



**HAL**  
open science

# La politique monétaire de la période de la Reconstruction aux États-Unis (1865-1879) : enjeux, théories, débats

Sofia Valeonti

► **To cite this version:**

Sofia Valeonti. La politique monétaire de la période de la Reconstruction aux États-Unis (1865-1879) : enjeux, théories, débats. Economies et finances. Université Panthéon-Sorbonne - Paris I, 2020. Français. NNT : 2020PA01E012 . tel-03076893

**HAL Id: tel-03076893**

**<https://theses.hal.science/tel-03076893v1>**

Submitted on 16 Dec 2020

**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.



Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne  
UFR d'Économie 02 – École d'économie de la Sorbonne  
Laboratoire PHARE

**La politique monétaire de la période de la Reconstruction  
aux États-Unis (1865-1879) : enjeux, théories, débats**

**Monetary Policy During U.S. Reconstruction (1865-1879):  
Issues, Theories, and Debates**

Thèse pour l'obtention du doctorat nouveau régime en Sciences économiques de  
l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne  
(arrêté du 30 mars 1992)

Présentée et soutenue publiquement le 20 juin 2020

par

**Sofia Valeonti**

Sous la codirection de

Nathalie Sigot, professeure à l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne  
Laurent Le Maux, professeur à l'université de Bretagne occidentale

**Composition du jury :**

**Nicolas Barreyre**, maître de conférences, EHESS

**Laurent Le Maux**, professeur, université de Bretagne occidentale (directeur de recherche)

**Ivo Maes**, chercheur chargé des études historiques, département de Recherche de la Banque nationale de Belgique et professeur, université Catholique de Louvain et ICHEC Brussels Management School (rapporteur)

**Stephen J. Meardon**, professeur, Bowdoin College (rapporteur)

**Goulven Rubin**, professeur, université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

**Nathalie Sigot**, professeure, université Paris 1 Panthéon-Sorbonne (directrice de recherche)

**La politique monétaire de la période de la  
Reconstruction aux États-Unis (1865-1879) : enjeux,  
théories, débats**

**Monetary Policy During U.S. Reconstruction (1865-  
1879): Issues, Theories, and Debates**

*L'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne n'entend donner aucune approbation ni désapprobation aux opinions émises dans cette thèse ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.*

## Avant-propos

Cette thèse est le fruit d'un travail de recherche ayant originellement pris la forme d'articles destinés à être publiés dans des revues académiques. Le chapitre 2 est en cours de révision à la revue *History of Political Economy*, alors que le chapitre 3 a vocation à être soumis pour être publié. Enfin, une partie du chapitre 4 sera publiée dans *The European Journal of the History of Economic Thought* en décembre 2020. Ainsi, chaque chapitre a sa propre problématique et peut être lu indépendamment. Cependant, ils ont été revus et prolongés afin que la thèse puisse être lue comme un ensemble qui répond à une problématique commune. À cet objectif répond aussi le chapitre 1 qui pose le cadre pour les chapitres qui suivent.

## Remerciements

Je me sens chanceuse d'avoir préparé cette thèse, pour l'apprentissage que ce travail a impliqué, mais surtout pour toutes les personnes qu'elle m'a permis de rencontrer. C'est envers ces personnes que je me permets d'exprimer ici ma gratitude.

Ma gratitude va vers mes directeurs de thèse, Laurent Le Maux et Nathalie Sigot. Je remercie Laurent Le Maux d'avoir su me transmettre son goût pour la théorie monétaire et sa passion pour l'histoire des États-Unis. La conception, l'élaboration et l'accomplissement de cette thèse lui doivent beaucoup. Je dois aussi énormément à Nathalie Sigot : sans ses relectures méticuleuses, sa patience, ses conseils, je n'aurais jamais pu mener ce travail jusqu'au bout. Elle a su me guider chaque fois que je me dispersais, ainsi que me soutenir dans cette aventure. Tout ce qu'il peut y avoir de bien dans cette thèse, je le dois à vous deux, Laurent et Nathalie.

Je remercie aussi mon laboratoire de recherche, PHARE, pour son accueil et son aide. Les séminaires, les universités d'été, les bureaux et le café d'en face, m'ont offert le cadre et le soutien pour mener ce travail à bien, tout en me laissant ma liberté intellectuelle. Ce laboratoire, c'est aussi ces personnes qui ont été là pour discuter, me lire et me conseiller : je remercie Elodie Bertrand, Laurie Bréban, Jean Dellemotte, Sophie Jallais, André Lapidus, Nadeera Rajapakse et Goulven Rubin.

