des débouchés est complexe. On se bornera, ici, à opposer trois versions : celle de la première édition du *Traité* (1803), celle de la seconde édition (1814) et celle du *Cours* (1828-9). En 1803, l'absence de thésaurisation apparaît comme le fondement de la loi. « La monnaie sert dans [l'échange] à-peu-près de la même manière que les affiches et les feuilles d'avis qui, dans une grande ville, opèrent le rapprochement des gens qui sont dans le cas de faire des affaires ensemble. Au bout de l'année chaque producteur a manié une très grande quantité d'argent, mais sauf quelques soldes de peu d'importance, il ne lui reste ordinairement pas entre les mains plus d'argent comptant à la fin de l'année qu'il n'en avait au commencement... Ceci montre, je l'espère, que ce n'est point tant l'abondance de l'argent qui rend les débouchés faciles, que l'abondance des produits en général » (1803, t. 1 : 152-3). Définissons les produits comme l'ensemble des biens, y compris les services productifs, mais à l'exclusion de la monnaie. La valeur de la demande de produits est clairement égale à l'offre. Mais, l'argument qu'invoque Say pour justifier cette conclusion n'a aucun fondement logique.

Dès 1814, Say abandonne cette formulation. Dans la seconde édition du *Traité*, il défend la loi des débouchés en invoquant le rôle des signes représentatifs de la monnaie. Si une offre excédentaire de produits apparaît, la demande excédentaire de monnaie sera satisfaite par la création de signes représentatifs de la monnaie. « Il y a toujours assez d'argent pour servir à la circulation et à l'échange réciproque des autres valeurs, lorsque ces valeurs existent réellement. Quand l'argent vient à manquer à la masse des transactions, on y supplée aisément, et la nécessité d'y suppléer est l'indication

d'une circonstance très favorable : elle est une preuve qu'il y a une grande quantité de valeurs produites, avec lesquelles on désire se procurer une grande quantité d'autres valeurs. La marchandise intermédiaire qui facilite tous les échanges se remplace dans ce cas avec la plus grande facilité par des moyens¹ connus des négociants » (Say, 1814, t. 1 : 146). Cet argument est repris, sans modifications substantielles, dans les éditions ultérieures du *Traité*. Le fait que la monnaie soit moyen de paiement suggère qu'un agent peut être contraint par la liquidité ; il n'en est rien, car il peut toujours recourir à une forme de crédit.

Dans les *Lettres à Malthus* et dans le *Cours*, on ne trouve aucune référence aux signes représentatifs de la monnaie. Say maintient l'idée que « c'est avec des produits que nous achetons ce que les autres ont produit » (Say, 1828-9, t. 1 : 339). Mais, il précise qu'un bien ou un service ne devient produit que s'il est vendu à un prix qui couvre ses frais de production. « Peut-être, de part et d'autre, n'a-t-on pas assez réfléchi à la valeur du mot produit. Un produit n'est pas seulement une chose pouvant servir aux besoins de l'homme absolument parlant. C'est une chose dont l'utilité vaut ce qu'elle coûte... On ne produit véritablement que, lorsque tous les services producteurs étant payés, le produit vaut les frais de production » (Say, 1828-9, t. 1 : 345-6). On trouve, en note, dans les *Lettres à Malthus*, un passage remarquable où Say se refuse à considérer l'offre de travail d'ouvriers qui ne trouvent pas d'emploi comme une offre effective. « L'ouvrier ne peut travailler d'une manière constante que lorsque son travail paie sa subsistance, et quand sa subsistance est trop chère, il ne convient plus à aucun entrepreneur de l'employer. Alors, on peut dire en économie politique, que l'ouvrier n'offre plus son travail quoiqu'il l'offre avec beaucoup d'instances ; mais cette offre n'est pas acceptable aux seules conditions auxquelles elle peut être faite » (1820 : 271).

On ne doit pas, cependant, considérer cette ultime expression de la loi des débouchés comme un truisme. Say avance, dans ces textes, deux idées importantes. La première est qu'une augmentation de la production accroît la demande de biens. Ainsi, contrairement aux thèses de Malthus, il n'y a pas de raison de penser qu'une accélération de l'accumulation du capital puisse provoquer une crise qui trouverait son origine dans l'insuffisance de la demande effective. C'est un des mérites de Say d'avoir montré que la consommation dépend de la richesse qui est accrue par l'épargne. La seconde idée importante que Say développe dans ces textes concerne les bornes de la production. Contre Malthus, mais peut-être aussi contre Ricardo, il soutient que la production cesse de croître quand la satisfaction que l'on peut tirer d'un produit est inférieure à son coût de production. Cette limite peut être atteinte, comme l'admet Ricardo, dans des sociétés avancées qui butent sur la rareté des ressources naturelles. Mais, elle peut aussi advenir dans des sociétés primitives où les techniques de production sont archaïques et les besoins restreints. Il faut souligner que, dans l'analyse des politiques économiques, cette idée est

¹Say cite, en note, les effets au porteur, les billets de banque, les crédits ouverts...

cruciale. Elle permet de souligner les effets dissuasifs des impôts qui peuvent porter le prix de certains produits à un niveau tel « que la satisfaction qui résulte de leur consommation ne dédommage pas le consommateur du sacrifice qu'il doit s'imposer s'il veut l'acheter » (Say, 1828-9, t. 1 : 349).

I. 2. La mesure de la valeur

En opposant la valeur nominale à la valeur réelle, Smith faisait de la question de l'étalon invariable de mesure un des problèmes théoriques majeurs de l'économie politique. Si Ricardo et Malthus ont critiqué le choix qu'avait fait Smith du travail comme étalon, ils sont restés fidèles à sa démarche. Say est plus critique. Il a toujours écarté la thèse de Smith mais les arguments qu'il avance et sa terminologie sont ambigus. Certes, dans ses derniers écrits, il évite de parler de valeur intrinsèque, de valeur réelle ou de valeur absolue. La rupture est cependant loin d'être complète. Pour Say, la détermination de l'étalon invariable de valeur est plutôt une question qui n'a pas de réponse, qu'une question qui n'a pas de sens. Mais alors que Smith, Ricardo et Malthus posaient le problème de l'étalon comme une question théorique, Say la considère comme une question pratique. C'est sans doute ce déplacement qui constitue l'essentiel de son apport.

