



HAL
open science

Les règles de la pratique: La Banque de France, le marché des métaux précieux, et la naissance de l'étalon-or, 1848-1876

Marc Flandreau

► **To cite this version:**

Marc Flandreau. Les règles de la pratique: La Banque de France, le marché des métaux précieux, et la naissance de l'étalon-or, 1848-1876. *Annales. Histoire, Sciences sociales*, 1996, 51 (4), pp.849-871. 10.3406/ahess.1996.410891 . hal-01027606

HAL Id: hal-01027606

<https://sciencespo.hal.science/hal-01027606>

Submitted on 22 Jul 2014

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

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

Les règles de la pratique. La Banque de France, le marché des métaux précieux et la naissance de l'étalon-or, 1848-1876

In: *Annales. Histoire, Sciences Sociales*. 51e année, N. 4, 1996. pp. 849-871.

Abstract

Practising the Rules: the Bank of France, the Paris Bullion Market, and the Emergence of the Gold Standard, 1848-1876. M. Flandreau.

In this paper, we study the transformations of the French monetary system 1848-1876. We first discuss the claim that bimetallism until 1873 provided the Bank of France with means to make limited use of the discount rate, and find it largely unfounded, at least for the period 1848-1870. We argue that the Bank of France always favoured informal methods to manage the Paris money market, but that bimetallism did not generally facilitate such techniques. Paradoxically, the emergence of the gold standard, which was introduced in France as a practice more than as a rule, gave to the Bank of France increased autonomy. With bimetallism still legally in force, the Bank of France could give silver écus in payments, and exercise greater control on the Paris gold market.

Citer ce document / Cite this document :

Flandreau Marc. Les règles de la pratique. La Banque de France, le marché des métaux précieux et la naissance de l'étalon-or, 1848-1876. In: *Annales. Histoire, Sciences Sociales*. 51e année, N. 4, 1996. pp. 849-871.

doi : 10.3406/ahess.1996.410891

http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/ahess_0395-2649_1996_num_51_4_410891

SYSTÈME MONÉTAIRE ET MARCHÉS FINANCIERS

LES RÈGLES DE LA PRATIQUE

La Banque de France, le marché des métaux précieux et la naissance de l'étalon-or 1848-1876

Marc FLANDREAU

Dans quelle mesure les règles formelles d'une organisation monétaire influencent-elles les comportements, et dans quelle mesure la combinaison de ces comportements définit-elle l'organisation ? Ou encore, est-il possible de qualifier les pratiques des agents et des institutions sans faire référence aux règles du jeu, ou de comprendre ces mêmes règles sans être attentif aux pratiques qu'elles génèrent ou à l'autonomie qu'elles accordent ? Cet essai propose quelques éléments de réponse au travers de l'étude des interactions entre la Banque de France et le marché du métal précieux, et de leurs transformations entre 1848 et 1876.

La littérature considérable sur les « règles du jeu » du système monétaire international au cours du 19^e siècle (Bloomfield, 1959) procède en général en identifiant des principes de fonctionnement supposés universels qui auraient régi les relations monétaires entre les nations. Par rapport à cet idéal type, les particularités nationales, liées à des provisions légales, à des spécificités techniques, ou à une situation géographique donnée sont alors interprétées au moins comme des curiosités, souvent comme des déviations, plus généralement comme des violations des « règles du jeu ».

Une telle approche nous semble inadéquate. Les systèmes monétaires du 19^e siècle n'ayant pas été construits grâce à la définition de règles communes mais plutôt au travers de la convergence (pour des raisons à clarifier) d'un certain nombre de principes de fonctionnement nationaux, il est impossible d'apprécier le système global à partir d'une perception aussi théorique que vague de ses principes de fonctionnement. En effet, les rapprochements internationaux que matérialisa le développement de l'étalon-or après 1870

* Je remercie Mathilde Bourrier et Barry Eichengreen pour leurs suggestions sur des versions préliminaires de ce texte. L'aide de Melle B. Maynard aux Archives de la Banque de France, m'a été très précieuse.

SYSTÈME MONÉTAIRE ET MARCHÉS FINANCIERS

étaient autant de mutations à partir de points de départ nationaux donnés par l'histoire et qui devaient influencer son mouvement.

A ce titre l'exemple de la Banque de France est sans doute l'un des plus intéressants, ne serait-ce que parce que la littérature traditionnelle sur le gold standard a présenté celle-ci (pendant la période 1880-1914) comme étant l'illustration la plus parfaite du « tricheur » par rapport aux « règles du jeu » internationales. En particulier, de nombreux auteurs ont remarqué que la Banque de France ne remboursait pas toujours ses billets en or : il lui arrivait de donner de l'argent en paiement. Pourtant, comme on le verra, à considérer la situation de la Banque de France non pas par rapport à des règles internationales qui n'existent jamais, mais plutôt par rapport aux obligations effectives qui s'imposèrent à elle au cours du siècle, il apparaît que la Banque ne tricha, au sens strict, jamais.

En effet, l'étalon-or, tel qu'il fonctionna en France entre 1880 et 1914 ne fut pas introduit au travers de règles formelles cohérentes. A la différence du régime monétaire antérieur (le double étalon qui lui était régi par la loi), l'étalon-or se développa au travers d'une modification des pratiques de la Banque de France. Par l'adoption de ces pratiques, la Banque devint le pilier (et non un simple acteur) du système monétaire français.

Cet article tente de retracer les principales articulations de cette transformation en montrant comment la nature prétendument étrange de l'étalon-or français devient beaucoup plus transparente dès lors que l'on prend en compte la temporalité dans laquelle les mutations ont eu lieu. En particulier notre message est que le goût très spécifique de l'étalon-or français (tel qu'il émergea dans le courant des années 1870) provient de la survivance partielle d'un cadre formel antérieur. L'altération de ce cadre au début des années 1870 produisit une incohérence qui détermina en retour l'émergence endogène de nouvelles pratiques initiées par la Banque de France : l'étalon-or en France ne connut pas d'autres règles que celles dictées par les pratiques de l'institut d'émission.

Contraintes et objectifs : les règles du jeu bimétallique

Dans un système rattaché au numéraire, la connexion entre la Banque centrale et le marché des métaux mérite une attention particulière. En effet, c'est là que la base de l'organisation monétaire (le métal précieux) et l'édifice circulatoire et financier s'articulent : la Banque octroie des crédits par le biais de l'escompte, ce qui met en circulation des billets dont il faut par ailleurs garantir la « convertibilité » c'est-à-dire l'échange en monnaie métallique, à la volonté des porteurs. En d'autres termes, la Banque fixe le cours des billets en numéraire. Les conditions dans lesquelles elle prend et donne le métal précieux sont donc tout à fait décisives pour juger du fonctionnement global.

Or, à la différence de la simplicité qui caractérisait les opérations de la Banque d'Angleterre (celle-ci à partir du Peel Act de 1844, recevait l'or à un cours fixe et devait rembourser ses billets en numéraire) il semble que les opérations de la Banque de France aient été dépourvues de systématisme, au

moins jusque dans le courant des années 1860 (Plessis, 1985)¹. Du côté de la réception du métal précieux, les choses restaient relativement simples : la Banque prenait le métal sous prélèvement d'un escompte (qui correspondait à la perte d'intérêt que le porteur aurait eu à subir s'il avait livré les « matières » à la Monnaie de Paris) et de frais reflétant le prix de la transformation du métal en monnaie (tel que facturé par l'Hôtel des Monnaies). Il lui arrivait parfois, pour favoriser l'arrivée de métal dans ses réserves, de cesser de percevoir l'escompte, prenant ainsi les matières « au pair »².

C'est du côté de la vente ou des achats directs sur le marché que les opérations étaient plus confuses. En effet, la Banque vendait le métal précieux de façon discontinue, et à des prix variables. En outre, elle était pleinement souveraine dans la détermination du métal des paiements, rachetant ses billets tantôt avec des pièces d'or, tantôt avec des pièces d'argent, tantôt avec les deux monnaies à la fois. Il y avait aussi de fréquentes différences entre le métal donné à Paris et celui donné dans les Succursales. Il arrivait par ailleurs que la Banque achète du métal directement sur le marché, en payant des primes variables. Enfin, la Banque de France, pour améliorer la liquidité du marché des métaux précieux consentait à des taux d'intérêt bonifiés des avances contre dépôts de matières (avec retenue de 1 % par rapport au tarif de la Monnaie).

Pour Plessis, cette multiplicité et cette hétérogénéité de comportements auraient été la preuve que la formulation de la politique de la Banque de France témoignait d'un grand arbitraire³. Cependant, pareil jugement doit, pour être totalement fondé, être complété d'une discussion de l'organisation dans laquelle cette politique prenait place. Aussi, le point de départ proposé ici est le concept de constitution monétaire : ce concept renvoie à l'ensemble des règles formelles qui définissent les cadres de fonctionnement du système de paiement français, tel qu'il avait été fixé par la loi du 7 germinal an XI.

La loi de germinal avait prescrit une règle bimétallique (Thuillier, 1983 et 1993) fondée sur l'option, donnée aux agents qui avaient des dettes libellées en francs, de s'acquitter soit en or, soit en argent, suivant leur gré et selon les termes suivants : s'ils payaient en argent, ils devaient livrer des pièces fabriquées par les hôtels des monnaies de telle sorte qu'un kilogramme d'argent à 9/10 de fin représente 200 francs. S'ils s'acquittaient en or, ils devaient livrer des pièces qui, fabriquées dans les mêmes conditions, représentaient 3 100 francs par kilogramme. De façon implicite donc, ce régime introduisait un rapport « légal » de 15,5 entre les deux métaux précieux⁴.

Ce rapport était appelé à revêtir une importance particulière car le système bimétallique générait des forces de rappel qui empêchaient que le taux

1. Sur la Banque d'Angleterre, voir E. SEYD (1868) et R. S. SAYERS (1970).

2. Avant 1848, la Banque recevait en général l'argent sous conditions d'escompte. Les sources indiquent par exemple qu'en 1854, puis entre 1858 et juin 1860 la Banque reçut l'or sous condition d'escompte. Par ailleurs, entre 1855 et 1857, et entre 1860 et 1862, la Banque se tint prête à acheter de l'or au pair.

