

**Financial Institutions and Liquidity of National Debt
in
England [1694 – 1720]**

**Nesrine Bentemessek¹
&
Jérôme de Boyer des Roches²**

Abstract

The methods England took to restructure its public debt during the British Financial Revolution consisted of improving liquidity. Accordingly, the State sought to reestablish its solvability by basing its debt on tax revenues as well as to homogenize it, reduce its cost and improve the operation of the primary and secondary markets of the debt. Finally, it favored the creation of new institutions, i.e., the establishment of companies with stocks whose commercial and/or financial activities would be connected to its debt. The Bank of England and the South Sea Company, created in July 1694 and September 1711 respectively, are two prime examples of this. In this article, we highlight the role of these two financial institutions in the process of the creation of liquidity through the restructuring of the national debt. We establish the fundamental differences between the financial experiments led by these two establishments. Indeed, if the project of converting the titles of national debt into shares of the South Sea Company led to the creation of the South Sea Bubble, the circulation of short-term government bonds (exchequer bonds) by the Bank of England after 1707 constituted an unrivaled financial success. Finally, we discuss the diverging commentaries of Hume (1752), Steuart (1767) and Smith (1776) on these financial experiments.

Keywords: Public debt, liquidity, Bank of England, South Sea Company

JEL: B11, B12, G 21, N23

¹ nbentemessek@gmail.com. Ecole Supérieure de Gestion & Phare.

² jdbdr@free.fr. Université Paris Dauphine & PHARE.

**Institutions financières et liquidité de la dette publique
en
Angleterre [1694 – 1720]**

**Nesrine Bentemessek
&
Jérôme de Boyer des Roches**

Résumé

Les mesures de restructuration de la dette publique mises en œuvre par l'Angleterre lors de la révolution financière Britannique consistaient à en améliorer la liquidité. À cet effet, d'une part l'État a cherché à rétablir sa solvabilité en fondant sa dette sur des recettes fiscales; d'autre part il a cherché à l'homogénéiser, à réduire son coût et à améliorer le fonctionnement des marchés primaire et secondaire de cette dette; enfin il a favorisé l'apparition de nouvelles institutions, i.e. l'établissement de sociétés par actions dont les activités commerciales et/ou financières seraient liées à son financement et à la restructuration de sa dette. La Banque d'Angleterre et la Compagnie des Mers du Sud, respectivement créées en juillet 1694 et septembre 1711, représentent à cet égard deux illustres exemples. Dans cet article, nous mettons en évidence le rôle de ces deux institutions financières dans le processus de création de liquidité par le biais de la restructuration de la dette publique. Nous pointons les différences fondamentales entre les expériences financières menées par ces deux établissements. En effet, si le projet de conversion des titres de dette publique en actions de la Compagnie des Mers du Sud a conduit à la formation de la Bulle des Mers du Sud, la circulation, à partir de 1707, par la Banque d'Angleterre, des titres d'État de court terme (les bons de l'Echiquier) a constitué une réussite financière sans égal. Enfin, nous discutons les commentaires divergents de Hume (1752), Steuart (1767) et Smith (1776) sur ces expériences financières.

Mots-clés: Dette publique, liquidité, Banque d'Angleterre, la Compagnie des Mers du Sud

JEL: B11, B12, G 21, N23

1. Introduction

Les mesures de restructuration de la dette publique mises en œuvre par l'Angleterre lors de la révolution financière Britannique consistaient à en améliorer la liquidité. À cet effet, d'une part l'État a cherché à rétablir sa solvabilité en fondant sa dette sur des recettes fiscales; d'autre part il a cherché à l'homogénéiser, à réduire son coût et améliorer ainsi les conditions de son financement sur le marché; enfin il a favorisé l'apparition de nouvelles institutions, i.e. l'établissement de sociétés par actions dont les activités commerciales et/ou financières seraient liées à son financement et à la restructuration de sa dette.

La Banque d'Angleterre et la Compagnie des Mers du Sud, respectivement créées en juillet 1694 et septembre 1711, représentent à cet égard deux illustres exemples.

Les opérations de financement de l'État et de restructuration de sa dette, mises en place par la Banque d'Angleterre et la Compagnie des Mers du Sud, consistent fondamentalement dans i) l'intermédiation des prêts à l'État ; ii) la circulation des titres d'Etat et iii) la conversion des titres d'Etat en actions.

Ces opérations ont non seulement contribué à améliorer la liquidité de la dette publique, mais ont été aussi à l'origine de l'apparition et du développement du marché financier en général : les transactions financières se sont développées sur les différents titres de dette publique, mais également sur les actifs de la Banque d'Angleterre, la Compagnie des Mers du Sud et la Compagnie des Indes orientales. Ces sociétés par actions ont été fortement impliquées dans le financement de l'État et la restructuration de sa dette. Au cours du dix-huitième siècle, le plus gros des transactions sur le marché financier a été fortement lié à la dette publique. Il faut attendre le dix-neuvième siècle pour voir le marché financier se détacher des titres de l'État (Morgan & Thomas [1962]).

Dans cet article, nous mettons en évidence le rôle de la Banque d'Angleterre et de la Compagnie des Mers du Sud dans le processus de création de liquidité par le biais du financement de l'État et de la restructuration de sa dette. Nous pointons les différences fondamentales entre les expériences financières menées par ces deux établissements. En effet, si le projet de conversion des titres de dette publique en actions de la Compagnie des Mers du Sud a conduit à la formation de la Bulle des Mers du Sud, la circulation, à partir de 1707, par la Banque d'Angleterre, des titres d'État de court terme (les bons de

l'Echiquier) a constitué une réussite financière sans égal. Enfin, nous discutons les commentaires divergents de Hume (1752), Steuart (1767) et Smith (1776) sur ces expériences financières.

2. Dette publique et Banque d'Angleterre³

Durant ses 25 premières années d'existence, la Banque d'Angleterre, établie le 27 juillet 1694, a joué un rôle décisif dans la gestion de la dette publique anglaise par trois moyens : en intermédiant des emprunts, en permettant de souscrire à ses propres actions par apports de titres de dette, les « *tallies* », et en faisant circuler les bons de l'échiquier.

2.1 L'intermédiation de dette

L'établissement de la Banque d'Angleterre est l'aboutissement de deux ans et demi de négociation, de janvier 1692 à juillet 1694, entre un groupe d'investisseurs mené par William Paterson, le chancelier de l'Echiquier Charles Montagu, et le Parlement. Ni les investisseurs, ni le gouvernement, ni le Parlement n'avaient en vue la création d'une banque. Dans le cadre de la guerre de la Ligue d'Augsbourg (1688-1697), la négociation portait sur les modalités d'un nouvel emprunt. La création d'une banque n'était dans l'intention ni des investisseurs, ni du gouvernement, ni du Parlement. L'intention était de créer un titre liquide, en vue de réduire le coût, tout en émettant un montant très important. À l'issue de la discussion de quatre projets successifs, la solution trouvée a consisté à intermédiaire l'emprunt du Trésor au moyen d'une nouvelle institution, la Banque d'Angleterre.