Dans le *Cours* (1828-9, t. 1 : 420), Say explique « qu'un échange consommé... est le seul moyen de nous assurer de la valeur d'une chose. On achète une marchandise au moyen d'une autre ; mais pour que nous sachions quelle est la valeur de la première, il faut que nous connaissions la valeur de la seconde. Dès lors, la quantité qu'on est obligé de donner de celle-ci nous apprend quelle est la valeur de l'autre ». Dans ce texte, il semble admettre, dans la première et la dernière phrase, que la valeur est relative et qu'elle se définit comme le taux d'échange observé sur le marché. Néanmoins, la seconde phrase ne peut guère avoir de sens que si on peut parler de la valeur comme une grandeur absolue.

Malheureusement, quand Say développe son argument, c'est sur cette seconde idée qu'il s'appuie. « La chose qui variera le moins dans sa valeur, sera... celle dont le besoin se fera toujours également sentir et dont les procédés de production auront été toujours à peu près les mêmes » (Say, 1828-9, t. 1 : 423). Selon lui, le blé répond à ce double critère car, quand son offre augmente, la population et les besoins s'accroissent de façon telle que l'offre et la demande varient parallèlement. Le lecteur peut, cependant, penser que ce choix peut se justifier autrement. Dans la mesure où le blé a constitué, en Europe, une fraction importante des dépenses alimentaires, l'évolution de son prix doit nous donner au moins une estimation grossière de l'évolution du coût de la vie. Say, comme Cournot, serait un des économistes qui, au moins implicitement, aurait perçu l'intérêt de la construction d'un indice des prix.

I. 3. Des fondements de la valeur de la monnaie

Dans la première édition du *Traité*, Say explique que « l'adoption d'une marchandise pour faire office de monnaie, augmente considérablement sa valeur intrinsèque, sa valeur comme marchandise. C'est un nouvel usage trouvé à cette denrée, et qui la fait rechercher davantage... C'est un emploi qui en absorbe une grande partie et qui, par conséquent, la rend plus rare et plus chère » (1803, t. 1 : 429). Partant de l'idée que la valeur de la monnaie a son origine dans son utilité, Say élabore progressivement une théorie où la demande et l'offre de monnaie déterminent sa valeur.

Il en tire argument pour expliquer qu'à l'époque des grandes découvertes, les prix ont moins augmenté que la quantité de métaux précieux parce que, simultanément, le revenu et la demande de monnaie ont augmenté (Say, 1814, t. 2 : 18). C'est sur ce passage que Ricardo s'appuie pour reprocher à Say d'abandonner la théorie des prix de production. Say (1819a : 484-5) lui répliquera que son objection n'est pas fondée car les coûts de production varient avec la quantité produite. Quand la production augmente, les prix s'accroissent pour deux raisons : il faut faire appel à des terres et à des mines moins fertiles et les prix des services productifs augmentent.

Dans les diverses éditions du *Traité*, l'application de la loi de l'offre et de la demande au marché de la monnaie est décrite très simplement. Quand la quantité de monnaie augmente, alors que la quantité de biens offerte reste inchangée, la quantité de monnaie proposée pour chaque objet à vendre augmente. La valeur de la monnaie diminue proportionnellement à l'augmentation de sa quantité. Si, au contraire, la production de biens d'un pays augmente, la demande de monnaie s'accroît et les prix diminuent. Say semble appuyer implicitement ses arguments sur l'équation des transactions.

Dans le *Cours*, Say précise le mécanisme en s'efforçant d'expliquer les facteurs qui déterminent la demande de monnaie. Le besoin que chacun a de la monnaie dépend du montant des ventes et des achats qu'il doit effectuer. Cependant, les individus peuvent conserver plus ou moins longtemps leur encaisse monétaire : on dirait, aujourd'hui, que la vitesse de circulation varie. Say (1828-9, t. 1 : 392) souligne que « le besoin de monnaie n'augmente pas dans la même proportion que la richesse nationale ». Quand la richesse s'accroît la vitesse de circulation augmente. Say souligne que, dans les pays riches, on supplée souvent à la monnaie en ayant recours à des signes représentatifs de la monnaie.

Le raisonnement de Say implique qu'une variation du taux d'intérêt affecte la demande de numéraire. Le mécanisme est simple. Si un agent a réduit son encaisse monétaire au point de ne pas pouvoir régler, en monnaie, un achat, il a recours au crédit. Il peut, ainsi, payer en émettant un effet de commerce. La pénalité qu'il encourt est fonction du taux d'intérêt qui apparaît ainsi comme une des variables qui affectent la composition du patrimoine de l'agent. On dispose sur ce point de peu de références textuelles. Le *Cours* est

toutefois explicite. « Comme on perd un intérêt en gardant son argent, je présume ... que personne n'en garde au-delà de ce qu'il croit avoir besoin d'en garder ». La demande de monnaie est le résultat d'un choix où l'individu prend en compte les avantages et les coûts de détention de la monnaie. L'intérêt apparaît comme un coût d'opportunité et l'encaisse choisie est l'encaisse optimale.