Cette thèse m'a aussi permis de rencontrer des personnes avec lesquelles je partage les mêmes intérêts intellectuels. Je remercie Stephen Meardon d'avoir toujours prêté une oreille bienveillante à mes questionnements, de m'avoir accueillie parmi les historiens de l'économie américanistes, et aussi pour son amitié. Je remercie également Ariel Ron pour nos discussions passionnantes et pour avoir toujours su poser les questions difficiles. J'ai eu aussi la chance d'avoir rencontré Robert Dimand et bénéficié de ses conseils

bienveillants. Je dois aussi beaucoup à Nicolas Barreyre, non seulement pour sa prévenance et ses relectures attentives, mais aussi de m'avoir fait aimer l'histoire états-unienne à travers ses écrits et séminaires.

Je me dois aussi de remercier l'école doctorale de Paris 1 Panthéon-Sorbonne, son directeur, Mouez Fodha et ses secrétaires Jean-Philippe Carrié, Jean-Christophe Fouillé et Loïc Sorel pour leur travail formidable à l'appui des doctorants.

Je remercie aussi tous les doctorants de PHARE, ceux qui ont été là quand je suis arrivée pour me guider au début difficile de cette thèse, et ceux qui sont arrivés après et m'ont fait me sentir de mieux en mieux entourée. Merci beaucoup pour nos moments formidables que ce soit à Paris, à Chicago, à New York ou à Volos. Je remercie plus spécifiquement : Céline Bouillot, Lucy Brillant, Marie Daou, Cédric Philadelphie Divry, Claire Federspiel, Michaël Gaul, Léon Guillot, Ecem Okan et Yara Zeineddine.

Il y a aussi ceux qui, au fil des années, ont édité mes textes, souvent dans des délais très courts : je remercie pour cela Ben Young et Kate Davis.

Mes remerciements s'adressent aussi à mes amis. Pour nos discussions passionnantes, pour nos vacances-travail, pour nos dimanches à la BnF, pour leur solidarité : bref, pour leur amitié précieuse. Christos Andrianopoulos, Jeff Althouse, Simona Bozhinovska, Adriana Calcagno, Quentin Couix, Io Kouki, Hadrien Lantremagne, Antoine Monserand, Ilias Petalas, Fatma Rostom et Stergios Stefanou, merci.

Cette thèse doit beaucoup au soutien de mes parents qui me demandent encore si j'ai fini mes devoirs. Despina Mitsou Valeonti et Elefthérios Valeontis, cette thèse vous est dédiée.

## Sommaire

<b>Introduction générale</b> .....	<b>8</b>
<b>Chapitre 1.</b> Émission et gestion des <i>greenbacks</i> : faits, débats au Congrès et enjeux...41	
<b>Chapitre 2.</b> Henry C. Carey's Monetary Thought and American Industrialization in the Greenback Debate.....	<b>80</b>
<b>Chapitre 3.</b> International Integration and the Gold Approach: Hugh McCulloch's and John Sherman's Monetary and Tariff Policies.....	<b>115</b>
<b>Chapitre 4.</b> Simon Newcomb: a Theoretical Reply to the Greenback Approach ...	<b>148</b>
<b>Conclusion générale</b> .....	<b>183</b>
<b>Annexes</b> .....	<b>191</b>
<b>Bibliographie</b> .....	<b>197</b>
<b>Table des matières</b> .....	<b>221</b>



# Introduction générale

Politics always, of course, has played some role in trade policy. Concerns about the loss of steel jobs have motivated trade interventions in steel in the past. Still, in the past, there has been an attempt to keep trade policy focused on broad national economic interests, not the conflicting interests of different regions. In that sense, Trump's policies represent an important departure from the past.

– Joseph E. Stiglitz, *Trump and Globalization* (2018)

China, the European Union and others have been manipulating their currencies and interest rates lower, while the US is raising rates while the dollars gets stronger and stronger with each passing day - taking away our big competitive edge. As usual, not a level playing field...

– Donald Trump, Twitter, (2018)

## **1. Les débats de la politique monétaire et tarifaire états-unienne : de Donald Trump à la Reconstruction**

*Intérêt et problématique de la thèse*

Cette thèse aborde des débats anciens, qui se sont déroulés au cours du XIX<sup>e</sup> siècle aux États-Unis, concernant les choix de l'étalon-monnaie et de la politique commerciale à mener. Cette thèse montre que ces débats, tout en portant sur la « bonne » politique économique à suivre, ont été le lieu privilégié

de l'affrontement entre deux types d'économie politique et des visions divergentes du développement économique des États-Unis. C'est pourtant en évoquant le présent que les enjeux relatifs à ces débats passés peuvent être illustrés, malgré la différence de contexte historique. C'est donc par un détour par le présent que nous commencerons.