La discussion a porté à la fois sur le montant de l'emprunt, sur les moyens d'en assurer la liquidité, et sur son coût. Concernant le montant, l'objectif était d'un million de livres sterling⁴, mais il convient d'ajouter un fonds de deux cents mille livres sterling, immobilisées pour les investisseurs, destiné à soutenir la liquidité des titres d'emprunt, i.e. leur négociation à leur valeur faciale. La rémunération de ce fonds additionnel, qui n'était

³ Nous nous appuyons sur Andréades (1904), de Boyer (2006), Broz & Grossman (2002), Clapham (1944), Horsefield (1960) et Scott (1912)

⁴ C'est le montant dans le premier projet. Il fut porté à 2 millions dans le second projet, mais fut ramené à 1 million dans les troisième et quatrième projets.

On notera qu'à sa création, la Banque d'Angleterre a émis pour 1.200.000£ de billets convertibles en « *legal tender* » alors que l'encaisse apportée par les actionnaires n'était que de 720.000£. La création de liquidité était effectuée au niveau de la Banque, et non pas au niveau du titre de dette publique. La dette de l'État - qui figure sous la forme de créance à l'actif de la Banque - était illiquide, intermédiée, financée par le billet de banque - qui figure au passif de la Banque - et qui était liquide. La création de liquidité consistait en une nouvelle source de financement à l'origine d'un effet de levier sur la rentabilité des fonds propres⁷, effet de levier qui permit de fixer à 8% le prêt à l'État alors que, depuis 1688, le taux des emprunts d'État sur titres oscillait entre 10 et 14%⁸. En 1708, le taux sera amené à 6%.

2.2 La conversion de « *tallies* »

En 1697, suite à l'échec du projet Chamberlen d'établissement d'une Land Bank, confronté à une décote de 40% de la valeur des « *tallies* » et à la difficulté de rembourser ses créanciers, le gouvernement négocie avec la Banque d'Angleterre un renouvellement anticipé de sa charte qui incorpore un plan de conversion de ces titres en actions de la Banque⁹. La Banque procède à une émission de nouvelles actions, pour un montant de un million de livres sterling, payables à 80% en « *tallies* »¹⁰ et à 20% en billets de la Banque, ce qui portait le capital de la Banque à deux millions deux cent milles livres sterling. Cette augmentation de capital qui retirerait une partie des « *tallies* » et billets en circulation visait à réduire la décote des « *tallies* » ainsi que l'exposition de la Banque au risque de liquidité. La négociation comprenait une garantie donnée par l'État de rémunérer les « *tallies* » à 8%, ainsi qu'une indemnisation versée aux actionnaires de 1694.

⁷ Sur les approches classiques du rôle des fonds propres dans la création de liquidité cf. de Boyer (1998, 2003 et 2009)

⁸ Le taux des emprunts sur titres depuis 1888 oscillaient entre 10 et 14%. Cf. également Homer & Sylla (1996)

⁹ C'est alors que la Banque a obtenu que le parlement ne pourrait plus autoriser l'établissement d'une nouvelle banque constituée en société par actions en Angleterre et au Pays de Galle.

¹⁰ Les « *tallies* » ont été acceptés à leur valeur faciale

Conversion

<i>Cash</i>		<i>Notes and deposits</i>	
• 1694	720	• 1694	1.200
• 1696	240		
<i>Capital not called</i>		• 1697	- 200
• 1694-6	240		
<i>Loan</i>		<i>Shareholder's fund</i>	
• 1694	1.200	• 1694	1.200
<i>Tallies</i>		• 1697	1.000
• 1697	800		
	3.200		3.200

Précisément, en contrepartie de la dilution de leur part dans le capital de la Banque, cette dernière a crédité le compte des actionnaires d'origine pour un montant égal au capital appelé en 1694 et 1696, soit 960.000£. Cette opération a été accompagnée du crédit du compte de capital non appelé (240.000£) et le débit à hauteur de 1.200.000£ d'un nouveau compte d'actif de réévaluation créé à cet effet, le « *Fund of the Bank of England* ».

2.3 La « circulation » des bons de l'Échiquier

De 1698 à 1707, la Banque a non seulement versé en dividendes (crédit des comptes des actionnaires) l'intégralité de ses bénéfices, mais également le remboursement du capital apporté en 1697, soit un million. Ce qui augmentait son exposition au risque de liquidité. Du point de vue comptable (*cf.* flèche en noir ci-dessous), ce n'est pas le compte de fonds propres qui a été débité, mais un compte de régularisation d'actif. La Banque a régularisé la situation au moyen d'une augmentation de capital de même montant réalisée en mars 1707¹¹.

¹¹ Sur cette opération, Scott (1912) est le plus précis.

1707 est une année charnière. La banque est autorisée à augmenter son capital pour un montant non limité, s'engage à faire circuler les bons de l'Échiquier à hauteur d'un million et demi de livres sterling et obtient l'assurance qu'elle ne sera pas défaite tant que l'ensemble des bons de l'Échiquier ne sont pas remboursés.

La « circulation » des bons de l'Échiquier signifie que la Banque en assure le placement auprès du public et garantit leur rachat au pair à ses guichets. En somme, la banque augmente son exposition au risque de liquidité en vue de garantir la liquidité de ces titres de dette publique à court terme. Pour ce faire, de 1708 à 1710, la Banque procède à plusieurs augmentations de capital qui lui permettent de porter celui-ci à 5,6 millions de livres sterling. Lors de l'augmentation de capital de décembre 1709, le prêt de la Banque au Trésor est augmenté d'un tiers - il est porté de 1,2 M£ à un 1,6M£ - sans augmentation des intérêts, ce qui signifie une baisse du taux de 8% à 6%.

Circulation

Shareholder's funds Consolidation 1707-1710

<i>Cash</i>		<i>Notes and deposits</i>	
• 1694	720	• 1694	1.200
• 1696	240	• 1708	400
• 1707-10	4.400	• 1697	- 200
<i>Capital not called</i>		• 1697	960
• 1694-6	240	• 1698-1706	1.000
• 1697	- 240	• 1707	1.500
<i>Loan</i>		<i>Shareholder's fund</i>	
• 1694	1.200	• 1694	1.200
• 1708	400	• 1697	1.000
<i>Tallies</i>		• 1707-10	4.400
• 1697	800		-
<i>Fund of Bank of England</i>			1.000
• 1697	1.200		
<i>Exchequer bills</i>			
• 1707	1.500		
<i>Compte de regul.</i>			
• 1698-1706	1.000		
• 1707	- 1.000		
	10.460		10.460

Le taux d'intérêt des bons de l'Échiquier, qui était de 7,5% en 1695, baisse à 6% en 1708, taux qui sera en vigueur jusqu'en 1722¹². L'encours dont la Banque assure la circulation,

¹² Ils passent alors à 5%

initialement de 1,5M£ en 1707, est porté à 2,5M£ en 1709, puis 3,7M£ en 1713, année au cours de laquelle la banque lance une souscription spécifique d'un million de livres sterling, distincte du capital de la banque, en vue d'assurer cette circulation¹³. La circulation des bons de l'Échiquier par la Banque d'Angleterre a été bien reçue sur le marché. Ainsi, l'action de la Banque atteint sa valeur au pair (£100) pour la première fois au mois d'avril 1707. Au mois d'août, le cours de l'action passe de £109,5 à £111,5. Au mois d'octobre, il atteint £119¹⁴.