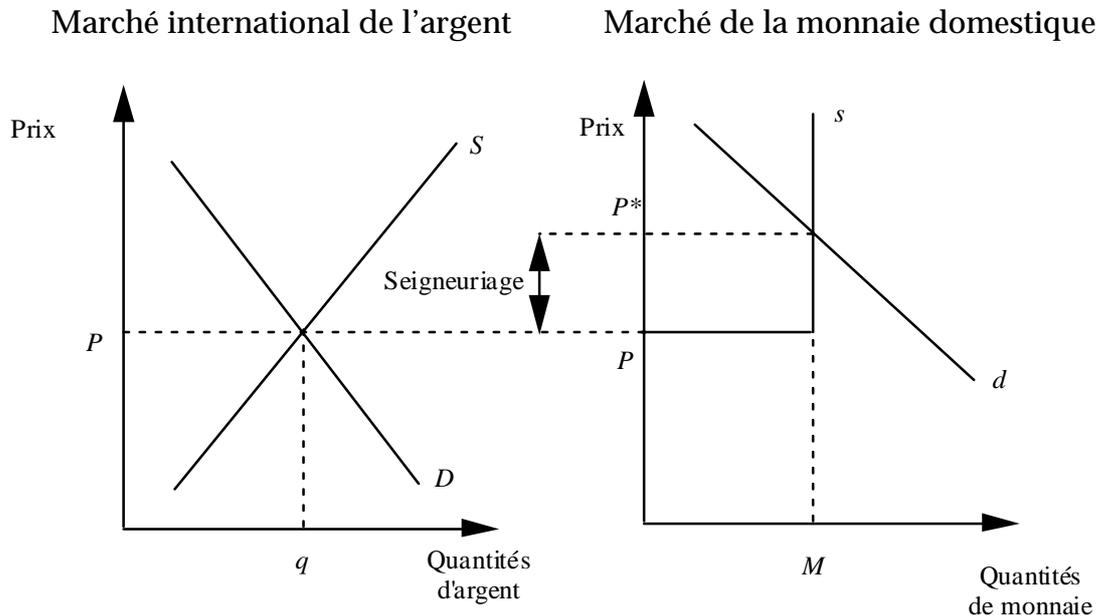
Une des difficultés auxquelles se heurta Say était d'expliquer, à partir de son principe général, l'existence d'une différence entre le prix des espèces monnayées et celui du lingot. C'est la question du seigneurage. Dans les deux premières éditions du *Traité*, la prime de la pièce sur le lingot est présentée comme la contrepartie de l'utilité que les individus retirent du monnayage des pièces. « Le privilège de battre monnaie que [les gouvernements] se sont réservés...leur permet de porter ce bénéfice un peu plus haut que les bénéfices ordinaires des fabrications libres ; c'est-à-dire de l'élever aussi haut que le comporte la facilité qu'ils procurent en divisant l'or et l'argent en pièces de monnaie... Ils ne peuvent pas, et ceci est digne de remarque, faire recevoir la monnaie pour une valeur plus grande que la valeur du métal, plus la valeur qu'y ajoute l'affinage et la façon » (Say, 1803, t. 1 : 442). Ce texte semble comporter deux propositions contradictoires ; Say soutient, d'abord, que le pouvoir de monopole assure à l'État un profit supérieur aux bénéfices ordinaires. Le lecteur s'interroge, cependant, sur l'idée que ces profits de monopoles ne sont que légèrement supérieurs à des profits normaux. Mais, en conclusion, Say suggère que la valeur de la monnaie est égale au coût du métal plus le coût de fabrication de la pièce ; les profits de monopole ont disparu.

Cependant, dans les *Principes* (1817 : 353), Ricardo soutient que « tant que l'État seul frappe les pièces, ce droit de seigneurage est sans bornes ; car en limitant la quantité de pièces, leur valeur peut être augmentée au-delà de toute limite concevable ». Say, dans la troisième édition du *Traité*, reprend, avec un grain de sel, cette idée. Ricardo oppose le marché international des métaux précieux et le marché de la monnaie nationale. Comme les marchés de l'or et de l'argent sont concurrentiels, leurs prix sont déterminés par leur coût de production. Le marché de la monnaie nationale est contrôlé par un monopole : le prix y est fixé par l'offre et la demande. Say évite cette malencontreuse opposition. Dans les deux cas, le prix est déterminé par l'offre et la demande ; mais le privilège qu'a l'État de battre la monnaie lui permet de bénéficier d'un profit exceptionnel à condition de limiter l'offre de monnaie domestique. « Le privilège exclusif de battre la monnaie que [les gouvernements] se sont réservés... leur permettrait même de porter ce bénéfice très-haut, en bornant la quantité de monnaie qu'ils livreraient au public ; car la valeur de la monnaie, comme celle de toute autre chose, est toujours en raison directe du besoin qu'on en a, et en raison inverse de la quantité qu'on en trouve » (1817, t. 1 : 321).

Ainsi, la valeur de la monnaie ne peut pas diminuer en dessous de celle du lingot qui s'établit sur le marché mondial. Mais, une politique restrictive

peut permettre à l'État de faire monter le prix de la pièce aussi haut qu'il le souhaite à condition de limiter les quantités frappées.

Figure 1 : Le prix de l'écu et le prix du lingot



Say ne pense pas que l'État doive chercher à tirer de son monopole d'émission des revenus élevés. En fait, cette politique lui semble impraticable. Si l'État fixe un seigneurage élevé, il rend la contrebande plus fructueuse mais, surtout, il stimule les émissions de billets de banque et d'effets de commerce. La multiplication des signes représentatifs de la monnaie fait baisser son prix jusqu'à son minimum.

Au demeurant, Say est hostile à une politique qui donnerait aux autorités un pouvoir excessif. Supposons, par exemple, que les autorités mènent, depuis longtemps, une politique restrictive qui maintient le prix des pièces au-dessus du prix du lingot. En abandonnant brusquement cette politique, les autorités provoqueraient une hausse des prix qui entraînerait une profonde modification de la répartition des richesses et altérerait le sens des contrats en cours. C'est précisément ce que Say veut éviter (1828-9, t. 1 : 415).

II. LES BANQUES ET LES SIGNES REPRÉSENTATIFS DE LA MONNAIE

Say étudie un système bancaire non hiérarchisé où les banques de circulation émettent des billets convertibles en monnaie métallique. Son cadre d'analyse est voisin de celui de Smith. La question essentielle est d'expliquer les effets d'une émission de billets. Say va préciser le mécanisme décrit par Smith en montrant que l'émission de billets accroît les prix et provoque, ainsi, des sorties d'or et d'argent.

Cette opposition pourrait laisser à penser que Say, conscient des effets des émissions de billets sur les prix, le taux d'intérêt et le niveau d'activité, est,

plus que Smith, partisan d'une intervention de l'État. Il n'en est rien. Dans des termes familiers au lecteur de la *Richesse des Nations*, il reconnaît que la monnaie est un bien public ce qui légitime l'intervention de l'État pour contrôler l'activité bancaire. Cependant, il reste prudent et les mesures qu'il préconise sont celles que Smith jugeait nécessaires. Comme Smith, il pense que la libre concurrence est, dans le domaine bancaire, un mécanisme efficace. Pour assurer la pérennité du système, il suffit d'établir quelques règles simples qui limiteront les abus éventuels des banques de circulation. Ce qu'il faut éviter avant tout, c'est de donner au gouvernement ou aux dirigeants des banques un pouvoir discrétionnaire. C'est sans doute cette conviction qui le conduit à écarter l'idée d'une banque centrale qui régulerait le système en jouant le rôle de prêteur en dernier ressort.