3. Un point de vue analogue nous a été exprimé par C. P. KINDLEBERGER. Cependant comme on le verra plus loin, l'existence d'un comportement actif de la part de la Banque centrale n'est pas synonyme d'autonomie. La véritable question est : pouvait-elle agir autrement ?

4. Plus rigoureusement, la loi de germinal définissait les coûts de production des instruments disponibles pour se libérer des dettes exprimées en Francs.

SYSTÈME MONÉTAIRE ET MARCHÉS FINANCIERS

de change entre l'or et l'argent sur le marché libre (le rapport « commercial », ainsi qu'on l'appelait) ne s'écartât sensiblement du rapport légal : supposons par exemple que le rapport commercial ait révélé une tendance à l'appréciation de l'argent. Il devenait alors profitable pour les agents de vendre leurs encaisses argent sur le marché libre, contre de l'or qu'ils faisaient frapper à la Monnaie. Ce mécanisme stabilisait le rapport commercial entre des bornes qui reflétaient les coûts de l'arbitrage (frappe d'un métal et fonte de l'autre). De fait, entre 1848 et 1870 le ratio commercial resta étonnamment stable, en dépit des bouleversements californiens et australiens dans la production du métal jaune : au lieu que l'or se déprécie, la France importait du métal jaune et exportait du métal blanc, arbitrant les déviations entre le cours légal et le cours commercial⁵.

Quelles contraintes un tel système imposait-il à la Banque de France ? Aux termes de la législation bimétallique, la Banque de France, institution privée sous tutelle gouvernementale, était tenue comme tout autre agent d'accepter à tout instant les pièces d'or ou d'argent en paiement, et à tout instant devait se tenir prête à donner au moins l'une des deux monnaies en remboursement de ses billets, c'est-à-dire à payer *soit en pièces d'or, soit en pièces d'argent*. De ce point de vue, le respect des règles du jeu n'impliquait en aucun cas de s'engager à vendre de l'or ou de l'argent à un prix fixe — ce que la Banque de France ne faisait pas — ni d'ailleurs d'acheter ces deux métaux dans des conditions au moins aussi bonnes que celles pratiquées par la Monnaie de Paris — ce qu'elle faisait. La Banque de France, qui n'avait reçu le monopole de l'émission qu'en 1848, avait en quelque sorte « poussé » dans un cadre qui devait s'imposer à tous. Et sa situation vis-à-vis des règles du jeu était *a priori* identique à celle de toute autre personne morale ou physique.

Il n'était donc en particulier pas obligatoire, contrairement à ce que certains auteurs ont prétendu⁶, que la Banque ait dû assurer la conversion de l'argent en or ou de l'or en argent au cours légal, ou — ce qui revient au même — assurer le remboursement de ses billets dans le métal demandé par ses créanciers. En fait, une telle contrainte se serait révélée insoutenable. Supposons en effet que la Banque ait été obligée d'échanger l'or contre l'argent à 15,5. Dans ce cas, toute perturbation sur le marché des métaux précieux aurait conduit les agents à se précipiter à la Banque pour y demander le remboursement de leurs billets dans le métal qui tendait à s'apprécier. En effet, l'arbitrage requérait de collecter les pièces du métal relativement apprécié, mais la collecte avait un coût. En passant par la Banque de France, on aurait pu économiser sur les dépenses d'arbitrage. Certes, ce mouvement aurait agi dans le sens de la stabilisation du rapport or-argent, puisque les pièces du métal « apprécié » auraient alors été fondues et vendues en échange de lingots du métal « déprécié ». Mais l'opération aurait aussi agi dans le sens d'une déstabilisation de la valeur des billets de la Banque de France en termes de métal : car la contrepartie du drainage de la réserve en métal tendant à s'apprécier (à savoir la frappe du métal tendant à se dépré-

5. Voir M. FLANDREAU (1995) pour une étude des coûts d'arbitrage.

6. Voir B. EICHENGREEN (1985) et M. ROCCAS (1987).

cier, et finalement, son retour dans la réserve de la Banque, aboutissant à reconstituer le niveau nominal de cette dernière) impliquait des délais. A court terme, la Banque risquait de voir son encaisse s'effondrer brutalement, mettant en péril la convertibilité des billets. Il était donc crucial que s'établisse une séparation claire entre les domaines qui entraient dans la compétence de la Banque de France (à savoir la convertibilité des billets en au moins une monnaie) et ceux qui entraient dans la compétence des agents (à savoir les arbitrages qui agissaient dans le sens de la stabilisation du taux de change or-argent). On ne pouvait contraindre la Banque à payer dans le métal demandé par ses créanciers. Au contraire, elle devait être autorisée — comme tout autre agent — à jouer sans handicap le jeu bimétallique.

Bien sûr rien n'empêchait la Banque d'arbitrer pour son propre compte et en ce sens de contribuer dans une certaine mesure à la stabilisation du rapport or-argent, en concurrence avec le reste de l'économie. Cependant, la lourdeur des procédures au travers desquelles ce type d'opération avait lieu faisait de la Banque un agent plutôt malhabile, qui devait en fait sous-traiter une grande partie de ses interventions. En effet, l'essentiel des décisions de la Banque de France touchant à l'or et à l'argent étaient prises durant les réunions du Conseil général⁷. En principe, les résolutions qui en émanaient étaient transmises au Caissier Principal, bras agissant de la Banque tant pour les paiements que pour les ventes ou achats à guichet ouvert ou même pour les opérations de gré à gré avec d'autres banquiers. Seulement, tandis que le Conseil général se réunissait de façon hebdomadaire, les paiements étaient gérés par la Caisse sur une base quotidienne. Du coup, les problèmes techniques associés à la manipulation du métal qui devait, en cas de changement de politique, transiter entre les caisses et les caves, entraînaient une certaine rigidité de court terme et même des incohérences⁸.

Par ailleurs, le métal précieux était coté quotidiennement à la Bourse de Paris, ce qui signifiait que le ratio commercial était susceptible de se modifier en permanence. Toute décision prise en fonction de l'état du marché des métaux précieux un jour donné pouvait se révéler inadéquate le lendemain. De plus les régents (représentants des intérêts privés de la communauté économique et surtout financière, ils étaient choisis parmi les plus éminents banquiers de la place) refusaient de laisser à l'exécutif, c'est-à-dire au gouverneur (représentant du pouvoir) la souveraineté sur les décisions importantes pendant l'intervalle allant d'une réunion du Conseil à la réunion suivante. Il était donc impossible de moduler de façon très fine les décisions touchant au métal. Pour remédier à cette difficulté, le Conseil laissait à la Caisse une autonomie aux frontières soigneusement définies. Par exemple, on fixait des limites supérieures (on parlait de « crédit ») pour les délivrances du métal qui avait le plus de chances de s'apprécier. Si l'appréciation avait effectivement lieu, cette pratique permettait de contenir la quantité de métal que la Banque risquait d'abandonner « par erreur » au public.

De façon intéressante, la liberté « constitutionnelle » dont disposait la

7. Rappelons qu'aux termes la loi du 24 germinal an XI, la Banque avait été autorisée à pratiquer le commerce des métaux précieux.

8. Voir les Archives de la Banque, Carton Commerce des Métaux Précieux.

SYSTÈME MONÉTAIRE ET MARCHÉS FINANCIERS

Banque dans la formulation de sa politique en matière de métaux précieux cristallisa dans les années du Second Empire une certaine opposition du public qui tentait de dénier à la Banque de France un privilège dont lui-même jouissait. Ainsi la possibilité pour la Banque de France de refuser de payer les porteurs de billets dans le métal de leur choix était interprétée un peu étrangement comme un refus de servir l'intérêt général⁹.

Paradoxalement, dans le courant des années 1850, la Banque de France s'était d'abord présentée, dans les délibérations officielles, comme victime et non comme bénéficiaire du fonctionnement du double étalon : selon elle, le remplacement graduel de l'argent par l'or dans la circulation (produit des arbitrages qui avaient découlé des découvertes d'or en Californie) lui avait créé de grandes difficultés. Mais après 1865, tandis que s'intensifiaient les accusations, la Banque changea de discours et devint un fervent partisan du système bimétallique : elle développa alors une doctrine qui allait devenir son credo officiel. Certes, elle contrariait un peu le public en lui imposant le métal des paiements : mais ceci aurait permis de défendre l'encaisse, en limitant le recours au maniement du taux de l'escompte. En 1867, alors que la Commission de l'Étalon Monétaire se réunissait pour discuter d'une éventuelle réforme du système bimétallique, la Banque adressa aux délégués une lettre qui résumait sa position : la faculté d'honorer ses paiements dans le métal de son choix lui aurait permis de traverser sans encombre les plus graves crises monétaires ; si les demandes des « spéculateurs » se portaient sur un métal, la Banque pouvait payer avec l'autre, protégeant ainsi le crédit public : « On constate que ce régime monétaire, concluait-elle, établi depuis 65 ans, a fonctionné pendant cette longue période, non seulement sans inconvénients, mais au contraire, au grand avantage du pays, soit au milieu des crises les plus redoutables, soit dans des circonstances ordinaires »¹⁰. Devant la Commission de 1870, le gouverneur Rouland précisait l'argument : « L'existence des deux étalons s'appuie sur une utilité démontrée par l'expérience. L'exemple de l'Angleterre n'est pas heureux, et j'aime mieux la France avec sa double monnaie, échappant plus facilement à la fréquence et à l'intensité des crises monétaires, que l'Angleterre, avec son étalon d'or unique, courbée sous le poids écrasant de ces crises », et condamnée à élever son taux d'escompte de façon brutale¹¹. Autrement dit, en pleine controverse sur le double étalon, surgissait le débat sur le taux de l'escompte¹² : la Banque transformait la question du système en question des moyens.

En effet, depuis le début du siècle, les lois sur l'usure prohibaient l'élévation de l'escompte au-delà de 6 %. En 1857, cette contrainte avait été supprimée et le Conseil général de la Banque était autorisé à passer la limite des 6 % « si les circonstances l'exigeaient ». Mais la manipulation de l'intérêt restait malaisée : le gouvernement favorisait en général la baisse des taux car la hausse tendait à faire baisser le cours des rentes ce qui rendait le financement des déficits de l'Empire plus coûteux. Les industriels et les commer-

9. Voir E. de PARIEU [1868] qui cite le point de vue d'une Chambre de Commerce.

10. *Documents relatifs à la Question Monétaire*, 1867.