2.4 Intermédiation, conversion et circulation

De 1694 à 1713, la Banque d'Angleterre a eu un rôle actif pour consolider la liquidité de la dette publique. L'intermédiation du prêt de 1694, et l'augmentation de son montant en 1709, ont permis de soustraire cet emprunt du Trésor du marché et de faire baisser le taux d'intérêt. La conversion en 1697 de « *tallies* » en actions de la Banque permettait de réduire l'encours de titres dévalués et d'en restaurer le cours. La circulation des bons de l'Échiquier à partir de 1707 a offert à l'État la possibilité de gérer sa trésorerie à court terme en émettant un titre entièrement liquide, à un taux d'intérêt en diminution. Cet outil sera précieux en 1793 lorsque la Banque jouera, conjointement avec le Trésor, et pour la première fois de son histoire, le rôle de prêteur en dernier ressort¹⁵.

Ces succès de la Banque contrastent avec l'échec de la Compagnie des mers du Sud. Il convient cependant de souligner que durant ses 15 premières années, la Banque distribuait tous ses bénéfices, et remboursait aux actionnaires le capital qu'ils avaient apporté, y compris quand il était payé avec des « *tallies* » dévalués. Soulignons que lors de l'augmentation de capital de février 1709, d'un montant de 2,2M£, il y eut une prime d'émission de 15% qui fut simultanément versée en soulte aux anciens actionnaires, et créditée dans les fonds propres¹⁶. La prime d'émission avait été traitée comme un profit distribuable.

¹³ Ces titres avaient leur propre cotation aux bourses de Londres et d'Amsterdam.

¹⁴ Cf. Scott (1911), vol III.

¹⁵ Cf. de Boyer (2010)

¹⁶ La régularisation n'aura lieu qu'en 1742

3. Restructuration de la dette publique : la conversion de la dette publique

3.1 La création de la Compagnie des Mers du Sud, 1711

La Compagnie des Mers du Sud (notée par la suite CMS), société par actions (*Joint stock Company*), a été créée le 8 septembre 1711 par une Charte Royale¹⁷. En vertu de cette charte, le gouvernement anglais accorde à la Compagnie le privilège du monopole du commerce avec les colonies espagnoles des Mers du Sud en contrepartie de la restructuration de la dette publique flottante d'un montant de £9 471 324.

En effet, de 1688 (date de la révolution glorieuse) à 1713 (date du traité d'Utrecht), L'Angleterre endure deux longues guerres : la guerre de Neuf ans (1688-1697) et la guerre de Succession d'Espagne (1702-1713), si bien que la dette publique anglaise a plus que triplé entre 1702 et 1713, passant de £16 395 000 à £53 681 000¹⁸. En outre, entre 1714 et 1717, les intérêts de cette dette équivalent à la moitié des recettes publiques¹⁹. Parallèlement, le total des dépenses anglaises (y compris les dépenses de guerre) est estimé à £49 320 145 entre 1688 et 1697, puis à £93 644 560 entre 1702 et 1713²⁰. Ainsi, pour faire face aux dépenses de guerre sans cesse croissantes, le gouvernement anglais recourt à l'émission d'emprunts auprès du public. Il convient de noter ici que la dette, essentiellement de guerre, est dite non fondée (*unfunded debt*) ou « dette flottante » ; cela signifie qu'il s'agit d'une dette contractée sans constitution préalable d'un fonds fiscal garantissant le remboursement des créanciers publics. Cette dernière est constituée principalement de « *tallies* » et d'arriérés des intérêts²¹.

À mesure que le montant de la dette publique et le nombre de créanciers publics (40 000 agents en 1720 selon Dickson [1967 (1993)]) s'accroissent, les opérations financières sur les titres de dette se multiplient considérablement sur le marché secondaire.

¹⁷ “An Act for making good Deficiencies, and satisfying the Publick Debt; and for erecting a Corporation, to carry on a Trade to the South Seas, and for the Encouragement of the Fishery; and for Liberty to trade in unwrought Iron with the Subjects of Spain; and to repeal the Acts for registering Seamen.” Ruffhead [1761].

¹⁸ Cf. Hamilton [1947 : 127]. Voir aussi Hargreaves [1930].

¹⁹ Voir Brewer [1994] et Dale [2004 : 41].

²⁰ Dickson [1967 : 10].

²¹ Voir Dickson [1967] et Dickson & Sperling [1970].

Le bon fonctionnement de ce marché ainsi que son attrait sont tributaires de la liquidité de la dette publique et de la solvabilité de l'État.

Avant la création de la Compagnie des Mers du Sud, le marché de la dette publique connaît des difficultés, en raison notamment de l'accroissement excessif de la dette non fondée. Au regard de cette situation, le prix du marché de la dette publique connaît une baisse de 30% à 40% par rapport à sa valeur nominale²², rendant difficile l'émission de nouveaux emprunts publics sur le marché primaire de la dette publique. En somme, la dette publique au début du dix-huitième siècle souffre d'une grande illiquidité.

Le projet de la CMS permettait aux créanciers publics d'échanger leurs titres de dette contre des actions constituant le capital de cette nouvelle société par actions. Le projet de conversion connaît un grand succès auprès des détenteurs de la dette publique flottante puisque £9 177 967 de la dette flottante est finalement convertie en actions de la CMS, soit 97% du total de la dette.

Par cette opération, le gouvernement anglais homogénéise et réduit le coût de sa dette. Ainsi, au lieu de s'acquitter d'un intérêt de 9% au profit de divers détenteurs de la dette flottante, le gouvernement verserait, en cas de conversion totale du montant de la dette, une annuité de £568 279, soit 6% en faveur de la seule CMS, qui deviendrait alors la seule détentrice de la dette flottante anglaise²³. Par ailleurs, la CMS reverse aux actionnaires les intérêts perçus par le gouvernement sous la forme de dividendes : 3% payables à Noël et 3% à la mi-été²⁴.

3.2 La restructuration de la dette publique à long terme : la Bulle des Mers du Sud

En 1719, un nouveau projet de conversion de dette publique (prêt pour la loterie de 1710 ou *Lottery Loan*) contre des actions de la CMS voit le jour. À cette occasion, le capital

²² Scott [1911, 1912, III: 289].

²³ Le montant des intérêts annuels que le gouvernement doit verser à la Compagnie est garanti par la perception des impôts sur le vin, le vinaigre, le tabac, les marchandises provenant des Indes Orientales, les soies brutes et les ailerons de baleine

²⁴ S'agissant de la baisse des intérêts (de 9 à 6%), elle est désormais compensée par les perspectives d'importants bénéfices issus de l'activité commerciale de la Compagnie et par la régularité du paiement des dividendes

nominal de la CMS augmente du montant de la dette convertie (£1,75 million) le portant à un niveau de £11,75 millions²⁵.

L'année 1720 est marquée par la mise en place du *South Sea Scheme*. Ce projet vise à convertir toute la dette publique à long terme en actions CMS, exceptée celle détenue par la Banque d'Angleterre et la Compagnie des Indes Orientales, ce qui lève le montant à convertir à £31,6M

Avant l'adoption du *South Sea Scheme*, la dette publique anglaise est évaluée à £49,9 M et est répartie en 3 catégories :

- Une dette due aux sociétés par actions, à savoir la Banque d'Angleterre (£3 375 028), la Compagnie des Indes Orientales (£3,2M) et la Compagnie des Mers du Sud (£11 746 844), dette recouvrable si annoncée suffisamment en amont.
- Une dette recouvrable qui a la caractéristique de pouvoir être rachetée à tout moment par le gouvernement sans autorisation préalable des créanciers publics²⁶. En d'autres termes, elle comporte une option de remboursement anticipé par le gouvernement ; elle est évaluée à £16 546 202.
- Une dette irrécouvrable qui ne peut être remboursée par anticipation par le gouvernement ; elle est composée d'un côté de rentes annuelles de long terme (*long annuities*) dont la valeur en termes d'années (sur 20 ans) est évaluée à £13 331 322; d'un autre côté de rentes annuelles (*short annuities*) de court terme dont la valeur en termes d'années (sur 14 ans) est évaluée à £1 703 366; ce qui équivaut à une valeur totale de £15 034 688.