II. 1. Les banques de dépôts, les banques de circulation et les billets de confiance

Say oppose les banques de dépôts aux banques de circulation. Les banques de dépôts sont des établissements publics où les particuliers déposent leurs espèces, leurs lingots et les monnaies étrangères qu'ils peuvent détenir. En contrepartie, la banque leur ouvre un compte et ils peuvent payer leurs créanciers par un virement de compte à compte. Au moins en principe, ces banques ne prêtent pas les sommes qu'elles ont reçues en dépôts. Say considère que les banques de dépôts sont des institutions du passé qui n'ont plus de raison de se développer. Il leur oppose ce qu'il appelle, dans le *Traité*, les banques d'escompte et, dans le *Cours*, les banques de circulation. L'activité principale de ces institutions est d'escompter des effets de commerce, non seulement en utilisant les capitaux de leurs actionnaires, mais, aussi, et c'est là que se trouve leur originalité, en émettant des billets au porteur, payables à vue, qui tiennent lieu de monnaie.

Say construit son analyse en opposant la monnaie et les billets qui ne sont que des signes représentatifs. « La monnaie, même la monnaie de papier, est un agent, un instrument qui tire de ses usages une valeur qui lui est propre... Un billet, une promesse de payer une somme, ne tire point sa valeur du besoin qu'on a du billet, mais du besoin qu'on a de la somme dont il garantit le paiement » (Say, 1828-9, t. 1 : 457). Le public accepte en paiement les billets s'il est persuadé qu'il peut, à chaque instant et sans peine, les échanger contre de la monnaie. Pour assurer cette convertibilité, les banques doivent toujours détenir en caisse des liquidités en quantité suffisante pour acquitter tous les billets qui peuvent se présenter.

Cependant, Say remarque que les signes représentatifs de la monnaie ont une particularité : ils rendent le même service que la monnaie. Son exemple est curieux. Admettons qu'un tailleur s'engage à vous livrer à une date donnée un manteau. Cette promesse, le signe représentatif du manteau, ne peut guère vous protéger contre le froid. Au contraire, tout signe représentatif de la monnaie peut être utilisé comme moyen de paiement. Un billet, même s'il est accepté parce qu'il donne droit au paiement d'une certaine quantité de

monnaie, peut circuler longtemps sans que ses porteurs successifs le présentent à la banque pour être remboursé.

II. 2. Les billets, le taux d'intérêt et les prix

Smith (1776 : 296) expliquait que « quand le papier est substitué à la monnaie d'or et d'argent... la valeur totale de la grande roue de la circulation et de la distribution est ajoutée aux marchandises qu'elle fait circuler et qu'elle distribue ». Say (1803, t. 2 : 23) revient sur la question « de savoir si des billets, des papiers sans valeur intrinsèque, ajoutent quelque chose à la masse des richesses sociales ». Il la précise dans la dernière édition du *Traité* en remarquant que l'activité caractéristique des banques d'escompte consiste à acheter des effets de commerce en émettant des billets. Le public y gagne une augmentation des crédits disponibles et la banque y gagne l'escompte. Le problème est de savoir « quelles sont les bornes de ce double avantage et l'abus que l'on peut en faire ». Dans le *Cours*, son approche est un peu différente. Il note que les billets se substituent à la monnaie métallique qui devient alors disponible pour d'autres usages que la circulation. Les questions sont alors les suivantes : « Comment s'opère cette substitution ? Quelles en sont les bornes ? Quelles classes de la société font leur profit de l'intérêt des nouveaux fonds ajoutés aux capitaux de la nation ? » (Say, 1828-9 : 461).

Très explicitement, Say (1803, t. 2 : 23) considère que Smith a apporté une solution à ces questions et que sa démonstration est « au nombre des plus belles ». Il pense, cependant, qu'elle n'a pas été comprise et se fixe comme tâche de la rendre plus usuelle. Si l'objectif semble modeste, le problème est complexe : le raisonnement de Smith est difficile à interpréter car il ne décrit pas l'ensemble du processus d'ajustement. Il explique seulement que l'émission de billets va provoquer l'exportation d'une fraction du stock de métaux précieux qui étaient utilisés comme monnaie.

Tel sera donc le point de départ de Say dans les premières éditions du *Traité*. « Le numéraire demeurant en circulation dans le pays, est borné par les besoins de la circulation du pays. Dans cet état de choses si l'on trouve les moyens de remplacer les deux-tiers du numéraire ou de la marchandise-monnaie par des billets, il est évident que, dès cet instant, il y a deux tiers de cette marchandise qui deviennent inutiles pour la circulation intérieure. Cette surabondance fait baisser sa valeur ; mais comme il n'y a point de raisons pour que sa valeur baisse dans d'autres lieux... la marchandise se répand dans ces lieux là » (Say, 1803, t. 2 : 25-6). Il s'agit d'une réinterprétation de la thèse de Smith plutôt que d'une reformulation puisque, si l'émission de billets tend à faire baisser la valeur de la monnaie, cette baisse reste virtuelle car les sorties d'or et d'argent rétablissent l'équilibre.

Ce passage disparaît dans la cinquième édition du *Traité*. Say soutient maintenant qu'une émission de billets provoque une baisse de la valeur de la monnaie jusqu'au point où un gramme d'argent contenu dans une pièce a la même valeur qu'un gramme d'argent contenu dans un lingot. Le seigneurage a

totalemment disparu. « Une trop grande multiplication de billets au porteur a d'autres inconvénients. Les signes représentatifs de la monnaie, la remplaçant complètement jusqu'à concurrence des sommes que l'on verse dans la circulation, augmentent réellement le nombre des unités monétaires et en déprécient la valeur. Cette dépréciation peut aller jusqu'au point d'empêcher le gouvernement d'être indemnisé » (Say, 1826, t. 2 : 151).

On comprend alors pourquoi la présentation des diverses éditions du *Traité* est différente. Pour étudier l'effet d'une émission de billets sur le cours de la monnaie, Say avait besoin de comprendre les rapports entre le prix du numéraire et le prix du lingot. Or, Say ne disposait pas lors des premières éditions du *Traité* d'une thèse cohérente sur ce point. C'est simplement quand il eut construit une telle analyse qu'il a pu reformuler les effets d'une émission de billets qui affecte la valeur de la monnaie et non celle du lingot.