Dès le début du mandat de Donald Trump, les politiques menées répondent à deux objectifs : sa politique commerciale vise à instaurer un protectionnisme fort, alors que sa politique monétaire s'attache à soutenir le développement économique.

En septembre 2010, « près de 70 % des importations américaines en provenance de Chine sont soumises à des droits additionnels. Le droit de douane moyen appliqué par les États-Unis aux importations de biens chinois est désormais de 21,2 %, alors qu'il était de 3,1 % à la fin de 2017 » (Bellora 2019). Même si la politique protectionniste de Trump vise essentiellement la Chine, elle ne s'arrête pas là. Les États-Unis ont renégocié l'Accord de partenariat transpacifique (*Trans-Pacific Partnership*) et l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) pour aller vers davantage de protectionnisme. Depuis lors, on parle de guerre commerciale.

La politique économique de Trump montre que ce dernier considère le commerce international comme un jeu à somme nulle, voire négatif. Trump se focalise sur les déficits commerciaux bilatéraux et essaie de les diminuer par une politique protectionniste. « Le raisonnement est simple : avec moins d'importations (ou plus d'exportations), le niveau d'emploi et des salaires états-uniens augmenteront » (Stiglitz 2018, 1)<sup>1</sup>.

Cette vision de Trump n'a pas tardé à être critiquée. Stiglitz (2018, 5-6) y voit une politique néo-mercantiliste, s'appuyant sur des présupposés théoriques erronés, comme le fait de considérer que le commerce international est fondé sur des avantages économiques absolus, oubliant ainsi l'importance

---

<sup>1</sup> Afin de faciliter la lecture des parties de cette thèse rédigées en français, nous traduisons les citations de l'anglais.

des avantages comparatifs. Pour Stiglitz (6), ce protectionnisme s'explique aussi par des facteurs politiques. Trump fait une distinction qualitative entre les exportations des biens et celles des services. Du point de vue de la théorie économique, une telle distinction n'est pas fondée, mais dans le cas états-unien, elle s'explique par le fait que ces deux secteurs ne sont pas équitablement répartis sur le territoire : les manufactures se trouvent dans le Midwest et dans le Sud, et constituent la base de l'électorat du président états-unien. D'où la conclusion de Stiglitz (6), selon laquelle « la politique américaine détermine maintenant notre politique commerciale ».

Ainsi, pour certains économistes, la politique économique de Trump semble être déterminée par la politique, mais surtout par une vision erronée de la théorie économique. Un des piliers de la théorie du commerce international consiste à considérer ce dernier comme un jeu à somme positive, y compris en l'absence d'avantages absolus. Ces différences théoriques semblent expliquer le fait que pour Stiglitz, l'effet positif des politiques de Trump dans le secteur industriel états-unien est incertain, alors qu'elles renchérissent les produits sur lesquels les tarifs portent. La critique de Stiglitz met en avant le fait que les décisions de politique économique prises par Trump ne résultent pas seulement d'une analyse des effets de la politique commerciale spécifique, donc d'une approche théorique elle-même spécifique, mais aussi d'une vision politique particulière.

Ce lien entre théories économiques, politiques économiques et visions politiques est également visible dans le débat sur la politique monétaire des États-Unis. En 2018, la Réserve Fédérale (Fed) a augmenté son taux d'intérêt quatre fois, mais en juillet 2019, la réévaluation à la baisse des indices de croissance de l'économie états-unienne a amené la Fed à diminuer de nouveau son taux d'intérêt, ce qu'elle fera pour la troisième fois le 30 octobre 2019. Dans ce contexte, l'administration Trump a demandé à la Fed d'appliquer des taux d'intérêt proches de zéro ou négatifs afin de dynamiser l'économie nationale. Cependant, le FMI a craint que les taux d'intérêt très bas ne fassent

augmenter la prise de risque financière et la dette, entraînant une fragilisation de la soutenabilité de la dette et une augmentation de la vulnérabilité de certaines économies (IMF 2019). La politique monétaire états-unienne peut avoir des effets sur l'économie nationale, mais aussi sur l'économie mondiale car le dollar reste la devise clef à l'échelle internationale : « En 2019 (...) la majorité des réserves en devises des banques centrales sont toujours détenues en dollars et investies en bons du Trésor, perçus comme les actifs les plus sûrs au niveau international » (Aglietta et Coudert 2019, 2). Une crise du dollar impliquerait alors une crise mondiale, ce qui pose de nombreuses questions sur la bonne politique monétaire à suivre et oppose différentes manières de voir le rôle des États-Unis en tant que fournisseur de la devise clef. Trump semble privilégier l'importance du maintien de la croissance américaine, sans se préoccuper des effets de cette politique au niveau international. Il met ainsi en avant son souhait de préserver la primauté économique des États-Unis, ou selon son slogan, *America First*. En cela, le débat en matière de politique monétaire des États-Unis est aussi une opposition entre différentes visions sur les priorités en matière de développement économique et les effets de la mondialisation.