Les termes de conversion de la dette recouvrable sont les suivants : un titre de dette d'un nominal de £100 est échangé contre des actions CMS à un prix de conversion £105/ action CMS. Parallèlement, le gouvernement s'engage à devoir à la CMS la valeur au pair de la dette convertie.

²⁵ La Compagnie entame ses activités commerciales et financières avec un capital nominal de £9 177 967 (97% de la dette flottante a été convertie) auquel est ajoutée, en 1715, une somme de £822 033 constituant principalement les arriérés d'intérêts du Trésor, donnant ainsi un capital nominal de £10 millions.

²⁶ Le taux d'intérêt appliqué à la dette recouvrable se situe entre 4% et 5%. Aucune échéance n'est déterminée d'avance dans la mesure où l'intérêt est payable jusqu'au paiement intégral du principal de la dette. Malgré le coût relativement non excessif de cette dette, c'est son hétérogénéité qui constitue un problème pour le gouvernement.

Quant à la dette irrécouvrable, notons que celle-ci constitue un lourd fardeau pour le gouvernement : les taux d'intérêt qui y sont initialement appliqués sont de 7% sur une échéance allant jusqu'à 99 ans pour les rentes de long terme (à partir de la souscription de la dette), et de 9% sur une échéance allant jusqu'à 30 ans pour les rentes à court terme (à partir de la souscription de la dette). Il convient de préciser qu'à chaque nouvelle étape de conversion, les directeurs de la Compagnie ont pris la changer les termes de conversion.

Par exemple, le 19 mai 1720, pour la conversion d'une rente annuelle de long terme d'une valeur nominale de £100, le gouvernement reconnaît une dette envers la CMS de £2000 (valorisée sur 20 ans), or cette dernière s'engage à fournir aux créanciers publics des titres CMS (actions et obligations de courte maturité²⁷) et des espèces d'une valeur totale de £3200 (valorisée sur 32 ans). Nous constatons que la rente de long terme, valorisée par la CMS à £3200, a une contrepartie, la créance sur le gouvernement, de £2000. Cet écart est justifié par l'anticipation d'importants gains suite à l'opération de conversion : c'est le « goodwill » estimé par la Compagnie de l'opération de conversion.

Nous représentons ci-dessous la variation du bilan CMS suite aux différentes étapes de conversion de la dette publique, recouvrable et irrécouvrable.

²⁷ Les obligations sont émises par l'institution financière de la Compagnie, la *Sword Blade Company*.

Public Debt Conversion Steps

Cash and bonds	-3.134	Nominal capital	5.702
<u>Irredeemable debt</u>		<u>Irredeemable debt</u>	
• 19 may	-2.618	• 19 mai	3.238
• 04 aug	-516	• 04 août	575
<u>Redeemable debt</u>		<u>Redeemable debt</u>	
• 12 août	0	• 12 août	1.889
Government Loan	26.819	Issue premium	26.149
<u>Irredeemable debt</u>		<u>Irredeemable debt</u>	
• 19 may	9.445	• 19 mai	8.906
• 04 aug	2.980	• 4 août	4.019
<u>Redeemable debt</u>		<u>Redeemable debt</u>	
• 12 août	14.394	• 12 août	13.224
Goodwill	8.166		
<u>Irredeemable debt</u>			
• 19 may	5.319		
• 4 aug	2.128		
<u>Redeemable debt</u>			
• 12 août	719		
	31.851		31.851

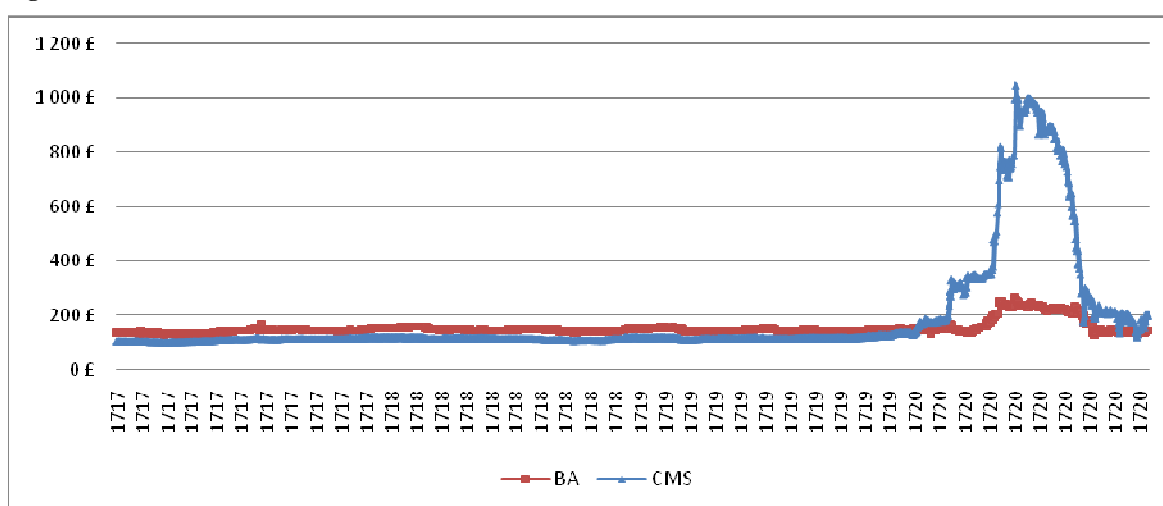
On notera que :

- 27 millions des 32 millions de la dette publique, recouvrable et irrécouvrable, a été finalement converti par la Compagnie des Mers du Sud. Pour ce faire, la Compagnie a émis £5,6 de capital nominal ;
- Le *goodwill* total issu des différentes opérations de conversion est de £ 8 millions;
- Á l'issue des différentes étapes de conversion, la Compagnie doit s'acquitter d'une somme de £3M en espèces aux différents créanciers publics, dont une partie est au titre des remboursement des obligations de courte maturité (*South Sea Bonds*). ;
- Suite aux différentes opérations de conversion, le montant total des primes d'émission est évalué à £ 26 millions. Ces primes constituent pour la Compagnie une réserve de capital nominal à émettre pour des utilisations autres que la conversion de la dette publique. Sans doute, les opérations d'émission d'actions contre des espèces- les quatre souscriptions en espèces que la Compagnie a effectuées au cours de 1720- représentent-

elles une illustration de ces dites utilisations²⁸. On note également que ces primes d'émission étaient considérées par à la fois les opérateurs et les commentateurs comme un profit distribuable.

Une bulle spéculative d'une grande ampleur s'est constituée sur les titres de l'action CMS, ce fut la première véritable bulle boursière de l'histoire financière (*cf.* figure ci-dessous) Malgré la débâcle financière, que nous n'analysons pas ici, la Compagnie a pu convertir 85% de la dette publique à long terme. De plus, la Compagnie a continué d'exister après l'éclatement de la bulle spéculative, en août 1720, et se transforme en société de gestion de la dette publique.