L'émission de billets a augmenté le capital national ; elle permet, ainsi, d'accroître le produit. Say cherche à estimer l'ampleur de cet effet. Sa thèse, qui peut apparaître comme une critique implicite de Smith¹, est que les avantages d'une émission de billets sont moindres que ce que l'on pourrait, a priori, penser. Pour que les billets conservent leur valeur, ils doivent être convertibles. À tout instant et sans délai, le porteur doit pouvoir échanger ses billets contre du numéraire. Les banques doivent conserver sous forme d'argent ou de liquidités des sommes suffisantes pour s'acquitter. La constitution de ces réserves est un premier facteur qui limite les gains. D'autre part, les titres acquis par les banques lors de l'émission de leurs billets doivent être facilement réalisables. Les banques de circulation ne peuvent financer que des opérations à court terme. Elles ne devraient pas consentir des avances à l'État. Say (1803, t. 2 : 32) conclut que « les billets de confiance ne peuvent remplacer, et encore en partie, que cette portion du capital national qui fait office de monnaie ». Les arguments développés sont très voisins de ceux exposés par Smith mais le lecteur garde l'impression que Say est plus méfiant vis-à-vis des émissions de billets.

Si les banques de circulation sont bien administrées, si elles sont hors d'atteinte du pouvoir, elles ne font pas courir de risque aux porteurs de billets. Au pire, si une brusque panique fait venir à la fois tous les billets au remboursement, les porteurs recevront en dédommagement, à défaut de numéraire, les effets de commerce à court terme que la banque a acquis lors de l'émission des billets (Say, 1814, t. 1 : 423). Say pense néanmoins que l'émission de billets n'est pas sans risques et qu'il est légitime que l'État prenne des dispositions susceptibles de préserver les individus des abus des banques de circulation. Dans la première édition du *Traité*, c'est sur la métaphore smithienne qu'il pense pouvoir s'appuyer : « le commerce et l'industrie d'une nation, ainsi suspendus sur les ailes icariennes des billets de banque ne

¹Smith (1776 : 321) évoque, au contraire, la possibilité d'une augmentation considérable du produit annuel.

cheminent pas d'une manière si assurée que sur le terrain solide de l'or et de l'argent » (Smith, 1776 : 321). La politique qu'il préconise et la justification qu'il en donne s'inspirent étroitement de la *Richesse des Nations*. « Un des moyens d'empêcher la trop grande multiplication des billets, est de défendre qu'on en fasse au-dessous d'une certaine somme ; de manière qu'ils puissent servir à la circulation des marchandises qui passent d'un négociant à un autre négociant, et qu'ils soient incommodes dans la circulation qui se fait du marchand au consommateur. Mais un gouvernement a-t-il le droit d'empêcher des établissements particuliers d'émettre des petits billets si le public veut bien les recevoir ? Doit-il violer en cela la liberté des transactions qu'il est appelé à défendre ? Sans doute, de même qu'il est autorisé à condamner la construction d'un édifice privé qui menacerait la sûreté publique¹ » (Say, 1803, t. 2 : 41).

Dans les éditions successives du *Traité*, Say reprend souvent les idées qu'il avait avancées en 1803. Mais, sur un point crucial, sa thèse change. Dans la première édition, il soutenait, en citant Smith, que les dangers qui naissent de la multiplication des billets résident dans la maladresse des directeurs de banque et dans les difficultés qui pourraient apparaître si une guerre permettait à l'ennemi de se saisir des contreparties des billets. L'interdiction de l'émission de petites coupures apparaissait comme une disposition adéquate car elle implique le maintien dans la circulation d'une quantité importante de pièces d'or et d'argent.

En 1826, Say abandonne les références à Smith. Le problème lui semble alors que l'émission de billets peut entraîner une hausse des prix. C'est la quantité de billets que l'État devrait contrôler. « On peut élever la question de savoir jusqu'à quel point on peut laisser à des particuliers ou à des entreprises particulières le pouvoir de faire varier à leur gré la valeur d'une marchandise dans laquelle sont stipulées toutes les obligations entre particuliers » (1826, t. 2 : 151-2). Toutefois, Say n'explique pas comment le volume des émissions de billets peut être contrôlé et l'accent qu'il met sur la variation de la valeur de la monnaie peut paraître excessif dans un système où la convertibilité assure un plancher à la valeur du numéraire.

La présentation qui est faite dans le *Cours* de ce problème est plus cohérente car le raisonnement se fonde sur l'idée que les émissions de billets affectent le taux d'intérêt et les prix. Certes, ce mécanisme est mentionné dans le *Traité*, à partir de 1826, mais il n'est pas au centre de l'argumentation. Le *Cours* comporte, par ailleurs, deux innovations fondamentales : la première consiste dans un exposé assez déroutant des rapports entre les banques de circulation et le public ; la seconde, évidemment plus importante, est la prise en compte des effets sur l'activité économique de l'émission de billets.

¹La loi de 1803 qui accorde à la Banque de France le privilège d'émission sur Paris prévoit que le montant de la moindre coupure ne pourra être inférieur à 500 francs. Cette disposition sera maintenue jusqu'en juin 1847 (Jacoud, 2000 : 194-5).

Laissant au second plan ses tentatives pour estimer l'augmentation du revenu qu'autorise la substitution des billets aux pièces de monnaie, Say s'efforce de déterminer les individus qui en sont les bénéficiaires. Son point de départ est l'idée que la banque crée des billets quand elle escompte des effets de commerce. C'est elle qui tire profit du capital ainsi créé. Elle « a acquis des valeurs réelles au prix d'un billet qui ne lui coûte rien, ou peu de chose, et en touche les intérêts » (Say, 1828-9, t. 1 : 462). Si le public ne jouit pas des intérêts du nouveau capital, il trouve néanmoins un avantage à cette opération. En faisant escompter des effets de commerce, il obtient des billets et peut commencer des opérations lucratives qu'il n'aurait pu, autrement, entreprendre que quand les effets seraient arrivés à échéance. Dans les termes que nous utilisons aujourd'hui, on dirait que les banques achètent des titres avec les billets qu'elles émettent et que ces achats réduisent le taux d'intérêt et stimulent l'investissement. La création de billets n'entraîne pas seulement une hausse des prix mais accroît l'activité. Say (1828-9, t. 1 : 465) ne manque pas de noter que la dégradation de la valeur de la monnaie a, par elle-même, un effet favorable sur la production.