11. *Enquête Sur la Question Monétaire*, 1870, vol. 1, p. 88.

12. Pour une synthèse sur le débat sur le taux de l'escompte, voir M. LÉVY-LEBOYER (1976), p. 421 ss.

çants, par ailleurs, craignaient les hausses brutales qui provoquaient des faillites. Ce thème allait d'ailleurs devenir le cheval de bataille des frères Pereire dans leur lutte contre le monopole de la Banque de France. Émile par exemple dénonçait la « terrible faculté » d'augmenter l'escompte, source selon lui de « perturbations effrayantes ». Aussi, la Banque de France tentait autant que possible de ne pas toucher au loyer de l'argent, même lorsque l'encaisse était menacée. On comprend dès lors mieux l'argument de la Banque : contrainte du côté du taux d'intérêt, elle aurait trouvé dans le bimétallisme le moyen d'une plus grande autonomie. Ce thème, qui disparut au début des années 1870, reparut en 1878, puis fut proclamé avec constance jusqu'à la fin du 19^e siècle (alors que le bimétallisme ne semblait être qu'un souvenir).

Ce mélange d'une controverse sur le système et d'une autre sur les moyens est tout à fait remarquable, et mérite qu'on s'y arrête. Il faut, en particulier, évaluer le bien-fondé de la position de la Banque : qu'en était-il véritablement des prétendus effets protecteurs du bimétallisme ? La politique des paiements présentait-elle les avantages que la Banque leur imputa en public ?

La Banque de France et le bimétallisme : autonomie ou contrainte ?

A priori, l'argument des effets protecteurs du bimétallisme peut sembler quelque peu paradoxal. En effet le mécanisme de protection passe par l'option de solder ses dettes dans l'un ou l'autre métal : plus cette option a de valeur pour la Banque — c'est-à-dire plus la faculté de choisir le métal des paiements est protectrice —, moins les créances sur la Banque des billets auront de valeur pour leurs porteurs, ce qui tend à réduire la demande de billets et en fin de compte l'encaisse. La réserve est « mieux » protégée, mais elle est plus réduite. Déjà en 1857 Newmarch et Tooke (1857, vol. 2, p. 216), notaient avec beaucoup de lucidité que les effets du bimétallisme en termes de protection de l'encaisse n'étaient pas sans contrepartie : « La facilité qu'un tel système procurerait à la Banque serait en proportion exacte de l'incertitude caractérisant les créances détenues par le public ». Reste donc à examiner le degré hypothétique de protection.

La politique des paiements et la gestion de la réserve

Afin de clarifier la logique de la politique des paiements et d'évaluer l'autonomie dont disposait la Banque de France dans le cadre du double étalon on propose de partir d'un modèle simple : la volonté de solder ses dettes dans le métal le plus avantageux conduit les individus à comparer le coût d'opportunité associé à la frappe de chaque métal. Pour cela, ils prennent en compte le cours de l'or et de l'argent sur le marché parisien, ainsi que les frais de monnayage, et éventuellement d'acheminement. Trois situations sont possibles, suivant le coût de remplacement des encaisses métalliques. Si le coût de remplacement des encaisses or est exactement égal au coût de remplacement des encaisses argent, il est indifférent de payer en or ou en

SYSTÈME MONÉTAIRE ET MARCHÉS FINANCIERS

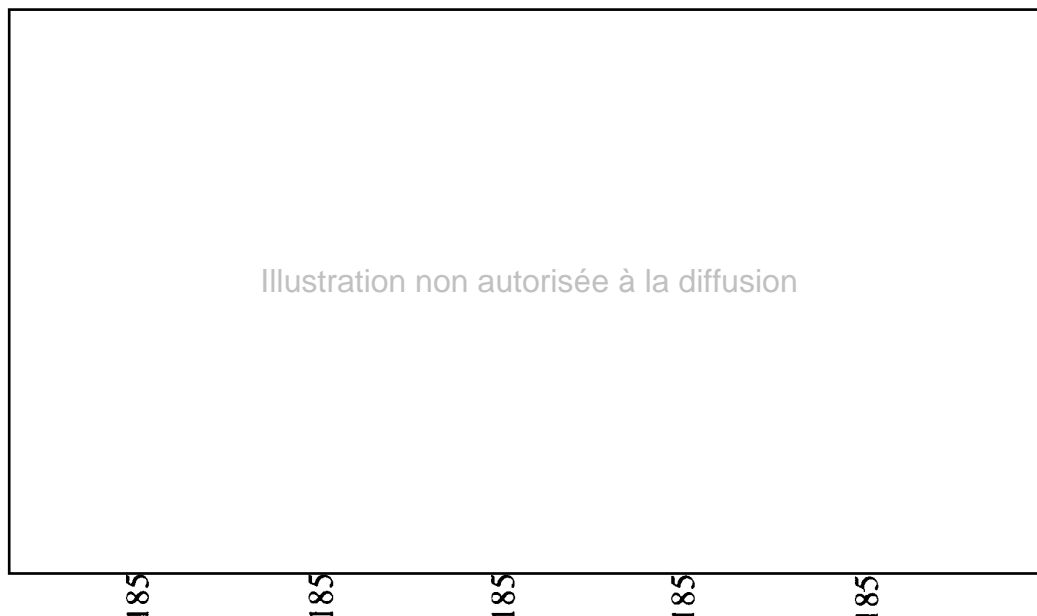
argent : compte tenu du prix de la frappe, ce seuil d'indifférence était, à partir de mai 1849, approximativement égal à 15,58¹³. Par conséquent, si le ratio commercial se situait au-dessus de 15,58 il y avait un avantage comparatif à utiliser exclusivement l'argent. En revanche, si le ratio commercial se situait au-dessous de 15,58 c'était l'or qu'il fallait utiliser de préférence.

Le comportement de la Banque de France était-il cohérent avec ces principes ? Pour répondre à cette question, on se concentrera sur la période qui s'étend entre janvier 1850 et décembre 1854, pour laquelle on dispose d'une information extrêmement détaillée. En effet, le ratio se trouvant aux alentours de 15,58 durant ces mois, le Conseil général débattait presque chaque semaine de la politique des paiements, ce qui permet de suivre avec une extrême précision l'évolution des décisions¹⁴.

La figure 1 présente les variations du ratio commercial par rapport au seuil d'indifférence et indique la nature du métal qui a été majoritairement donné en paiement pendant chaque période : l'exercice constitue donc une sorte de « test » du modèle de comportement développé plus haut. De façon générale, les observations confirment le modèle. Jusqu'à fin 1850, tandis que le ratio commercial se trouvait au-dessus de 15,58, la Banque a en principe toujours donné de l'argent. À l'inverse à partir du début de 1854, alors que le ratio est franchement passé au-dessous du seuil d'indifférence, la Banque a majoritairement payé en or. La période intermédiaire, durant laquelle le ratio fluctuait aux alentours de 15,58, est caractérisée par des paiements de nature essentiellement mixte, ce qui est logique : la Banque utilise tantôt les deux métaux, tantôt un seul. Entre décembre 1850 et avril 1852 par exemple, elle a donné l'or et l'argent en paiement : des crédits or de 2, 4, 10, puis 5 millions ont été ouverts, et la limite des délivrances de métal jaune a été portée de 10 000 francs à 25 000 francs par individu. La Banque a donc pendant cette période laissé à ses créanciers, dans une certaine mesure, le choix du métal — mais seulement parce que les créanciers eux-mêmes étaient parfaitement indifférents entre utiliser l'or et utiliser l'argent. En avril 1852, tandis que le ratio commercial s'élevait légèrement au-dessus de 15,58, la Banque a suspendu ses délivrances d'or, et c'est alors bien sûr l'argent qu'elle a donné. Dès le milieu de l'année cependant, le ratio commercial redescendait, impliquant en principe un retour à la mixité des paiements. Les Procès-Verbaux indiquent que la Banque aurait voulu profiter de l'occasion pour augmenter son encaisse or. Elle décida donc de continuer à conserver le métal jaune, et de ne donner que le métal blanc, ce qui reste cohérent, sauf pour le mois de novembre 1852. Enfin, au début de 1853, la Banque a repris ses paiements en or et les a rapidement intensifiés. À la fin de l'année, elle a commencé à imposer l'or dans ses paiements à raison d'au

13. Le seuil de 15,58 s'applique uniquement à Paris puisque dans cette ville l'existence d'un atelier monétaire à portée de main et d'un marché des métaux précieux permet d'ignorer les coûts de transport. Bien sûr, si on considère une autre ville, le seuil sera légèrement différent, expliquant qu'il y ait des différences entre la composition des paiements à Paris et la composition des paiements en province. Notons par ailleurs que l'on s'abstrait ici des phénomènes d'anticipation.

14. Pour une chronologie détaillée des arrêtés du Conseil général voir M. FLANDREAU (1995, chapitre 5).



Source : Archives de la Monnaie de Paris

FIG. 1. — Le ratio commercial et le métal des paiements

moins un tiers avant de payer exclusivement en métal jaune, à partir de décembre semble-t-il¹⁵.

A un premier niveau d'approximation, la stratégie de la Banque a effectivement correspondu à une politique consistant à donner de préférence en paiement le métal qui était relativement déprécié. Mais s'agissait-il là d'un véritable instrument de protection permettant de fonder une politique de défense de l'encaisse ? Ceci est beaucoup moins probable. En effet, chaque fois qu'elle a légèrement dévié de la politique consistant à donner le métal disponible au meilleur marché, elle a subi une réduction de ses réserves en métal donné « par erreur ». Les agents ont alors immédiatement profité des entorses à la stratégie que l'état du marché des métaux précieux dictaient à la Banque pour arbitrer à bon compte. Les billets étaient présentés en remboursement, et le métal obtenu était fondu. Par exemple, en novembre 1852, bien que le ratio commercial passe au-dessous de 15,58 la Banque continue de payer exclusivement en métal blanc : l'encaisse argent chute alors d'une cinquantaine de millions. De même, pendant le deuxième semestre de 1853, la Banque met un peu de temps à cesser ses délivrances d'argent : elle perd à peu près 150 millions de francs. Ainsi, la politique des paiements, loin de constituer un instrument discrétionnaire de défense de la réserve, était contrainte de s'ajuster aux conditions du marché des métaux précieux. Si la Banque « oubliait » de s'ajuster, le marché le lui rappelait immédiatement.