Figure : la Bulle des Mers du Sud



Si le projet de conversion des titres de dette publique en actions de la Compagnie des Mers du Sud a conduit à la formation de la Bulle des Mers du Sud, la circulation, à partir de 1707, par la Banque d'Angleterre, des bons de l'Échiquier a constitué une réussite financière sans égal. Dans la section qui suit nous étudions ce contraste sous le prisme d'un autre contraste. Celui-ci concerne les commentaires divergents de Hume (1752), Steuart (1767) et Smith (1776) au sujet des opérations financières opérées sur la dette publique anglaise de 1694 à 1720.

²⁸ Cf. Bentemessek (2009)

4. Les lumières Écossaises face à la « circulation » de la dette publique

Les économistes écossais du dix-huitième siècle n'emploient pas le terme « liquidité ». Pour autant, David Hume (1752), James Steuart (1767) et Adam Smith (1776) ont traité de la liquidité de la dette publique, mais utilisaient le terme « circulation », alors couramment employé à propos des bons de l'Échiquier, pour désigner ce qu'on entend aujourd'hui par « liquidité ». Smith a distingué la « circulation » des bons de l'Échiquier depuis 1707 de « l'absurdité (...) la friponnerie et l'extravagance » de l'épisode spéculatif de l'année 1720. Concernant l'existence et la liquidité des bons de l'Échiquier, à l'instar de Hume avant lui, il en souligne les avantages. Cependant les deux auteurs proposent des analyses distinctes de ces avantages. Surtout, Hume et Smith divergent quant à l'existence, ou non, d'inconvénients liés à la présence de tels actifs liquides. Concernant la bulle des Mers du Sud, Smith y voit une illustration des dangers auquel conduit le développement de la dette publique.

L'approche de James Steuart, qui publie son *Inquiry into the Principles of Political Economy* en 1767, après Hume et avant Smith, est très différente. À ses yeux, les « circonstances » ont contribué à placer le sujet de la dette publique dans « l'obscurité »²⁹, alors qu'il convient de mettre au jour le rôle favorable d'une importante dette publique liquide pour l'activité économique. En conséquence, à la différence de Hume et Smith, Steuart s'intéresse aux moyens et mécanismes qui rendent la dette publique liquide.

4.1 Dette publique liquide, prix et taux d'intérêt

Dans ses essais *de l'argent et de la balance du commerce* publiés à partir de 1752, Hume énonce la théorie quantitative à l'appui de son hostilité à l'égard du pouvoir accordé aux banques d'émettre des billets³⁰ ; une hostilité qu'il atténue dans les éditions postérieures à 1760³¹. Dans le même temps, ce qui est moins commenté, Hume met l'accent sur la liquidité des titres de dette publique, montre qu'elle avantage le commerce, s'accompagne

²⁹ « *I shall be enable to point out the extraneous circumstances which are apt to involve this subject in obscurity.* » Steuart [1767, book IV, Part IV, chap. 1, p.604 de l'édition 1966].

³⁰ Cf. de Boyer (2003)

³¹ Cf. notes *d* à la page 495 et *f* à la page 498 de l'édition intégrale des *Essais* par Gilles Robel aux Éditions Universitaires de France, octobre 2001, Paris – Cf. [1972, p. 69], note * on p. 70 and note * on page 72

d'une baisse des taux d'intérêt, mais présente des inconvénients que n'a pas la monnaie métallique.

En premier lieu, dans l'essai *de la balance du commerce* où il expose le « mécanisme de variation des prix et de flux des espèces »³², Hume raille le « *soin que nous mettons, à en juger par notre politique actuelle, à farcir la nation de ces belles denrées que sont les billets de banque et les billets de l'Échiquier* » qui « *laisse penser que nous craignons d'être accablés sous le poids des métaux précieux* » (Hume, 1752, p.494)³³. L'analyse qui sous tend sa critique est connue : une diminution de l'encours des billets de banque et des billets de l'Échiquier, qu'il traite comme des substituts, provoquerait une baisse des prix, un excédent commercial et une entrée d'or.

De nouveau, dans l'*essai du crédit public*, Hume souligne le caractère liquide des titres de la dette publique - « *Les valeurs d'État (Public Securities) sont devenues chez nous une sorte de monnaie et s'échangent à prix courant aussi aisément que l'or et l'argent* »³⁴ - et en analyse les effets :

« Dès qu'il se présente une entreprise profitable, quel que soit son coût, on trouve toujours assez de gens pour la soutenir. Et tout négociant qui possède des capitaux placés en fonds publics peut sans crainte se livrer au commerce le plus étendu, puisque ces capitaux lui permettent de faire face à toute hausse de la demande, si soudaine soit elle. Aucun marchand ne juge dès lors nécessaire de garder chez lui des sommes considérables en espèces.

(...) En un mot, nos dettes nationales fournissent aux marchands une espèce de monnaie qui se multiplie sans cesse entre leurs mains et fournit un gain garanti, en plus des profits qu'ils tirent de leur commerce. Cela leur permet nécessairement de commercer pour de moindres profits » (Hume, 1752, p. 528)³⁵

³² « Price specie flow mechanism »

³³ « *By our present politics, we are as careful to stuff the nation with this fine commodity of bank-bills and chequer-notes, as if we were afraid of being overburthened with the precious metal* ». [1972, p. 69]

³⁴ (Hume, 1752, p. 528) – « *Public securities are with us become a kind of money, and pass a readily at the current price as gold or silver.* » [1972, p. 69]

³⁵ « *Wherever any profitable undertaking offers itself, how expensive soever, there are never wanting hands enow to embrace it ; nor need a trader , who has the sums in the public stocks, fear launch ou into the most extensive trade ; since he is possessed of funds, which will answer the most sudden demand that can be made*

Parce qu'elle offre un véhicule de réserve de valeur qui, contrairement aux espèces, est rémunéré, mais est tout aussi mobilisable pour d'éventuels placements et investissements, cette « espèce de monnaie » favorise la croissance :

« Il est donc naturel de supposer que dans les pays où il y a des dettes publiques, un plus grand nombre d'hommes disposant de fonds et de revenus importants persévéreront dans le commerce ; et cela, avouons-le, est un avantage pour le commerce puisque cela réduit ses profits, stimule la circulation et encourage l'industrie » (Hume, 1752, p. 530)³⁶

Dans les éditions antérieures à 1764, Hume ajoute:

« J'observerai à ce propos, sans interrompre le fil de mon argumentation, que la multiplicité de nos dettes publiques contribue plutôt à faire chuter l'intérêt, et que plus le gouvernement emprunte, plus il peut espérer emprunter à bon marché, contrairement aux premières apparences et à l'opinion commune. Les profits du commerce influent en effet sur l'intérêt. » (Hume, 1752, p. 543, note e)³⁷