Ce qu'il y a de curieux dans l'analyse de Say est qu'il soutient que, dans ce processus, la banque emprunte, en quelque sorte fictivement, des monnaies métalliques à tous ceux qui acceptent de recevoir à leur place ses billets. Le négociant qui vend ses effets contre les billets de la banque réalise un échange « qui équivaut à une opération par laquelle il recevrait de la banque des écus, et les lui prêterait sur-le-champ sans intérêt, parce qu'il peut se servir des billets de banque comme si c'étaient des écus » (Say, 1828-9, t. 1 : 463). Say affirme que, si le négociant utilise son billet pour régler un achat, c'est le vendeur du bien qui, à son tour, prête à la banque les écus qu'il pourrait obtenir en exigeant le paiement de son billet. « Les porteurs successifs des billets... prêtent à la banque une portion oisive de leurs capitaux ; et celle-ci leur donne pour gage de ce prêt ses billets dont ils se servent entre eux comme de monnaie » (Say, 1828-9, t. 1 : 463). Cette fiction laisse perplexe : elle est, sans doute, le prix à payer pour maintenir l'idée que les billets de banque ne sont qu'un signe représentatif de la monnaie.

Ces analyses renforcent l'idée que l'État doit intervenir pour limiter les abus des banques de circulation. Il peut interdire à une compagnie d'émettre des billets au porteur. En l'absence d'une telle intervention le nombre de banques de circulation¹ augmenterait et avec elle la quantité de billets. La hausse des prix qui s'en suivrait affecterait tous les contrats stipulés en monnaie allégeant les dettes des débiteurs et dépréciant les actifs des créanciers. D'autre part, une émission excessive de billets en stimulant artificiellement l'activité

¹Dans la seconde et la troisième édition du *Traité* (1814, t. 1 : 409 et 1817, t. 1 : 403), Say affirme que « l'établissement de plusieurs banques qui émettent des billets de confiance vaut mieux que l'établissement d'une seule ; alors chaque établissement de ce genre cherche à mériter la faveur du public en lui offrant de meilleures conditions et des gages plus sûrs ». En 1826, cette référence à la multiplicité des banques de circulation disparaît.

peut être à l'origine des crises. Cette possibilité montre, selon Say, qu'il convient de restreindre la faculté qu'ont les banques d'émettre des billets.

Say reste très vague sur les modalités de ce contrôle. Il indique seulement que « un des moyens d'empêcher la trop grande multiplication des billets, est de défendre qu'on en fasse au-dessous d'une certaine somme ; de manière qu'ils puissent servir à la circulation des marchandises qui passent d'un négociant à un autre négociant, et qu'ils soient incommodes dans la circulation qui se fait du marchand au consommateur » (Say, 1828-9, t. 1 : 476, note). On en revient à la politique que préconisait Smith et à la mesure qui limitait l'émission de billets de la Banque de France alors que Say ne faisait plus référence à ce type de mesure dans les dernières éditions du *Traité*.

III. PHÉNOMÈNES RÉELS ET PHÉNOMÈNES MONÉTAIRES

Say soutient qu'une variation de la masse monétaire a des effets réels : la monnaie n'est pas neutre. En 1803, il justifie sa thèse en étudiant les effets richesse ; en 1826, c'est la variation du taux d'intérêt qui est au centre de l'argument ; à la fin de sa vie, Say va plus loin et suggère que l'émission de monnaie peut être à l'origine des crises.

III. 1. Les effets richesse

Dès la première édition du *Traité*, Say souligne que l'augmentation des prix qu'induit une augmentation de la quantité de monnaie entraîne une réduction de la valeur réelle des dettes et des revenus dont la valeur est stipulée en monnaie. « L'effet immédiat de l'altération des monnaies est une réduction proportionnée des dettes et des obligations, payables en monnaie, des rentes perpétuelles ou remboursables payables par l'état ou par les particuliers, des loyers et fermages, de toutes les valeurs enfin qui sont exprimées en monnaie et qu'on est appelé à recevoir » (1803, t. 1 : 461). Plus tard, il ajoutera que cette réduction fait gagner au débiteur ce qu'elle fait perdre au créancier (1826, t. 2 : 59). En altérant les monnaies, l'État réalise un gain illicite et excite les débiteurs à faire de même. Fondamentalement, ce qui, pour Say, est condamnable dans l'inflation, c'est l'injustice que, nécessairement, elle engendre.

Say décrit de façon analogue les effets d'une augmentation de la valeur de la monnaie en s'appuyant sur l'exemple du retour à la convertibilité de la livre sterling après les guerres de l'Empire. Deux solutions étaient possibles. « La première consiste à faire une livre sterling d'argent ou d'or de la même valeur que celle où la livre sterling était tombée » (Say, 1828-9, t. 1 : 451). Autrement dit, l'État entérine la dépréciation de la monnaie. C'est une banqueroute partielle. Cependant, Say en minimise la portée. Elle est déjà effective. Les anciens créanciers de l'État ont été lésés mais ils en ont pris leur parti. L'avantage d'une telle politique est de diminuer le poids de la dette publique et d'éviter de rembourser les nouveaux créanciers de l'État dans une monnaie plus précieuse que celle qu'ils avaient prêtée. Le même argument

s'applique aux contrats privés. Ces engagements ont pris en compte la dépréciation de la livre sterling. Ils seraient perturbés par une réévaluation qui obligerait, par exemple, les fermiers à payer plus que la somme qui avait été convenue. Le gouvernement anglais opta, cependant, pour une autre politique. Il décida de réduire la circulation de papier-monnaie jusqu'à ce que la livre sterling retrouve la parité qui était initialement la sienne. Si cet objectif a été atteint, ce n'est pas sans de douloureux inconvénients. La dette publique s'est alourdie ; les fermages se sont élevés alors que les prix diminuaient. « Les classes privilégiées, les fonctionnaires, les pensionnaires de l'État, le clergé et les rentiers ont profité de cette réintégration de la valeur du papier-monnaie ; mais elle a été un fléau pour la masse de la nation et pour l'industrie » (Say, 1828-9, t. 1 : 452).