Ce détour par l'actualité ne doit pas nous faire oublier qu'il s'agit d'un débat ancien. Un siècle et demi auparavant en effet on a pu l'observer aux États-Unis. Nous l'avons déjà indiqué : la question alors posée était celle de la « bonne » politique économique à suivre. Certes, les différences entre hier et aujourd'hui sont multiples et importantes, mais on y trouve une caractéristique commune : il ne s'agit pas seulement d'aborder la question de la politique économique à suivre ; au-delà, ce sont des conceptions de la théorie économique et des visions du développement économique qui s'affrontent. D'aucuns pensent que les politiques économiques doivent promouvoir la mondialisation et l'intégration internationale. D'autres pensent que le commerce international n'est pas un jeu à somme positive et qu'il faudrait

développer l'économie nationale avant de s'ouvrir à la concurrence internationale. Deux politiques économiques, deux approches théoriques et deux développements économiques s'opposent.

Cette thèse a pour objet l'étude historique de la pensée monétaire mobilisée dans les débats autour de la politique monétaire durant la période de la Reconstruction aux États-Unis (1865-1879)<sup>2</sup>. L'origine de ce débat se trouve dans la guerre de Sécession. Suite à la suspension de la convertibilité en décembre 1861, le gouvernement fédéral décide d'émettre un papier-monnaie imprimé à l'encre verte (les *greenbacks*) afin de financer la guerre. Il établit ainsi un régime de papier-monnaie inconvertible qui s'étend de 1862 à 1879 (période dite des *greenbacks*). On parle alors d'un régime d'inconvertibilité parce que le papier-monnaie émis par le gouvernement avait cours légal sans pour autant être convertible à vue en or. Pour échanger les *greenbacks* contre de l'or, il fallait passer par le marché de l'or – marché non officiel et non réglementé jusqu'en 1864 (Mitchell 1903, 184). Dans ce marché, le prix de l'or variait tous les jours et reflétait le niveau de dépréciation des *greenbacks*.

L'adoption d'un régime de papier-monnaie inconvertible a été accompagnée par un niveau d'inflation important, ainsi que par une dépréciation de l'étalon monétaire – le prix de l'or en *greenbacks* a doublé entre 1862 et 1864 (graphiques 1 et 2). Il en fut de même pour le niveau général des prix.

---

<sup>2</sup> Les dates de début et de fin de la Reconstruction peuvent varier selon l'approche retenue par les historiens. Les dates conventionnellement utilisées vont de la fin de la guerre de Sécession en 1865 au moment où les troupes fédérales se retirent du Sud, à 1877. Néanmoins, les historiens datent la Reconstruction de manière différente en fonction de leurs objectifs. En guise d'illustration, Foner (1988) place le début de la Reconstruction en 1863, au moment de l'*Emancipation Proclamation* car son objectif est de souligner l'importance de la fin de l'esclavage et le rôle que l'État y a joué. Pour lui, la Reconstruction est le long processus par lequel est passée la société américaine pour s'adapter à la fin de l'esclavage : en conséquence, elle ne peut pas avoir de dates précises (Foner 1988, xxvii). Ici, la question essentielle que nous nous posons est celle de la convertibilité des *greenbacks*, ainsi la chronologie adoptée est celle qui va de la fin de la guerre en 1865 jusqu'à la reprise des paiements en espèces en 1879.

Dès la fin de la guerre, un débat émergea concernant le choix du régime monétaire avec deux options possibles :

- a) le maintien du régime monétaire inconvertible,
- b) le retour à un régime monétaire d'espèces métalliques.

Si la question essentielle est celle du retour ou non à la convertibilité, et donc de l'abandon d'un papier-monnaie inconvertible, le débat implique une série d'autres questions, à plusieurs niveaux. Comment retourner à la convertibilité ? Quels sont les mécanismes nécessaires pour y parvenir ? Faut-il mettre en place une politique déflationniste, et si oui, comment ? En outre, la question du retour à la convertibilité est liée au choix du niveau de taux de change et de la politique tarifaire (protectionniste ou libre-échangiste)<sup>3</sup>. Ce débat pose, par ailleurs, les questions de l'organisation et de la régulation du système bancaire américain. Enfin, d'autres questionnements apparaissent concernant l'articulation entre la souveraineté politique et monétaire des États-Unis et les rapports avec la Grande-Bretagne, soit la position des États-Unis dans l'économie mondiale.