Implicitement, Hume associe la baisse effective du taux d'intérêt des titres de la dette publique à sa liquidité. Comment l'expliquer en dehors de toute interprétation mercantiliste ? Hume énonce la causalité suivante : la baisse du taux d'intérêt résulte de la baisse du taux de profit, qui résulte de la croissance. Ici le raisonnement est anti-mercantiliste : le taux d'intérêt est une variable réelle. Mais cette croissance (réelle) est plus élevée parce qu'il y a liquidité de la dette publique. Comment expliquer cette liquidité qui a de telles vertus ? Hume ne le fait pas. Par contre, il en souligne les risques :

upon him. No merchant thinks it necessary to keep by him any considerable cash. (...) In short, our national debts furnish merchants with a species of money, that is continually multiplying in their hands, and produces sure gain, besides the profits of their commerce. » [1972, p. 93]

³⁶ *« More men, therefore, with large stocks and incomes, may naturally be supposed to continue in trade, where there are public debts; and this, it must be owned, is of some advantage to commerce, by diminishing its profits, promoting circulation, and encouraging industry. » [1972, p. 94]*

³⁷ *« On this head, I shall observe, without interrupting the thread of the argument, that the multiplicity of our public debts serves rather to sink the interest, and that the more the government borrows, the cheaper may they expect to borrow; contrary to the first appearance, and contrary to common opinion. The profits of trade have an influence on interest.» [1972, p. 94, ft.*]*

« (...) comme les fonds publics sont une sorte de papier-crédit, ils ont tous les désavantages de cette espèce de monnaie. Ils bannissent l'or et l'argent des principales branches du commerce du pays, les confinent à la circulation commune et rendent par la même les denrées et le travail plus chers qu'ils ne seraient autrement. » (Hume, 1752, p. 531)³⁸

Ces considérations plus familières rejoignent celles de l'essai *de la balance du commerce*³⁹. On connaît la conclusion : ces sortes de monnaies sont à la fois inutiles et dangereuses. Inutiles car leur retrait est compensé par une entrée d'espèces, dangereuses car il s'agit d'une « monnaie factice que les étrangers n'accepteront pour aucun paiement et que le moindre désordre sérieux dans l'État réduira à néant »⁴⁰. En outre, Hume mentionne d'autres préjudices de la dette publique « à l'État en tant que corps politique » qu'il dénonce et qui n'entre pas dans notre sujet.

Smith mentionne également le caractère liquide de la dette publique⁴¹ et propose de l'expliquer. Il l'attribue, en premier lieu, à l'existence d'un « certain degré de confiance dans la justice du gouvernement »⁴². En second lieu, à l'action de la Banque d'Angleterre :

« La Banque d'Angleterre, soit en escomptant volontairement les billets (de l'Amirauté et de l'Echiquier), soit en convenant avec le gouvernement moyennant une certaine

³⁸ « (...) Public stocks, being a kind of paper-credit, have all the disadvantages attending that species of money. They banish gold and silver from the most considerable commerce of the state, reduce them to common circulation, and by that means render all provisions and labour dearer than otherwise they would be. » [1972, p. 95]

³⁹ Dans l'édition de 1768, Hume ajoute : « Remarquons aussi que la hausse des prix que produit le papier-crédit a une influence plus durable et pernicieuse que lorsqu'elle résulte d'un fort accroissement de la quantité d'or et d'argent-métal. En effet, lorsqu'un afflux exceptionnel d'argent entraîne une hausse du prix du travail et des denrées, le mal apporte lui-même son propre remède car l'argent ne tarde pas à sortir du pays pour s'écouler dans toutes les nations voisines, les prix retrouvent un point d'équilibre et l'industrie peut continuer sur le même pied qu'auparavant. On ne saurait espérer une telle amélioration lorsque la principale espèce en circulation est le papier, qui n'a aucune valeur intrinsèque. » (Hume, 1768, p.543) « (...) We may also remark, that this increase of prices, derives from paper credit, has a more durable and a more dangerous influence than it arises from a great increase of gold and silver ; where an accidental overflow of money raises the prices of labour and commodities, the evil remedies itself in a little time : The money soon flows into all the neighbouring nations : The prices fall to a level : And industry may be continued as before ; a relief, which cannot be excepted, where the circulating specie consists chiefly of paper, and has no intrinsic value. » [1972, p. 95, fn +]

⁴⁰ Hume, 1752, p.460 « But there appears no reason for increasing that inconvenience by a counterfeit money, which foreigners will not accept of in any payment, and which any disorder in the state will reduce to nothing. » [1972, p. 35]

⁴¹ Smith(1776) pp. 1035, 1037, 1044, 1046

⁴² Smith, 1776, p.1035 ; [1976, p. 910]

contrepartie de faire circuler les billets de l'Échiquier, c'est à dire de les recevoir au pair, en payant l'intérêt qui se trouve dû sur eux, maintient leur valeur et facilite leur circulation, et met souvent par là le gouvernement en état de contracter une très grande dette de cette sorte. En France, où il n'y a point de banque, les billets d'État se sont quelquefois vendus avec soixante et soixante dix pour cent de perte. » (Smith, 1776, p.1037)⁴³

Contrairement à Hume, bien qu'il voit la chose⁴⁴, Smith n'insiste pas sur l'avantage pour les marchands de disposer de placements rémunérés liquides. C'est que, chez Smith, le financement à court terme repose sur l'endettement auprès des banques émettrices de billets, et non sur la mobilisation d'un placement liquide; sur le « *cash account* » bancaire et non pas sur l'emploi des bons de l'Échiquier. Contrairement à Hume, Smith est favorable au développement des banques car l'émission de billets sur la base d'effets réels n'est pas inflationniste⁴⁵. Par ailleurs, de façon plus précise que Hume, il note le processus de baisse du taux d'intérêt engagé depuis le début du siècle.

« Durant le règne de la reine Anne, le taux courant de l'intérêt était tombé de six à cinq pour cent, (...) En 1727, l'intérêt de la plus grande partie des dettes publiques fut encore plus réduit à quatre pour cent, et en 1753 et 1757, à trois et demi et trois pour cent, ... » (Smith, 1776, p.1042)⁴⁶

S'il voit le lien historique entre l'action de la Banque d'Angleterre, l'augmentation de la liquidité des titres de la dette publique et la baisse du taux d'intérêt, Smith ne pousse pas plus l'analyse du lien entre ces trois éléments. Mais Smith peut-il lier la baisse du taux d'intérêt à la baisse des risques de liquidité et de crédit ? En guise d'éléments de réponse,

⁴³ « *The bank of England, either by voluntarily discounting those bills at their current value, or by agreeing with the government for certain considerations to circulate Exchequer bills, that is, to receive them at par, paying the interest which happens to be due upon them, keeps up their value and facilitates their circulation, and thereby frequently enable government to contract a very large debt of this kind. In France, where there is no bank, the state bills (billets d'état) have sometimes sold at sixty and seventy per cent. Discount.* » [1976, p. 911-2]

⁴⁴ Smith (1776), p. 1046

⁴⁵ Cf. de Boyer (1998)

⁴⁶ « *During the reign of queen Anne, the market rate of interest had fallen from six to five per cent. (...) In 1712, the interest of the greater part of the publick debts was still further reduced to four per cent (...)* » [1976, p. 911-2]

citons un extrait du le livre 1 où Smith définit le taux d'intérêt précisément en lien avec le risque:

« Dans un pays où le taux ordinaire de profit pur⁴⁷ est de huit ou dix pour cent, peut-être serait-il raisonnable que la moitié allât à l'intérêt partout où les affaires se font avec de l'argent emprunté. Le capital est aux risques de l'emprunteur, qui l'assure, pour ainsi dire, au prêteur ; et dans la plupart des commerces quatre ou cinq pour cent peut être à la fois un profit suffisant pour le risque de cette assurance, et une récompense suffisante pour la peine d'employer le capital. » (Smith, 1776, p.113-4)⁴⁸

Si l'emprunteur assure le prêteur contre le risque, si ce dernier baisse, le taux d'intérêt ne devrait il pas augmenter, plutôt que diminuer? Par ailleurs, dans le livre 2 consacré aux « Fonds prêtés à intérêt », Smith évoque Locke, Law et Montesquieu, ne fait aucune mention au billet de banque, se réfère au seul effet des métaux précieux sur le niveau du taux d'intérêt, et nous renvoie à Hume⁴⁹ : la croissance conduit à une baisse du taux de profit qui entraîne la baisse du taux d'intérêt.