Cette analyse des conditions d'un retour à la convertibilité montre que, selon Say, une politique monétaire ne doit pas être tournée vers le passé. Quand une monnaie a été dépréciée, il faut en prendre acte et ne pas chercher à revenir à la parité antérieure. L'accent est mis délibérément sur les effets d'une variation des prix sur la répartition des richesses et du revenu. Say n'ignorait pas, cependant, « la gêne et le malaise extraordinaire que la nation anglaise a éprouvés dans les années qui ont suivi la paix de 1815 » (*ibid.*). Il soutient que la politique déflationniste a augmenté les charges réelles de l'État (les intérêts de la dette, les traitements des fonctionnaires et les pensions). Elle a entraîné une hausse des impôts qui freine l'activité.

A l'inverse, Say (1828-9, t. 1 : 465) reconnaît qu'il y a « dans l'abondance, et peut-être dans une dégradation légère, mais lente, de la valeur des monnaies, un avantage plus vague et fort difficile à définir ; mais qui, cependant, s'est presque toujours fait sentir ». Il avance deux raisons. La première est énoncée de façon plutôt sibylline. « Peut-être que la quantité de monnaie s'augmentant plus vite que sa valeur ne décline, on peut toujours payer aux producteurs les services productifs qu'ils ont consommés pour créer leurs produits un peu plus cher qu'ils ne les ont payés eux-mêmes ». On peut penser que Say imagine une situation où la quantité de monnaie augmente plus vite que la valeur des services productifs parce que certains prix monétaires, par exemple les baux, sont fixés par des contrats qui portent sur plusieurs années. Ainsi, les prix de vente augmentent plus vite que les coûts de production et les entrepreneurs bénéficient de profits élevés ce qui les pousse à produire davantage. La seconde idée est plus simple. Say remarque que l'existence d'anticipations inflationnistes¹ incite les individus à accroître leur consommation et, plus généralement, « à se défaire de leur monnaie contre d'autres produits dont la valeur n'est pas exposée à décliner de même » (*Ibid.*).

Bien sûr, Say pense que cet effet expansionniste de l'augmentation de la quantité de monnaie est transitoire. Finalement, l'accroissement de la quantité

¹« Le sentiment confus que chacun a de la dépréciation graduelle de la valeur de la monnaie » (*Ibid.*)

de monnaie sera compensé par une diminution proportionnelle de sa valeur mais, si la dépréciation est très lente, le processus d'ajustement peut durer fort longtemps.

III. 2. Émission de billets et taux d'intérêt

Say (1803, t. 2 : 291) a longtemps soutenu que « quand la quantité de l'argent vient à augmenter, sa valeur échangeable baisse relativement à celle des autres denrées et n'influe pas sur le taux d'intérêt ». Cependant, à la fin de sa vie (1826, t. 2 : 62 ; 1828-9, t. 1 : 466), il abandonne cette thèse et adopte la position que défend Tooke (1826 : 23-4). « Comme presque tout accroissement de papier, sauf celui payé par la banque pour des lingots, est émis au moyen de prêts au gouvernement ou aux individus, il est vraisemblable qu'il affecte d'abord le taux d'intérêt, avant de s'échanger contre des marchandises ». Quand les banques émettent des billets, elles font des avances au gouvernement ou aux particuliers. Le taux d'intérêt baisse ce qui réduit les coûts de production. Certes, l'abondance de monnaie entraîne, par la suite, une hausse des prix mais cette hausse est postérieure à la baisse du taux d'intérêt. Les producteurs achètent leurs moyens de production avant que les prix augmentent et bénéficient de prêts à faible taux d'intérêt. Ils vendent leurs produits quand les prix s'élèvent. Ils réalisent ainsi des profits exceptionnels. Une monnaie dont la masse s'accroît et dont la valeur diminue graduellement est favorable à l'industrie.

En reprenant la thèse de Tooke et en l'intégrant dans son analyse, Say dispose, sinon d'une analyse de l'interaction des phénomènes monétaires et réels, du moins d'un schéma explicatif cohérent. Cependant, fondamentalement, ces effets sont présentés comme fragiles et transitoires. Par ailleurs, Say souligne les inconvénients de l'inflation. Elle entraîne des distorsions dans les prix relatifs et une mauvaise allocation des ressources. Elle décourage les prêteurs de même que la déflation freine les emprunts. Say est persuadé que l'instabilité monétaire est un frein à l'accumulation du capital.

III. 3. La monnaie et les crises

Say revient à deux reprises (1828-9, t. 1 : 416 et 474) sur le rôle de la monnaie dans les crises en s'appuyant sur l'exemple de l'Angleterre en 1825-6. Le point de départ du cycle est l'optimisme qui a incité des entrepreneurs à emprunter pour étendre leurs affaires. Ils n'auraient pas pu réaliser, cependant, leurs projets si les banques n'avaient pas accepté d'escompter les effets qu'ils présentaient. L'émission de billets en contrepartie de ces escomptes a fait tomber la livre sterling en-dessous de sa parité. Les porteurs de billets se sont précipités pour se faire rembourser et obtenir les pièces d'or qu'il devenait rentable de réduire en lingots. S'appuyant sur l'évaluation de Senior (1828), Say assure que des quantités considérables d'or ont, ainsi, quitté l'Angleterre.

La banque d'Angleterre qui est soumise à l'obligation de convertibilité, a été obligée de racheter de l'or et de le faire frapper à perte. Pour éviter ces

pertes, elle devait faire rentrer ses billets. Elle a donc cessé d'escompter des effets. Les banques provinciales se sont trouvées en difficulté faute de pouvoir se procurer des billets de la banque d'Angleterre. Elles ont cessé d'apporter aux entreprises les concours qu'elles attendaient. Les négociants n'obtenant pas d'avances de leurs banquiers ont cherché des fonds en écoulant, même à perte, les marchandises en stock. Les prix se sont effondrés. Des entreprises et des banques ont été mises en faillite.

Le cycle se referme. Say avait montré qu'une croissance lente de la quantité de monnaie et des prix pouvait stimuler l'activité. Il nous explique maintenant qu'une telle évolution va provoquer des sorties d'or et mettre les entreprises et les banques en difficulté. À la phase initiale d'expansion succède une récession ; inévitablement, la conclusion est qu'une stimulation artificielle de l'activité par l'expansion monétaire se paie, tôt ou tard, par un recul de l'activité.