15. Selon l'économiste Léon Faucher (1853) : « En vertu d'une décision récente du Conseil, la Banque [...] ne rembourse plus qu'en or ». Pas plus que A. PLESSIS (1985, p. 124), nous n'avons trouvé trace de cette décision dans les Procès-Verbaux du Conseil général. Remarquons cependant que les propos de Faucher sont parfaitement cohérents avec le niveau du ratio.

SYSTÈME MONÉTAIRE ET MARCHÉS FINANCIERS

Mieux encore, cette contrainte s'étendait bien au-delà de la politique des paiements : elle était également perceptible dans la gestion des réserves. En effet, si la Banque s'était retrouvée à court du métal qui était relativement meilleur marché, elle aurait dû, pour se conformer à ses obligations statutaires et maintenir la convertibilité, donner l'autre métal en remboursement de ses billets : et les arbitragistes n'auraient pas manqué de profiter de l'aubaine et de s'emparer de cette ressource, mettant ainsi la convertibilité en péril. En 1855, par exemple, l'encaisse or baissait de façon importante, et la Banque vit s'approcher le moment où elle serait obligée de payer en argent¹⁶. En 1860, le problème se posait à nouveau, et la presse remarquait que « le jour où la Banque de France se verrait forcée d'entamer ses millions d'argent, tous les billets en circulation seraient immédiatement présentés aux guichets d'échange par tous ceux qui font commerce des métaux précieux »¹⁷.

Pour remédier à ce type de difficulté, la Banque devait donc trouver un moyen de remplacer le métal s'appréciant par le métal se dépréciant en utilisant un autre canal que celui des paiements. A cette fin, elle eut recours à des transactions avec d'autres institutions financières : les exemples les plus connus sont les échanges de réserves qu'elle opéra avec d'autres banques centrales. En 1860, par exemple, elle échangea avec la Banque d'Angleterre 50 millions d'argent contre 50 millions d'or. Des contrats analogues furent conclus en 1861 avec la Banque de Russie (31 millions), et la Banca Nazionale (9 millions)¹⁸. Ces opérations, cependant, par leur aspect « politique », manquaient parfois de souplesse : ainsi, il semble que le tsar se soit d'abord opposé à la transaction avec la Banque de Russie, avant de donner finalement son accord¹⁹. De tels rebondissements faisaient perdre un temps précieux, surtout quand l'encaisse était menacée, et conféraient aux puissances étrangères un pouvoir considérable.

De ce point de vue, les opérations avec les grandes maisons de banque parisiennes étaient sans doute plus sûres : la Banque de France s'entendait avec elles pour remplacer un métal par l'autre et régler ainsi la composition de sa réserve. Les Archives Rothschild contiennent la trace de plusieurs trocs importants ayant eu lieu au début des années 1860 : la Banque de France cédait au pair (c'est-à-dire au taux de change légal) de l'argent à prendre à Paris contre de l'or qui devait être livré par les Rothschild.

16. « Comme la Banque de France effectuait, de préférence, ses paiements en métal déprécié, l'encaisse or baissa de telle façon que les caissiers furent obligés de donner de l'argent [...]. Cette interruption des remboursements en or risquait, en se perpétuant, de répandre la panique, car elle symbolisait clairement aux yeux du public, un appauvrissement des réserves ! » (RAMON, 1929, p. 260). C. P. KINDLEBERGER parle de menaces de « run » sur les réserves argent.

17. *Indépendance belge*, voir A. PLESSIS, 1985.

18. A. PLESSIS (1985) décrit l'opération à partir des éléments trouvés dans le dossier « Crises économiques et financières » (A. PLESSIS, 1985, p. 242). Quelques éléments supplémentaires se trouvent dans les Archives de la Banque de France (Carton « Métaux Précieux », sous-dossier « Opérations avec Banques étrangères »). On peut aussi trouver des éléments sur cette opération du point de vue des Rothschild dans leur correspondance (132 AQ 891 ss).

19. Voir dossier « Opérations avec Banques étrangères », Arch. de la BdF. L'affaire avec la Banque de Russie devait se faire par l'intermédiaire de la banque Dutfoy, Kinen et Cie, dite Kinen.

Ceux-ci pouvaient arbitrer avec le métal qu'on leur avait laissé, et la Banque se débarrassait ainsi de la présence dans ses réserves d'un métal qui pouvait la mettre en danger²⁰.

En résumé, la politique de la Banque de France en ce qui concerne la gestion des paiements et de la réserve, loin d'avoir le degré d'arbitraire que Plessis a supposé, découlait de façon quasi automatique de contraintes économiques dérivées des règles du jeu bimétallique : la Banque n'avait pas d'autre choix que de payer dans le métal qui se dépréciait et de se débarrasser « par la petite porte » du métal qui s'appréciait. Elle s'est donc retrouvée obligée par le système lui-même à des opérations qui d'ailleurs contribuaient en dernière analyse à la stabilisation du ratio commercial : à hauteur de ses avoirs, et en coopération avec certains intervenants du marché qui étaient plus souples qu'elle, la Banque de France respectait les règles d'un système qui s'imposait à tous.

Les politiques d'espèces

Les « politiques d'espèces » constituaient le second canal par lequel la Banque de France entrait en contact avec le marché des métaux précieux. Techniquement, ce type d'opération, qui fut pratiqué de façon courante en France jusqu'en 1864, consistait à acheter sur le marché le métal comparativement déprécié afin de soutenir l'encaisse. La banque centrale cédait des titres (rentes ou effets de commerce) contre du métal, qui était en général acquis à l'étranger de façon à éviter de perturber les conditions domestiques. Les lingots étaient alors rapidement transformés en monnaie, ce qui permettait d'alimenter l'encaisse et de faire face aux demandes de remboursement jusqu'à la détente du marché monétaire.

Ces pratiques n'étaient pas une spécialité « bimétallique » (la Banque d'Angleterre dans les années 1830 et la Banque de Hambourg en 1857 eurent en effet recours à des mesures similaires). Pourtant la Banque de France affirma, dans les années 1860, que le double étalon leur offrait un contexte particulièrement favorable : selon le gouverneur Rouland par exemple, le bimétallisme impliquait qu'il y ait toujours un métal relativement meilleur marché et sur lequel les demandes de la Banque pourraient se porter²¹.

C'est ainsi qu'entre 1846 et 1848, la Banque se procura des quantités importantes de métal blanc. En décembre 1846, face à l'abaissement de l'encaisse, le Conseil général vota plusieurs crédits pour acheter du métal²². Pour ces opérations, on passa par Hottinguer qui contracta avec les Baring. Ces derniers devaient s'entendre avec d'autres financiers de la City pour collecter (en échange de rentes à 5 %) de l'argent sur la place de Londres. La Banque d'Angleterre, qui faisait parfois commerce du métal blanc, ouvrit un crédit de 30 millions de francs : la Banque de France avait 20 jours pour voir

20. Par exemple Arch. Roth., 132 AQ 891, lettres du 17, 19, et 22 novembre, ainsi que du 4 décembre 1862.

21. Voir par exemple les déclarations de Rouland en 1869.

22. Selon RAMON (1929), le déclin de l'encaisse était dû à la série des mauvaises récoltes qui commença en 1846.

SYSTÈME MONÉTAIRE ET MARCHÉS FINANCIERS

s'il lui était possible de se procurer le métal à meilleur marché²³. L'achat total porta sur 25 millions de francs, et la Banque d'Angleterre céda finalement les rentes à la Banque Impériale de Russie contre de l'or. L'épisode fut en général présenté comme une réussite²⁴, conclusion un peu étonnante puisqu'après une légère remontée de l'encaisse, il fallut reprendre les achats, monter le taux d'escompte, rationner le marché monétaire, et finalement suspendre la convertibilité au beau milieu de la crise de 1848²⁵.

Dans le courant de l'été 1855, l'encaisse de la Banque de France s'effritait à nouveau : la quantité d'or dans les réserves de la Banque à Paris passa de 200 millions à la fin de l'année 1854 à 37 millions à la mi-juillet 1855. Selon les contemporains, il s'agissait là d'un déséquilibre largement interne, lié à un transfert de numéraire entre la capitale et les campagnes (en particulier le Sud-Est)²⁶. Ce phénomène s'inscrivait dans un mouvement d'amélioration des termes de l'échange en faveur des zones agricoles, impliquant une absorption nette de numéraire en proportion de l'augmentation réelle des revenus. Effectivement, le change sur Londres restait stable à proximité du point d'entrée du métal jaune (jusqu'en août inclus il ne dépassa pas 25,175), indiquant qu'il n'y avait aucun profit à envoyer l'or à l'étranger. Comme par le passé, la Banque décida d'avoir recours à des achats de numéraires — cette fois des achats d'or puisque tel était à l'époque le métal le moins coûteux.

Seulement comme la demande portait désormais sur le métal monétaire du marché britannique, on n'espérait donc pas l'obtenir des mains de la Banque d'Angleterre. En effet la politique de cette dernière était d'élever son escompte en cas de drainage en direction de l'étranger, afin de provoquer le retour du numéraire²⁷. L'opération fut donc préparée en secret. Le 2 août 1855, le gouverneur informait le Conseil général que, pour parer à l'abaissement de l'encaisse, il s'était adressé à une « grande maison de Paris » pour avoir dans un court délai 31 millions en or : grâce à leur réseau de correspondants, les Rothschild avaient réuni sur diverses places d'Europe des créances sur Londres qui avaient été utilisées pour se procurer le métal arrivant de Californie et d'Australie. Cette opération marquait le début d'une série continue d'achats de métal jaune, qui devait se poursuivre pendant plus de deux ans : à partir de cette date en effet et jusqu'en janvier 1858, les bilans de la Banque publiés dans le *Moniteur* firent régulièrement état de primes payées pour acquérir le métal précieux.