4.2 Crédit public, liquidité et croissance

Contrairement à Adam Smith et à David Hume, Steuart tient une position différente au sujet de la dette publique⁵⁰.

⁴⁷ Le taux profit pur correspond au taux de profit sans risque, et le taux de profit brut au taux de profit y compris la prime de risque. Défini p. 112 (3 & 4) : « Le taux ordinaire de profit le plus bas doit toujours être un peu supérieur à ce qui suffit pour compenser les pertes intermittentes auxquelles tout emploi de fonds est exposé. Ce n'est que ce surplus qui constitue le profit net ou pur. Ce qu'on appelle profit brut comprend souvent, non seulement ce surplus, mais ce qui est mis de côté pour compenser ces pertes extraordinaires. L'intérêt que l'emprunteur est en mesure de payer est seulement à proportion du profit pur. » (Smith, 1776, p.112) - « The lowest ordinary rate of profit must always be something more than what is sufficient to compensate the occasional losses to which every employment of stock is exposed. It is this surplus only which is neat or clear profit. What is called gross profit comprehends frequently, not only this surplus, but what is retained for compensating such extraordinary losses. The interest which the borrower can afford to pay is in proportion to the clear profit only. » [1976, p. 113]

⁴⁸ « In a country where the ordinary rate of clear profit is eight or ten percent., it may be reasonable that one half of it should go to interest, wherever business is carried on with borrowed money. The stock is at the risk of the borrower, who, as it were, insures it to the lender; and four or five per cent. may, in greater part of trades, be both a sufficient profit upon the risk of this insurance, and a sufficient recompense for the trouble of employing the stock.» [1976, p. 114]

⁴⁹ Smith (1776, p.407) et [1976, p. 354]

⁵⁰ Stettner [1954] met en évidence la particularité de l'analyse steuartienne de la liquidité publique relativement à Hume [1752] et Smith [1776].

“That the effect of public borrowing, or national debt, is to augment the permanent income of the country, out of stagnating money and balances of trade.” Steuart, IV, 104.

En effet, à condition qu'elle soit bien gérée, donc liquide, la dette publique favorise à la fois la liquidité bancaire et la liquidité du marché. Cette proposition semble singulière dans l'histoire de la pensée monétaire : Steuart considère que le système bancaire et le marché financier doivent opérer de concert pour fournir la liquidité nécessaire à la croissance économique ; la dette publique contribue à cette complémentarité.

Comme nous l'avons mentionné précédemment, Steuart n'emploie pas le terme « liquidité » mais utilise le terme « *circulation* » ou encore « *melting down* » pour la désigner. La liquidité est au centre de l'analyse steuartienne. En effet, selon cette dernière, la dynamique de croissance est un processus dans lequel les richesses sont transférées de la classe des propriétaires de « sûretés solides »⁵¹ - propriétaires terriens ou créanciers publics - à la classe des industriels, processus appelé « vibration de la balance des richesses ». Mais ces transferts de richesses ne peuvent avoir lieu que si ces dernières sont liquides. Selon Steuart, cette liquidité est le fait combiné des banques et du marché financier.

Les banques introduisent cette liquidité en transformant les « sûretés solides » en monnaie bancaire – ou « monnaie symbolique »⁵². Afin de consommer – la consommation étant « *the only thing which makes the balance turn* »⁵³ –, la classe des propriétaires des sûretés solides demande de la monnaie bancaire – une monnaie dont l'offre est élastique à la différence de la monnaie métallique – et dont l'émission est garantie par ces « sûretés ». C'est la dépense de cette monnaie qui offre un débouché à la production des industriels (et leur permet de réaliser des profits).

À ce stade, il convient de souligner le rôle attribué par Steuart à la dette publique dans la création de cette liquidité par les banques. En empruntant, l'État met à la disposition de ses créanciers une forme de propriété solide, à l'instar de ce que sont les terres pour les

⁵¹ Par les sûretés solides, Steuart entend les revenus certains des agents. Les revenus de la propriété foncière ou les annuités (intérêts) versées par l'État aux créanciers publics sont alors considérés, selon Steuart, comme des sûretés solides. Steuart [1789-1790, vol 4 : 86].

⁵² Diatkine et Rosier [1998].

⁵³ Steuart, II: 43

propriétaires fonciers. Les titres de dette publique peuvent être présentés aux banques comme collatéraux des prêts de la monnaie qu'elles émettent.

"[...] from the swelling of public debts an enormous fund of personal property is created. This is formed out of the income of the whole nation. (...) The capital of the public debts is the price which has been paid for the annuities due to the creditors, and is now no more money to them than land is money to the landlord. It may be turned into money, no doubt; but so may land." Steuart, 640.

Ainsi:

"Stock, therefore, I consider as one great branch of solid personal property; as far as the security of government is solid and good; and such, may be melted down into money by bankers, as any other thing." Steuart, IV, 99.

En résumé, les banques introduisent les liquidités nécessaires à la vibration de la balance des richesses en transformant les sûretés solides, dont la dette publique, en monnaie symbolique. Ce faisant elles contribuent également à rendre liquides les titres de dette publique⁵⁴.

Par ailleurs, Steuart attribue au marché financier également un rôle important dans la bonne gestion de la dette publique, là aussi en permettant sa liquidité. En effet, la liquidité des titres constitue une compensation nécessaire au non-remboursement par l'État du principal des dettes publiques perpétuelles.

"In deducing the principles of public credit, we suppose [...] that an easy transfer of the capital from hand to hand [should] be permitted, in order to indemnify every creditor for the loss of his capital, which is not demandable from the state, as is commonly the case in private securities." Steuart, IV, 279.

Etant donné la position particulière de Steuart au sujet de la dette souveraine, il considère salutaires toutes les expériences financières visant à améliorer la solvabilité de l'Etat et la gestion de sa dette. À cet égard, il perçoit le rôle positif que la Banque d'Angleterre a joué en faisant circuler, dès 1707, les bons de l'Échiquier.

⁵⁴ Steuart, IV: 99.

« (...) *This expedient [the circulation of Exchequer bills] proved of infinite service, both in establishing the credit of exchequer bills, and relieving those who received payment in them (...) The bank of England was here employed in converting into money exchequer bills, secured upon the faith of government.*” Steuart, 618.

“(…) *had it not been for the assistance the bank then gave the state, in circulating those exchequer tallies, bills &c. it is very certain that credit would have failed as totally in England as it had done in France in 1708, when Desmaretz undertook the finances.*” Steuart, 662.