Conclusion

Il est vraisemblable que les historiens ont sous-estimé les apports de Say à la théorie monétaire. Partant de l'enseignement de Smith, il a utilisé de façon systématique le schéma de l'offre et de la demande pour élaborer une version simple, mais plutôt robuste, de la théorie quantitative. Say admet que la création monétaire n'est pas neutre à court terme. Il reprend et développe le fameux thème de Hume qui expliquait les effets bénéfiques de l'expansion monétaire. Mieux, il peut utiliser ce schéma pour construire une analyse où la création monétaire joue un rôle crucial dans le développement des cycles. Il est ainsi conduit à admettre que la liquidité des banques et la solvabilité des entreprises ont une influence fondamentale dans l'apparition et le développement des crises.

L'évolution de la théorie monétaire de Say doit être rapprochée des résultats nouveaux qu'il a obtenus dans d'autres domaines, en particulier dans l'analyse de la valeur. Cependant, la question la plus évidemment connexe est celle des débouchés. Il importe de comprendre que Say reconnaissait l'évolution de ses thèses. À partir du moment où il admettait l'influence de la monnaie sur le niveau d'activité, il devait abandonner les premières formulations qu'il avait données de la loi des débouchés.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- BAUMOL W. J. (1977), « Say's (at least) Eight Laws, or What Say and James Mill Really Have Meant », *Economica*, vol. 44, mai, pp. 145-162.
- CHEVALIER M. (1842-50), *Cours d'économie politique fait au Collège de France*, Paris, Capelle.
- COURNOT A. A. (1838), *Recherches sur les principes mathématiques de la théorie des richesses*, Paris, Hachette, réédition in A. A. Cournot, *Œuvres Complètes*, Pars, Vrin, t. 8, 1980.
- COURNOT A. A. (1863), *Principes de la théorie des richesses*, Paris, Hachette, réédition in A. A. Cournot, *Œuvres Complètes*, Pars, Vrin, t. 9, 1981.

- COURNOT A. A. (1877), *Revue Sommaire des doctrines économiques*, Paris, Hachette, réédition in A. Cournot, *Œuvres Complètes*, Paris, Vrin, t. 10, 1982.
- JACOUD G. (2000), « Léon Faucher, la monnaie et les banques », in : DOCKES P., FROBERT L., KLOTZ G., POTIER J.-P. et TIRAN A. (éd.), *Les traditions économiques françaises*, Paris, CNRS éditions.
- MALTHUS T. R. (1820), *Principles of Political Economy with a view to their Pratical Application*, Londres, John Murray, 2^{ème} édition, 1836, réédition, Cambridge, Cambridge University Press, 1989.
- RICARDO D. (1816), *Proposals for the Establishment for an Economical and Secure Currency*, Londres, John Murray, réédition in *The Works and Correspondance of David Ricardo*, Cambridge, Cambridge University Press, tome 4, 1951.
- RICARDO D. (1817), *On the Principles of Political Economy and Taxation*, Londres : John Murray, réédition in *The Works and Correspondance of David Ricardo*, Cambridge, Cambridge University Press, 1951.
- SAY J.-B. (1803), *Traité d'Économie Politique, ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent, et se consomment les richesses*, 1^{ère} édition, Paris, Deterville.
- SAY J.-B. (1814), *Traité d'Économie Politique, ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent, et se consomment les richesses*, 2^{ème} édition, Paris, Renouard.
- SAY J.-B. (1815), *De l'Angleterre et des Anglais*, Paris : Bertrand, reproduit in J.-B. Say (1996).
- SAY J.-B. (1817), *Traité d'Économie Politique, ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent, et se consomment les richesses*, 3^{ème} édition, Paris, Deterville.
- SAY J.-B. (1819a), « Notes explicatives et Critiques » in la traduction française des *Principes de l'économie Politique*, de David Ricardo, Paris, J.-P. Aillaud, réédition in Ricardo, *Des Principes de l'économie politique et de l'impôt*, Paris : GF-Flammarion, 1992.
- SAY J.-B. (1819b), *Traité d'Économie Politique, ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent, et se consomment les richesses*, 4^{ème} édition, Paris, Déterville.
- SAY J.-B. (1820), *Lettres à M. Malthus sur différents sujets d'économie politique, notamment sur les causes de la stagnation générale du commerce*, Paris, Bossange, réédition in Say (1996)
- SAY J.-B. (1826), *Traité d'Économie Politique, ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent, et se consomment les richesses*, 5^{ème} édition, Paris, Rapilly.
- SAY J.-B. (1828-9), *Cours Complet d'Économie Politique Pratique*, Paris : Rapilly, 2^{ème} édition, Paris : Guillaumin, 1840, 3^{ème} édition, Paris, Guillaumin, 1852, réimpression Osnabrück : Otto Zeller, 1966.
- SAY J.-B. (1841), *Traité d'Économie Politique, ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent, et se consomment les richesses*, 6^{ème} édition, Paris, Guillaumin.
- SAY J.-B. (1996), *Cours d'économie politique et autres essais*, Paris, GF-Flammarion.

- SENIOR N. W. (1828), *Three Lectures on the Transmission of the Precious Metals from Country to Country and the Mercantile Theory of Wealth*, Londres, John Murray.
- SMITH A. (1776), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Londres, Strahan et Cadell, réédition in *The Glasgow Edition of the Works and Correspondance of Adam Smith*, Oxford, Oxford University Press, 1976, traduction française, Paris, PUF, 1995.
- SOWELL T. (1972), *Say's Law : An historical Analysis*, Princeton : Princeton University Press, traduction française, Paris, Litec, 1991.
- STEINER Ph. (1998 b), « The structure of Say's economic writings », *The European Journal of the History of Economic Thought*, vol. 5, n°2, summer, pp. 227-249.
- STEINER Ph. (1999) « Say and the Political Economy of his Time : a Quantitative Approach », *Journal of the History of Economic Thought*, vol. 21, n° 4, pp. 349-368.
- TIRAN A. (1995), « Jean-Baptiste Say, Manuscrits sur la monnaie, la banque et la finance (1867-1832) », *Cahiers Monnaie et financement*, numéro spécial.
- TOOKE T. (1826), *Considerations on the State of the Currency*, Londres, John Murray, réédition New York & Londres, Garland, 1983.