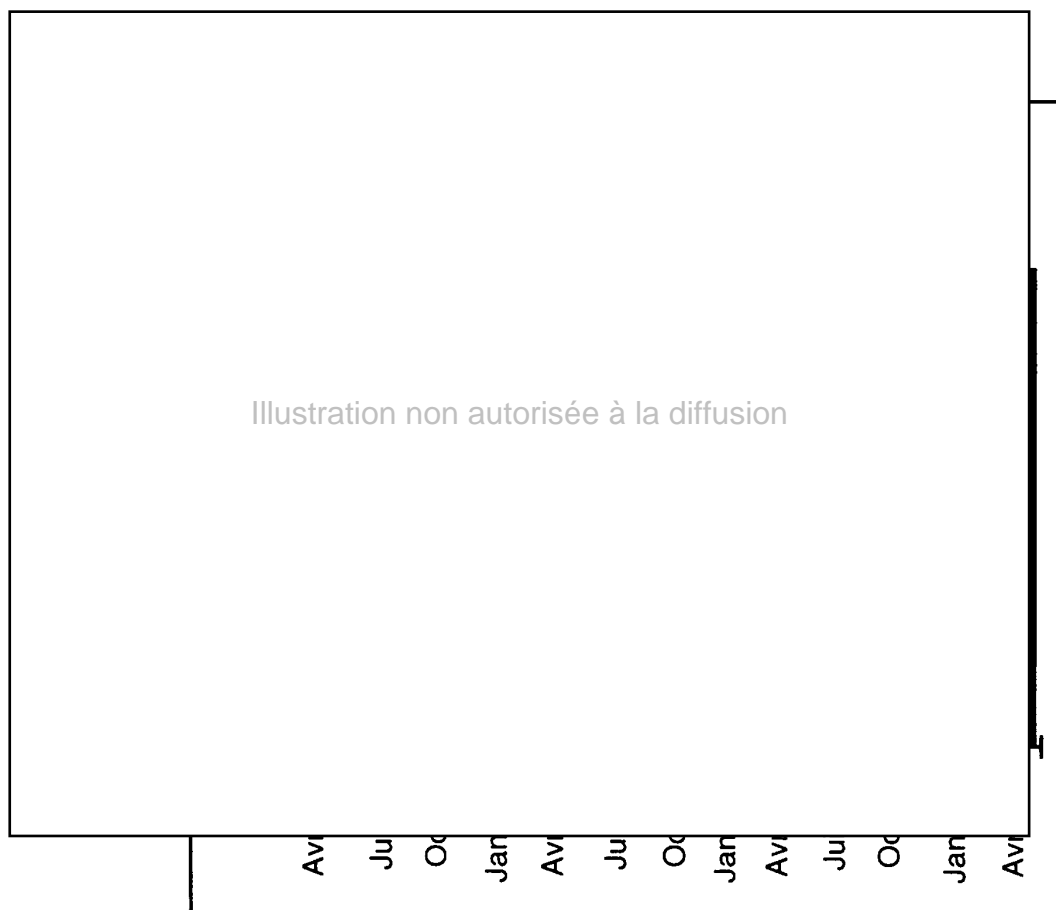
23. Archives de la Banque de France, décembre 1846, sous-dossier « Opérations avec Banques étrangères ». Voir aussi H. SAY, « La crise financière et la Banque de France », *Journal des Économistes*, XVI, 1847.

24. Ce fut en particulier la position officielle de la Banque, qui reconnut plus tard en revanche que les achats d'or des années 1855-1857 avaient manqué leur but.

25. VINER indique par erreur que les achats de la Banque de France en 1847 et 1848 auraient porté sur le métal jaune. Les Archives de la Banque établissent qu'il y eut bien quelques achats de métal jaune, mais seulement en 1848 et pour des montants dérisoires, l'essentiel des opérations ayant porté sur l'argent.

26. Voir RAMON (1929), p. 260.

27. A. PLESSIS (1985) parle d'une mission de Charles Rothschild auprès de la Banque d'Angleterre. Cette démarche, entreprise après le début des achats d'or, aurait échoué (*Indép. Belge*, 21 octobre 1855).



Source : Arch. de la Banque de France, statistiques journalières.

FIG. 2. — Les réserves de la Banque (millions de francs) pendant les achats d'or : 1855-1858

Les contrats relatifs aux achats de matières donnèrent rapidement lieu à de nombreux débats au sein du Conseil général. En effet, en dépit d'achats massifs et coûteux, les réserves restaient stagnantes, comme l'indique la figure 2 qui fait bien ressortir que les politiques d'espèces n'avaient aucun impact sur la faiblesse de l'encaisse — ni d'ailleurs sur ses saisonnalités : le 13 décembre 1855, l'encaisse or détenue à Paris s'élevait à 46 millions, contre 37 millions à la mi-juillet, avant que les achats commencent. Il était clair que les 271 millions achetés depuis l'été avaient fondu comme neige au soleil.

Du coup, le doute vis-à-vis de l'efficacité des politiques d'espèces gagnait du terrain. On sentait que les achats d'or mettaient en marche des mécanismes venant anéantir les rentrées initiales de métal. *A priori*, l'accroissement de la demande de papier sur Londres, en faisant monter le cours de la livre et donc baisser celui du franc, poussait le change vers le point de sortie du métal jaune hors de France. Certains affirmaient donc que l'or acheté était sans doute ressorti.

Cette interprétation, qui a en général été reprise par les historiens de la Banque (Ramon, 1929 ; Plessis, 1985), laissait le gouverneur sceptique. Celui-ci affirmait qu'il avait la garantie que l'or ne ressortait pas. De fait, il

SYSTÈME MONÉTAIRE ET MARCHÉS FINANCIERS

est impossible que les 1 300 millions achetés à cette occasion aient été réexportés ou refondus dans des proportions importantes : on sait que la période 1855-1857 fut caractérisée par des entrées nettes de métal jaune. De plus le change resta relativement éloigné du point de sortie de l'or, et en particulier, ne « mordit » jamais ce dernier (excepté brièvement, en septembre 1855). Mais si l'or acheté n'était pas réexporté, comment expliquer la stagnation de ses réserves de la Banque ?

En fait, l'absence de réexportation d'or ne signifiait pas que les politiques d'espèces avaient une efficacité quelconque : c'était négliger le côté de l'argent. Le produit des mines de Californie et d'Australie, qui se déversait d'abord en Grande-Bretagne avant de gagner le continent, poussait à l'appréciation de l'argent sur le marché de Londres. De sorte que quand un déséquilibre impliquait un envoi de numéraire de Paris vers Londres, c'était le métal blanc qu'on utilisait de priorité : techniquement, le point de sortie de l'argent se trouvait au-dessous du point de sortie de l'or. En cas de dépréciation du franc, c'était le métal blanc qui devrait être exporté²⁸. En conséquence, la brusque montée du change en septembre 1855 fut résolue non par une sortie de métal jaune, mais par une sortie de métal blanc. Le bimétallisme ne faisait donc que masquer, derrière des flux croisés de numéraire (entrée d'or, sortie d'argent) l'inutilité des politiques d'espèces.

La thèse suivant laquelle le double étalon aurait facilité les achats de métal et constitué un moyen actif de défense de la réserve était donc incorrecte : certes, la demande de l'institut d'émission pouvait toujours se porter sur le métal qui était relativement meilleur marché et qui, du coup, ne risquait pas de quitter le pays. Mais c'était l'autre métal qui ressortait par la fenêtre : le bimétallisme ne permettait donc pas de faire l'économie de la hausse du taux de l'escompte. Une fois dissipée la fiction d'une prétendue instrumentalité du double étalon, il avait fallu au milieu de la crise de 1857 doter la Banque de France de moyens « modernes » de défense de l'encaisse et supprimer le plafond légal sur le taux d'escompte. En renchérisant le crédit, la Banque put effectivement contracter la demande de monnaie : ses réserves remontèrent immédiatement et le change redescendit. Comme l'indique la figure 3, c'est bien au sein du régime bimétallique que la Banque de France commença graduellement à ajuster son taux d'escompte à la situation de son encaisse. Le bimétallisme n'avait en rien permis d'éluder cette transformation.

La Banque et les banquiers

Dès lors, la question qui se pose est celle de comprendre pourquoi, alors même que l'épisode de 1855-1857 se révélait être un cuisant échec pour les politiques d'espèces, la Banque de France continua de pratiquer celles-ci (dans une mesure plus modeste il est vrai) jusqu'au milieu des années 1860 ; pourquoi dans le même temps, elle devint un ferme partisan du double étalon ; enfin pourquoi après 1878 elle affirma que le bimétallisme avait pour elle des effets protecteurs.