Sans avancer une analyse précise de l’impact de la circulation des titres de dette publique par la Banque d’Angleterre sur la baisse du risque de défaut de l’État, Steuart, avant Smith, observe la baisse consécutive du taux d’intérêt.

« *After this first operation in reducing the interest, the bank complied with a reduction to 5 per cent of what was due to them; and they began to circulate exchequer bills at a more moderate interest than formerly.* » Steuart, 620

S’agissant des opérations de restructuration de la dette publique via la conversion de ces titres en actions, Steuart, contrairement à David Hume et Adam Smith, n’est pas hostile aux projets de John Law et de la Compagnie des Mers du Sud. Selon lui, ces projets constituent des tentatives intéressantes de restructuration de la dette publique dans l’objectif de réduire son coût et d’en accroître la liquidité⁵⁵.

En effet, Steuart observe l’illiquidité de la dette publique avant la mise en place des projets de John Law et de la CMS. Il souligne notamment la baisse considérable des valeurs des titres d’État sur les marchés français et anglais en raison des menaces d’insolvabilité⁵⁶.

Dans ce contexte, le projet de convertir, en 1711, les titres dévalués, illiquides, de la dette publique flottante en actions de la Compagnie des Mers du Sud est considéré comme un moyen de rétablir la solvabilité de l’État.

⁵⁵ Voir Bentemessek (2010)

⁵⁶ Il évalue la dévalorisation de la dette publique anglaise à court terme à 30-40% (Cf. Steuart, IV, 41). De plus, concernant le système de John Law en France, il souligne, entre autres, que l’émission, en juin 1717, de 200 000 actions – *Mères* – en échange des billets d’État a permis « *To absorb 100 millions of the most discredited articles of the king’s debt* » (Cf. Steuart, III, 274).

« The incorporation, also (en plus de la Banque d'Angleterre), of nine millions capital in the hands of corporation, which afterwards was called the South Sea Company, was an assistance to public credit, by increasing a monied interest, the principal view of which was to fill the government loans, on the lucrative conditions offered to them. And last of all, the strictly adhering to the public faith of engagement, without seeking, by acts of power, to indemnify the state for the losses it had been obliged to incur, from the circumstances of the times, laid the solid basis of national credit for the future.” Steuart, 619

En résumé, l'opération de conversion vise à substituer au marché illiquide de la dette publique un marché liquide où s'échangent les actions d'une Compagnie à forts potentiels commercial et financier. Pour Steuart, cela a pour objectif de reconstruire les fondements du marché primaire de la dette publique.

Vu sous cet angle, les projets financiers de la restructuration de la dette publique – la CMS en Angleterre et le Système de John Law en France – semblent avoir pour objectifs initiaux le rétablissement de la confiance en l'État, la baisse de son risque de défaut et la reconstruction des fondements des marchés primaire puis secondaire de sa dette. Néanmoins, Steuart perçoit et commente l'échec de ces expériences– l'effondrement du système de John Law entre 1719 et 1720 et l'éclatement de la Bulle des Mers du Sud en 1720– qu'il attribue à une mauvaise gestion de la monnaie, à une violation des principes du crédit et à l'adoption de politiques de dividende et d'information financière contestables⁵⁷.

⁵⁷ Nous n'analysons pas ce point ici. Cf. Bentemessek (2010).

5. Bibliographie

A. ANDREADES (1904), *Histoire de la Banque d'Angleterre*, Arthur Rousseau Editeur, Paris, 1904

N. BENTEMESSEK

. (2007), Fonds de Crédit : mécanisme financier spécifique dans la Bulle des Mers du Sud », in *Economies et Sociétés*, Série Histoire Economique Quantitative, AF, n°37, 7-8/2007, p. 1383-1414

. (2009), Actif sous-jacent et produits dérivés : la rationalité de la Bulle des Mers du Sud reconsidérée. », la *Revue Economique*, en révision.

. (2010), Public Credit and Liquidity in James Steuart's *Principles* », in *European Journal of the History of Economic Thought*.

J. DE BOYER

. (1998), Endogeneous money and shareholder's funds in the classical theory of banking, *The European Journal of the History of Economic Thought*, vol.5, n°1, p.60-84, Spring 1998

. (2003), *La pensée monétaire, histoire et analyse*, Ed. Les Solos, Paris

. (2006) : Dette publique, Banque d'Angleterre et taux d'intérêt: 1694-1800, *Économies et Sociétés : Histoire économique quantitative*, AF, n°34, 2/2006, p. 215-232

. (2009): Bank liquidity risk, from John Law (1705) to Walter Bagehot (1873), article présenté à l'*ESHET, HES et AFSE*, 200

J. BREWER (1994), *The Sinews of Power: War, Money and the English State, 1688-1783*. Londres, New York: Routledge.

J. LAWRENCE BROZ & R. S. GROSSMAN (2002), Paying for privilege : the political economy of Bank of England charters, 1694 – 1844, *Explorations in Economic History*, 2004, vol. 41, pp. 48 – 72.

JOHN CLAPHAM (1944), *The Bank of England, A History*, Cambridge at the University Press, 1944

Work in progress

DALE. R (2004), *The First Crash: Lessons from the South Sea Bubble*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

P.G.M. DICKSON (1967), *The Financial Revolution in England*, Macmillan, London, 1967

P.G.M. DICKSON & J.SPRLING (1970), War Finance, 1698-1714," in *The New Cambridge Modern History, Vol 6, the Rise of Great Britain and Russia 1688-1715/25, Chap IX*, ed. by J. S. Bromley: Cambridge University Press.

HAMILTON, E. J. (1947): "Origin and Growth of the National Debt in Western Europe," *The American Economic Review*, 37, 118-130.

HARGREAVES, E. L. (1930): "The National Debt," Londres: Arnold.

S. HOMER & R. SYLLA (1996), *A history of interest rates*, Rutgers University Press, New Brunswick, New Jersey.

J. KEITH HORSEFIELD (1960), *British monetary experiments, 1650 – 1710*, G. Bell and Sons LTD, London.

HUME. D (1752), *Essais moraux, politiques et littéraires*

.*Essais moraux, politiques et littéraires et autres essais*, Ed. Puf, col. Perspectives anglo-saxonnes, Paris, 2001.

.*Writings on Economics*, Ed. by Eugene Rotwein, Thomas Nelson & Sons and the University of Wisconsin Press, 1955, reprint in 1972.

H. D. MACLEOD (1866), *The Theory and Practice of Banking*, London: Longmans, Green, Reader & Dyer.

O. RUFFHEAD (1761), *The Statutes at Large, from "Magna Charta", to the End of the Last Parliament*. London: M. Basket.

W. R SCOTT (1911-1912), *The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720*. Cambridge: Cambridge University Press.

A. SMITH (1776), *Enquête sur la nature et les causes de la richesse des nations*

Work in progress

. Edited by R.H. Campbell and A.S. Skinner, Oxford University Press: Oxford 1976

. Trad. et éd. P. Taieb PUF, 1995

J. STEUART (1767) *An inquiry into the principles of political oeconomy.*

. Edited by Andrew S. Skinner, Ed. Oliver and Boyd Ltd, Edinburgh, London, 1966

. Edited by Andrew S. Skinner with Noboru Kobayashi and Hiroshi Mizuta, London:
Pickering & Chatto, 1998

STETTNER (1954), "Sir James Steuart on the Public Debt," *The Quarterly Journal of Economics*, 59, 451-476.