28. Voir M. FLANDREAU (1995) pour une étude du phénomène à l'œuvre.

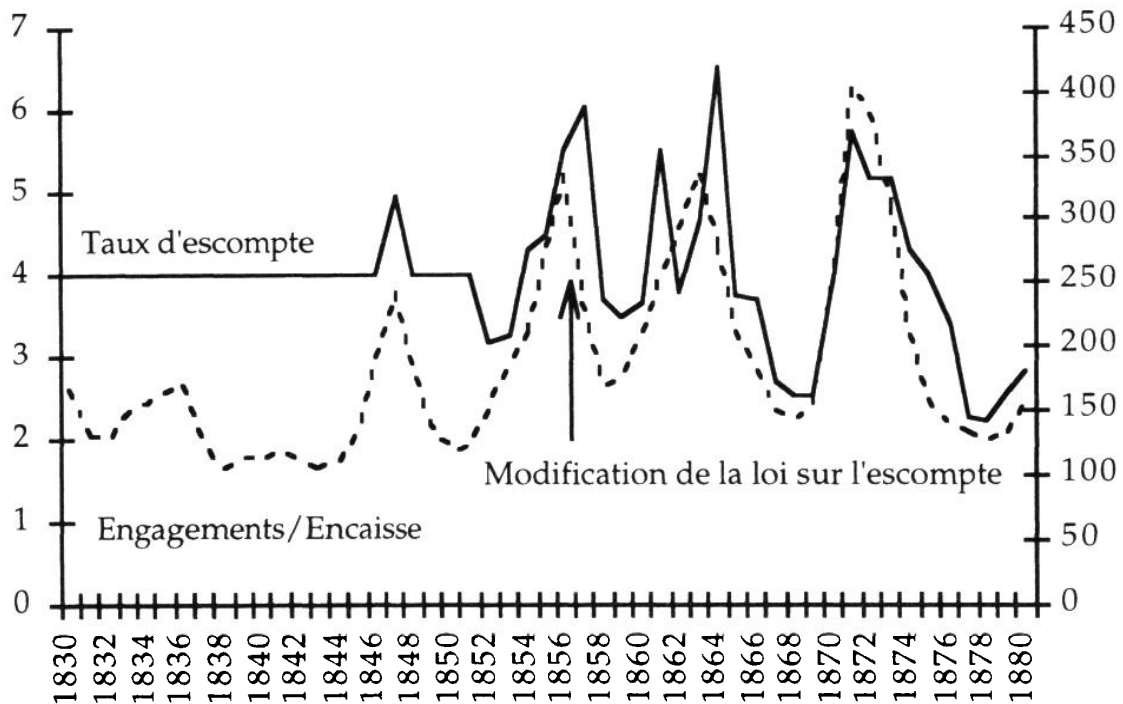


FIG. 3. — Le taux d'escompte et la position de la réserve

Pour partie, la réponse aux deux premières questions se trouve du côté des formes de coopération entre la Banque et les banquiers qui se développèrent sous le double étalon. L'analyse que l'on a proposée de l'inefficacité des politiques d'espèces, si elle s'applique bien aux opérations à grande échelle des années 1855-1857, peut souffrir des exceptions partielles sous certaines hypothèses très spécifiques. Ainsi les achats par l'intermédiaire des banquiers importants pouvaient indirectement servir à soutenir l'encaisse à condition qu'il soit possible d'amener ces derniers à restreindre leurs crédits pendant la période où ils approvisionnaient la Banque. Les politiques d'espèces constituaient ainsi une sorte d'accord tacite où, en échange de primes rondettes (les Rothschild reçurent à eux seuls plus de 8 millions de francs entre 1855 et 1857 !) on conduisait certains intervenants à constituer des « réserves obligatoires » et à limiter leurs escomptes. De cette manière, il était possible d'amplifier l'impact des rationnements de crédit pratiqués par la Banque de France et de les étendre à d'autres portions du marché. L'accord tacite pouvait d'ailleurs devenir explicite, et les banquiers n'hésitaient pas à faire savoir au Conseil général qu'ayant accepté de ne pas faire de retraits en période de baisse de l'encaisse, ils étaient en droit de demander des avantages divers en période d'accalmie²⁹.

Bien sûr, l'efficacité de ce type d'entente supposait que la clientèle des banquiers fournisseurs de métaux soit suffisamment « captive » pour éviter qu'elle se reporte sur un autre intermédiaire qui ré-escompterait à la banque créant ainsi par un autre canal le drainage de l'encaisse. De plus, l'octroi

29. Voir par exemple cette plainte du Comptoir d'Escompte en 1862, qui demandait un avantage spécial pour ses affaires d'argent, en insistant sur le fait que pendant les difficultés de 1861, il s'était abstenu de pratiquer des retraits importants.

SYSTÈME MONÉTAIRE ET MARCHÉS FINANCIERS

de faveurs spéciales à certains banquiers excitait la jalousie des autres. D'où la tendance récurrente à entourer les achats de métaux d'un certain secret. Par exemple il existait en 1855 un Comité pour les achats de matières d'or et d'argent qui était censé exercer le droit de regard des régents sur ce type d'opérations : mais la plupart des transactions échappaient à ce comité³⁰. En pratique, un grand nombre de contrats prenaient la forme d'accords bilatéraux entre le gouverneur et telle maison de banque : le gouverneur mettait ensuite le Conseil devant le fait accompli³¹.

A la fin de 1855, comme le recours à un fournisseur de luxe ne suffisait pas à renflouer l'encaisse, la pression du Conseil pour élargir le cercle des approvisionneurs finit par s'imposer au gouverneur. Ceci, en accroissant la concurrence, fit baisser les primes (figure 4). Mais l'élargissement du nombre des approvisionneurs, en poussant la gestion de l'encaisse dans une direction plus « anonyme » et moins « bilatérale », réduisait la possibilité de contrôle et de rationnement quantitatif. Ceci à terme devait fatalement conduire à l'introduction de la manipulation du taux de l'escompte, seule façon de créer une rareté du crédit homogène pour tous. En ce sens, la loi de 1857 était le résultat naturel de la pression du Conseil général pour l'introduction de pratiques égalitaires³². Seulement, tant qu'il existait des blocages « politiques » relatifs à l'usage du taux d'escompte, la tentation était grande de revenir aux solutions bilatérales et informelles. La Banque devait donc gérer une sorte de conflit entre son fonctionnement intérieur (qui appelait au recours au taux de l'escompte) et ses rapports avec l'extérieur (le gouverneur subissant la pression du pouvoir qui s'opposait aux variations de l'intérêt). La combinaison d'une politique d'escompte modérée et de coopérations bilatérales avec le cercle des principaux banquiers de la place fut la solution de compromis que la Banque de France adopta au milieu des années 1860³³.

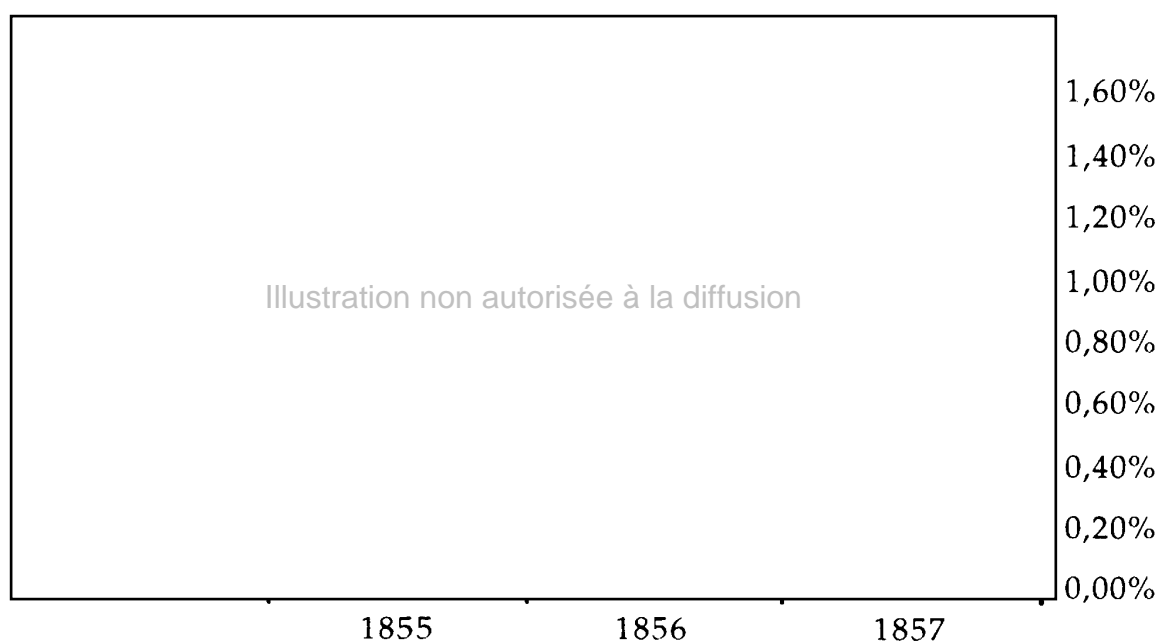
Ainsi, la poursuite des politiques d'espèces n'avait rien à voir avec le bimétallisme, mais plutôt avec des contraintes organisationnelles qui avaient poussé la Banque à chercher des modes de coopération avec de grands banquiers. Or, c'était précisément ces banquiers qui soutenaient le double étalon. En effet, les arbitrages qu'on a décrits plus haut, et qui avaient lieu de façon quasi continue, étaient une source de profits permanents et importants : faut-il vraiment s'étonner alors de ce que le gouverneur de la Banque

30. Ce comité comprenait Odier, Paillot et Perier.

31. Selon le sous-gouverneur Vernes, par exemple : « Ces livraisons d'or ont été faites avec une grande célérité, grâce à l'activité de l'honorable maison, MM de Rothschild frères, laquelle s'est chargée de ces achats, mais ces opérations ont nécessité des combinaisons financières qui en ont assuré le succès », Achats de lingots et de métaux précieux, PVCG, 13 décembre 1855. Voir aussi les Arch. de la BdF, note intitulée dans Opérations sur Lingots et Monnaies d'Or. Vernes s'était déjà occupé de traiter avec les Rothschild lors des achats de 1848.

32. Voir F. CAPIE (1995) qui fonde une définition de la banque centrale moderne sur la notion d'égalité de traitement des clients.

33. Il y aurait sans doute lieu de rattacher ceci à la menace que représenta jusqu'au milieu de la décennie les campagnes anti-banque menées par les Péreire. L'attitude des Rothschild était à ce titre fort révélatrice puisqu'ils étaient tout à la fois les principaux fournisseurs d'espèces — et donc les instruments des coopérations bilatérales — et des partisans affirmés de la manipulation de l'escompte.



Source : Flandreau, 1995.

FIG. 4. — Achats d'or et primes payées par la Banque de France

de France, lorsqu'il vint déposer en faveur du bimétallisme devant la commission monétaire de 1869-1870, soit venu « escorté » d'Alphonse de Rothschild et de Pinard, directeur du Comptoir d'Escompte³⁴ ?

En résumé, pour comprendre la préférence de la Banque pour le bimétallisme, il faut se rappeler que les années du Second Empire furent pour elle une période d'apprentissage de ses moyens d'action. Graduellement, elle avait appris comment ajuster ses paiements au ratio commercial ; elle avait appris que l'élargissement du marché monétaire rendait moins efficace certaines de ses anciennes pratiques destinées à protéger l'encaisse ; elle avait conquis enfin, par étapes, le droit juridique puis politique de manipuler le taux de l'escompte : elle savait désormais comment jouer les règles du jeu bimétallique. Au fond, ce n'était pas que l'étalon-or lui posait problème, ni que le double étalon lui bénéficiait. Ce que la Banque refusait c'était l'imposition de l'extérieur d'un certain nombre de contraintes légales qui risquaient de remettre en cause les coopérations qui s'étaient développées entre elle et les banquiers. L'étalon-or était un saut dans des règles inconnues.

Ainsi que le déclarait Rouland pour conclure sa déposition devant la Commission monétaire³⁵ : « J'essaie de résumer l'ensemble de ma déposition en disant [...] que la suppression de l'étalon argent [...] est une entreprise téméraire, fondée uniquement sur des hypothèses incertaines ou sur des assertions peu rassurantes. L'existence des deux étalons, au contraire, s'appuie sur une utilité démontrée par l'expérience [...]. Ne changeons donc

34. Voir M. FLANDREAU, 1995.

35. *Enquête de 1869-1870*, t. 1, pp. 84-88.

SYSTÈME MONÉTAIRE ET MARCHÉS FINANCIERS

pas notre système monétaire, pour la satisfaction d'une théorie [...]. Gardons ce que Dieu et l'expérience ont consacré. C'est plus sûr et plus sage ».

Des règles à la pratique : l'invention endogène de l'étalon-or

La transition à l'étalon-or, dans le courant des années 1870, permet de préciser l'analyse précédente ; en particulier, la rapidité avec laquelle dans les années 1870, mise en présence d'un dysfonctionnement du double étalon, la Banque de France modifia sa position et supporta une altération substantielle de la loi de germinal prouve que son support au bimétallisme était tout contingent.

Le bimétallisme déstabilisé

La déclaration de guerre, pendant l'été 1870, avait immédiatement été suivie de l'introduction du cours forcé : les billets de la Banque de France étaient devenus monnaie légale, et le système monétaire perdait son ancrage métallique. Très vite, pourtant, la normalisation fut mise en route : l'été 1873 vit les derniers versements de l'indemnité se réaliser avec succès et, si le cours forcé devait perdurer jusqu'en 1878, la Banque de France reprit ses paiements en numéraire dès la fin de 1873. De plus elle continua (jusqu'en 1876) à recevoir les bons de monnaie sans condition d'escompte afin de faciliter le retour du métal : peu à peu donc, ses pratiques habituelles dans le cadre des règles du jeu bimétallique étaient réintroduites.

Cependant en 1871, l'Allemagne décidait d'adopter l'étalon-or, et pendant l'été 1873 commençait à vendre son stock de monnaie d'argent pour acheter du métal jaune. Ceci faisait monter le ratio commercial et tendait à provoquer des arbitrages, inverses de ceux qui avaient prévalu sous le Second Empire. L'or quittait la France et l'argent y rentrait. Du coup, la Banque de France songeait à reprendre ses paiements en écus puisqu'il s'agissait là du métal qui était relativement meilleur marché. Tout semblait donc rentrer dans l'ordre.

Cependant, le gouvernement français s'inquiétait des conséquences des décisions allemandes : en particulier on voyait d'un mauvais œil que les Allemands utilisent le système monétaire français pour faciliter leur réforme. Aussi, l'administration décida de « protéger » la circulation nationale en limitant temporairement la frappe de l'argent. Le 6 septembre 1873, puis le 19 novembre 1873, le plafond d'émissions quotidiennes d'écus était descendu par décret à 250 000 puis à 150 000 francs. Cette décision, qui entraînait les arbitrages bimétalliques, compliquait aussi, par ricochet, la réforme allemande.

Mais la limitation de la frappe avait une troisième conséquence, domestique celle-ci. Les règles du jeu bimétallique n'offraient en effet qu'une rigide alternative : ou bien les autorités monétaires acceptaient le principe de fonctionnement du double étalon et par conséquent l'endogénéité de la structure or-argent de la circulation nationale ; ou bien elles tentaient de contrôler la composition du stock de numéraire français (en limitant par

exemple la frappe de l'argent), mais dans ce cas elles ne pouvaient plus compter sur les arbitrages privés pour garantir la valeur des deux métaux en tant que monnaies. En effet, tant que l'argent pouvait être librement frappé, sa valeur intrinsèque (augmentée des frais de fabrication) ne pouvait descendre au-dessous de sa valeur nominale : c'était alors, comme on l'a vu, le marché qui se chargeait de garantir le cours du métal blanc. A l'inverse, la limitation de la frappe de l'argent, en empêchant le marché d'intervenir, soulevait le problème de la valeur des écus.

Compte tenu d'un climat général où une possible démonétisation des écus était évoquée, les décisions du 6 septembre et du 19 novembre envoyaient des signaux inquiétants : elles pouvaient en effet être interprétées comme un premier pas en direction de l'abolition du cours légal pour la monnaie d'argent. Le 2 décembre 1873, les Rothschild écrivaient au directeur de la Monnaie de Bordeaux qu'il leur serait « très agréable de recevoir, s'il y a lieu, [ses] renseignements en ce qui concerne les mesures administratives qui seraient sur le point d'être prises par rapport au monnayage de l'argent »³⁶. De même, en juin 1874, le gouvernement était interpellé à l'Assemblée nationale afin d'obtenir des éclaircissements sur la signification des décisions de l'automne³⁷.

Dans l'éventualité d'une démonétisation, les écus retirés de la circulation auraient dû être vendus comme marchandises : le cours de l'argent aurait alors chuté, jusqu'au niveau auquel certains spéculateurs auraient accepté de l'acheter en espérant pouvoir l'écouler avec profit dans le futur. Confrontés à ce scénario, ou même à sa simple éventualité, les détenteurs d'écus ne pouvaient demeurer passifs. Ils n'acceptaient les pièces de métal blanc qu'à la seule condition de pouvoir le transmettre immédiatement à une tierce partie³⁸. En décembre 1873, une légère décote (un millième) apparaissait sur la pièce de 5 francs — la première dans l'histoire du bimétallisme.

Cette évolution, bien sûr, risquait de bouleverser les rapports entre la Banque de France et les banquiers opérant sur le marché des métaux précieux. D'abord, la dépréciation de l'argent dépassant 1 % du tarif de la monnaie, les agents avaient intérêt à demander des avances sur dépôt d'argent et à ne pas rembourser le prêt consenti. En effet, le métal donné en garantie était alors saisi par la Banque, mais sa valeur à la Bourse de Paris était inférieure au montant de l'avance (accordée avec 1 % de retenue par rapport au Tarif de la Monnaie). C'était alors l'institut d'émission qui devait subir toute la perte. En réponse, la Banque réduisit les montants prêtés sur dépôts d'argent, diminuant de ce fait la liquidité du marché du métal blanc.

Bien sûr, en ce qui concernait les espèces, la Banque de France ne pouvait se permettre de refuser les écus qu'on lui présentait, puisqu'ils restaient

36. Archives Rothschild, Correspondance Matières.

37. *Journal officiel*, 18 juin 1874.

38. Archives Rothschild, Lettre du 18 avril 1874, Correspondance Matières : « L'argent est ici délaissé de plus en plus. Les bons de Monnaie de Paris sont aujourd'hui à l'échéance du 21 novembre et par suite le prix du métal a considérablement baissé. La Banque de France reçoit à l'escompte pour trois mois, sauf à le renouveler pour une même période, les bons de la Monnaie de Paris. Ces conditions permettent encore de traiter le petit nombre d'opérations qui se produisent sur place. Il n'est du reste pas impossible de négocier auprès des divers établissements de crédit quelques sommes importantes en bons de monnaie à 43/8 % ».

SYSTÈME MONÉTAIRE ET MARCHÉS FINANCIERS

monnaie légale : aussi les détenteurs de pièces de 5 francs les échangeaient contre des billets, de sorte qu'en cas de démonétisation la Banque aurait dû les rembourser en or. De façon implicite, la Banque de France devenait « l'assureur » du reste de l'économie contre le risque d'une démonétisation. En conséquence, au cours de la décennie 1870, la Banque centralisa une proportion croissante de la circulation argent : en 1874, année où les craintes vis-à-vis de l'avenir des écus furent les plus vives, la Banque détenait environ 60 % de la circulation.

Ce phénomène avait plusieurs implications. D'abord, il limita la dépréciation des écus, qui ne dépassa pas 2 ‰, et disparut même au début de 1875³⁹. Techniquement, donc, la Banque de France avait défendu le cours des pièces d'argent, en les prenant contre ses billets dont elle devait par ailleurs stabiliser le cours en termes d'or. Comme l'expliquerait plus tard Luzzatti [1883], la Banque était devenue l'ultime garant de la valeur des écus⁴⁰. A l'inverse du rôle « passif » prévalant jusqu'en 1870, où la politique métallique était formulée « à l'intérieur » des règles du jeu bimétallique, la Banque devait désormais jouer un rôle beaucoup plus actif, celui de fixer la valeur des écus en papier et la valeur du papier en or.

En retour, le maintien de frappes d'argent importantes constituait un danger pour l'institut d'émission : les nouveaux écus étaient appelés à finir dans ses réserves, mais l'augmentation nominale de ses réserves argent ne correspondait pas à un renforcement de son encaisse puisque les écus n'étaient pas une garantie pour les billets, et qu'au contraire c'était les billets qui étaient une garantie pour l'argent. Par conséquent, la Banque ne pouvait pas prendre le risque que les écus chassent entièrement l'or de la réserve. Si tel avait été le cas, ses billets se seraient automatiquement dépréciés. Finalement, la modification « technique » de 1873 renversait tous les principes de fonctionnement du double étalon⁴¹.

L'ancienne division des rôles — stabilisation du rapport or-argent par le marché, fixation du cours des billets par la Banque — cédait le pas à un système où la Banque devait garantir tout à la fois, le cours des billets et celui des écus. Ceci ouvrait un conflit d'intérêt important entre la Banque et les

39. Telle est d'ailleurs la raison pour laquelle la décote sur l'argent resta limitée. Elle correspondait au coût de l'arbitrage consistant à prendre des écus sur la Bourse de Paris et les transmettre à la Banque de France.

40. L. LUZZATTI, « Delle Attinenze dei Biglietti di Banca col Bimetallismo », *Nuova Antologia*, 1883.

41. Ainsi que l'indiquait L. SAY : « Le danger que court la circulation française [...] avec une banque dont l'encaisse se compose moitié d'or moitié d'argent, serait grand si [...] il se formait en France une opinion publique qui encourageât le gouvernement et la Banque de France à proposer que l'encaisse argent est, pour la circulation, au pair des billets, une garantie de même ordre que l'encaisse or ». L. SAY, Préface à la *Théorie des changes étrangers* de Goschen. De même, plus tard, Pareto sur la liquidité réduite de l'encaisse argent : « La Banque de France avait, au 7 mars 1895, pour couverture de ses 3604 millions de francs, 2148 millions en or et 1239 millions en argent. Cette dernière couverture est illusoire, et ne vaut en partie que comme une dette de l'État, qui s'ajoute aux 140 millions avancés par la banque. Il est douteux qu'on puisse tirer, sur le marché international, plus de 500 millions de la masse d'argent que possède la banque. Si celle-ci avait donc, dans ses caisses, pareille somme en or, et en outre un titre de créance envers l'État de 740 millions, elle se trouverait dans une situation au moins aussi bonne que celle dans laquelle elle est actuellement » (*Cours d'économie politique*, p. 360).

banquiers. En effet, ces derniers avaient avantage à utiliser jusqu'au dernier franc les quotas de frappe d'argent autorisés par le gouvernement et à transmettre ensuite les écus à la Banque⁴². Mais la garantie que la Banque offrait aux écus ne pouvait s'accompagner d'une hausse importante de leur montant dans sa réserve : en ce sens il devenait indispensable pour la Banque de France qu'elle obtienne la suspension de la frappe du métal blanc.

Dès lors, la Banque œuvra, discrètement mais fermement, pour la suspension définitive de la frappe de l'argent. En janvier 1874, elle obtenait une première victoire en rendant son soutien aux écus de l'Union latine (qui circulaient en France en vertu de la Convention de 1865) conditionnel à une forte limitation de leur émission. Enfin, en 1876, le gouverneur de la Banque de France et le ministre des Finances s'entendaient pour élaborer la loi du 5 août qui mettait un point final à la frappe de l'argent⁴³, sans pour autant introduire formellement le gold standard.

Pratique de l'étalon-or

L'étalon-or qui naissait en 1876 était de nature assez particulière. Il n'était en particulier pas le résultat d'une réforme qui aurait instauré, par un nouveau cadre légal, une nouvelle règle du jeu. Au lieu de cela, l'étalon-or se développait au sein de l'ancien système dont toutes les règles formelles sauf une — la libre frappe de l'argent — étaient encore intactes. C'est donc au travers de nouvelles pratiques, et non de nouveaux principes, que la mutation prenait place.

Mais ce régime, au prix de l'obligation de stabiliser le cours des écus, donnait à la Banque une liberté accrue. Pour s'en persuader, il suffit de comparer sa situation à celle qui aurait prévalu si l'étalon-or avait été institué au travers d'un cadre « formel », c'est-à-dire en prescrivant que les dettes fussent soldées au moyen de pièces d'or. Une telle obligation eût été de nature à limiter étroitement les fluctuations du cours de l'or sur le marché de Paris, comme c'était le cas en Grande-Bretagne. En effet, l'or n'aurait pu s'apprécier au-dessus du niveau auquel il eût été avantageux de présenter les billets en remboursement à la Banque de France pour obtenir des pièces, qui, une fois fondues, pourraient être vendues comme lingots. Cette opération eût entraîné une perte d'environ un demi pour cent. Par conséquent un étalon-or « formel » créant l'obligation statutaire de rembourser en métal jaune aurait imposé de stabiliser la valeur du franc par rapport à l'or dans un intervalle d'un demi pour cent environ.

L'étalon-or « informel » qu'adopta la France, en revanche, était potentiellement plus flexible. La possibilité de rembourser les billets en écus signifiait qu'on pouvait élargir sensiblement la bande dans laquelle la Banque stabilisait le cours de ses billets. La convertibilité argent était une fausse convertibilité puisque les écus n'avaient pas plus de valeur que les billets. Elle permettait surtout d'éluder le paiement en or et d'élargir l'intervalle à l'intérieur duquel la Banque régula le cours du franc. En particulier, l'or pouvait s'apprécier au-delà du demi pour cent impliqué par un étalon-or

42. Comme l'indique leurs archives, les Rothschild ne s'en privaient pas.

43. Lettre du 9 juin 1876 de Rouland à Léon Say. Archives de la Monnaie de Paris, Série K.

SYSTÈME MONÉTAIRE ET MARCHÉS FINANCIERS

strict. *A priori*, elle avait donc les moyens de laisser le franc se déprécier autant qu'elle le voulait à l'intérieur d'une bande dont elle fixait les bornes en se portant vendeuse de métal jaune à une prime qu'elle était libre de fixer. Si bon lui semblait, elle pouvait décider unilatéralement de réduire la taille de cette bande en abaissant la prime ou en payant en or — mais il ne s'agissait pas là pour elle d'une obligation. De cette façon, une partie des ajustements pouvait passer par les changes et non par la réserve permettant d'éviter un ajustement du taux de l'escompte : on sait qu'en pratique, il arriva à la Banque de monter la prime jusqu'à près de 1 %. La marge virtuelle dans le pseudo étalon-or (on parlait alors de bimétallisme boîteux) adopté par la Banque de France était donc deux fois plus grande que celle qui aurait prévalu si un véritable étalon-or avait été introduit.

Enfin, l'invention de l'étalon-or par la pratique avait donné à la Banque un indéniable degré de liberté puisqu'il lui accordait une marge d'autonomie, laissant la place à une série de « bricolages ». Mieux encore cette marge d'autonomie s'accroissait de la possibilité pour la Banque de « hiérarchiser » ses clients, et donc de revenir par un autre canal peut-être plus efficace aux politiques « bilatérales » observées dans le passé. En effet la prime à laquelle la Banque vendait de l'or n'était pas un véritable « prix de marché » auquel tout banquier aurait eu accès. La vente de l'or était en général soumise à des conditions, comme celle par exemple de ne pas exporter le numéraire. Bien sûr cette contrainte pouvait être contournée par le truchement de quelque correspondant : le risque de se faire prendre cependant était important, et l'on perdait alors accès à l'or de la Banque⁴⁴. Comme par le passé donc, mieux que par le passé, la Banque de France pouvait gérer le marché monétaire avec d'autres instruments que le taux de l'escompte. En particulier, en limitant les exportations de métal jaune, elle pouvait réduire la possibilité pour les maisons de banque de Paris d'escompter du papier britannique, ce qui équivalait à isoler partiellement le marché parisien des effets du *bank rate*.

Ainsi se trouve expliquée la fausse nostalgie de la Banque vis-à-vis du double étalon à partir des années 1870. Non qu'elle désirât le retour à la libre frappe du métal blanc, ce qui aurait ré-instauré l'ancien régime dont on a vu les contraintes pour l'institut d'émission. Mais la Banque de France savait que c'était bien la survivance partielle du bimétallisme au travers de la possibilité de payer ses billets en argent qui était la condition essentielle de sa politique présente.

Les règles du jeu bimétallique ne furent pas un atout pour la Banque tant que le double étalon fonctionna véritablement. Paradoxalement c'est sous l'étalon-or que, savamment remaniées, elles devinrent un ingrédient essentiel des politiques de la Banque de France. Derrière l'apparente continuité dans le soutien que la Banque apporta au double étalon se cache finalement des motifs qui changèrent au cours du temps tout en reflétant la même quête d'une autonomie accrue. La position des années 1860 était justifiée par le souci de ne pas se voir imposer des règles plus strictes que celles qui étaient issues de la loi de germinal, et par l'alliance que la Banque avait réalisée

44. Ce fut par exemple le cas pour une célèbre maison de Banque parisienne à la fin de l'été 1887, à une époque où la Banque de France avait monté sa prime à près de 1 %.

avec les grands banquiers qui l'aidaient à gérer les contraintes du système monétaire. Après 1873 le soutien de la Banque au cours légal de l'argent (plutôt qu'au bimétallisme *stricto sensu*) provenait du souci d'augmenter son indépendance vis-à-vis du système monétaire.



Au terme de cet article, il est possible d'apporter quelques éléments de réponses aux questions posées dans l'introduction. L'histoire des rapports de la Banque de France et du marché des métaux précieux a montré les liens hiérarchiques étroits qui unissaient règles et pratiques dans le fonctionnement d'un régime monétaire. Mais surtout, il est à noter que ces liens se sont renversés au cours du temps.

Au fond, on est passé — dans le courant des années 1870 — d'un régime où les opérations de l'institut d'émission pouvaient être élucidées par référence quasi exclusive aux structures légales du système monétaire français, à un régime dont la nature ne peut être comprise sans prendre en compte le rôle pivot de la Banque de France.

Cette conclusion remet en cause un certain nombre d'idées reçues : tandis que la politique de la Banque centrale sous le Second Empire est habituellement présentée comme discrétionnaire, nous lui avons trouvé une autonomie au plus résiduelle. A l'inverse c'est sous le gold standard — âge des règles dans la littérature anglo-saxonne — que le pouvoir discrétionnaire de la Banque de France a commencé à se manifester.

Mais sans doute cette transformation des comportements (qui s'accompagnait aussi de permanences, comme la tentative de développer des coopérations entre la Banque et les banquiers afin de faciliter la gestion du marché monétaire) recouvrait-elle en fait une évolution de fond, bien plus significative que le simple affranchissement de la Banque de France : car comment détacher l'histoire de l'institut d'émission et du marché des métaux précieux d'autres histoires, celle du développement du crédit, celle du développement du système bancaire, celle du développement de l'État ?

Par bien des aspects, le passage des contraintes du double étalon à l'autonomie potentielle de l'étalon-or n'était autre que l'une des figures de la naissance d'une banque centrale moderne, qui prit les difficultés du bimétallisme pour prétexte.

Marc FLANDREAU
CNRS-Institut Orléanais de Finance et OFCE

RÉFÉRENCES

Archives de la Banque de France

- Métaux précieux : imports et exports 1852-1916.
- Métaux précieux : commerce, affaires de lingots d'argent, achats de matières d'or et d'argent 1848, opérations d'achat et de vente 1876, opérations avec banques étrangères.
- Opérations sur lingots et monnaies d'or. Bons de monnaie.
- Procès-verbaux du Conseil général (nombreux volumes).