---

<sup>3</sup> Toutes ces questions sont liées. Par exemple, les moyens du retour à la convertibilité choisis déterminent le taux de change auquel le retour à la convertibilité s'opérerait. Les partisans d'un retour immédiat à la convertibilité défendaient un système métallique parce qu'ils voulaient restaurer une monnaie appréciée. Pour instaurer un taux de change apprécié sur le court ou sur le long terme, trois choix étaient possibles (Timberlake 1964, 30). Le premier impliquait une politique qui diminuât la masse monétaire en circulation afin de déprécier le prix de l'or en *greenbacks* jusqu'à arriver à la parité d'avant-guerre. Cette politique visait à restaurer les paiements en espèces le plus vite possible. C'est ce raisonnement qui, comme nous le verrons par la suite, a été à l'origine de la première politique monétaire de la Reconstruction. Un deuxième scénario, considérait qu'il était possible d'apprécier le taux de change en maintenant la masse monétaire en circulation stable et en laissant la croissance économique absorber la masse monétaire excédentaire. Cela supposait une politique de long terme, accélérée en cas de croissance économique rapide. Cela a été le raisonnement de la *Public Credit Act* comme nous le verrons par la suite. Enfin, selon le troisième scénario, il était possible d'espérer une augmentation de la production des métaux précieux en circulation suffisante pour absorber la prime de l'or et de l'argent. Il s'agissait d'une option n'impliquant un retour aux paiements en espèces qu'à un horizon lointain. L'idée du retour à la convertibilité sur le long terme impliquait qu'à court terme, soit maintenu un système de monnaie inconvertible, une monnaie *de facto* dépréciée. Dans un quatrième scénario, la dépréciation pouvait s'instaurer légalement en fixant comme taux de change *greenbacks*/or permanent celui en vigueur sur le marché à ce moment-là ; c'est ce que Timberlake (1964, 30) appelle la dévaluation *de jure*.

Parmi ces nombreuses questions, la principale demeure celle des *greenbacks* (nous verrons plus loin pourquoi). Deux approches s'opposent. D'un côté, les partisans du maintien du système monétaire des *greenbacks*, qui sont souvent nommés les *soft money* et que l'on désignera comme les adeptes de la monnaie faible (*greenback approach* dans les chapitres écrits en anglais), puisque ce qui les caractérise avant tout est leur volonté de maintenir un étalon déprécié. De l'autre, ceux qui défendent le retour à la convertibilité, qui sont souvent nommés les *hard money* ; nous les appellerons ici les adeptes de la monnaie forte (*gold approach* dans les chapitres écrits en anglais) car ils militent en faveur de la restauration d'un étalon de monnaie appréciée<sup>4</sup>.

L'opposition entre monnaie faible et monnaie forte est également perceptible dans les débats au Congrès, où se décide la politique à suivre. Entre la fin de la guerre de Sécession et le retour à la convertibilité en 1879, plusieurs décisions contradictoires y sont prises. En guise d'illustration, l'entrée en vigueur de la *Contraction Act* de 1866, qui stipulait le retrait progressif des *greenbacks* de la circulation, engendra une forte déflation qui a conduit à sa suspension en 1868. Quelques années plus tard, après le krach boursier de 1873, le Trésor réémit des *greenbacks*. Finalement, le retour à la convertibilité s'est produit en 1879 suite à la *Specie Resumption Act* de 1875. Ces décisions de politique monétaire ont été précédées et accompagnées de virulents débats dans la sphère publique, sous la forme d'articles dans les journaux, de publications de pamphlets et d'ouvrages d'économie politique.

Notre objectif est de reconstruire les débats monétaires des *greenbacks* dans le contexte historique et politique dans lequel ils ont eu lieu. Pour ce

---

<sup>4</sup> Distinguer entre adeptes de la monnaie faible et de la monnaie forte n'a pas comme objectif de regrouper les auteurs autour des deux camps – nous verrons d'ailleurs, en nous appuyant sur les textes et les débats politiques de l'époque, que ces groupes ne sont pas homogènes. Néanmoins, au cours des débats deux groupes émergent, qui sont formés d'auteurs ou d'hommes politiques soutenant soit le retour à la convertibilité, soit le maintien d'un système monétaire inconvertible.

faire, nous allons étudier ces débats à partir des textes auxquels ils ont donné lieu, qu'il s'agisse de livres, de pamphlets, de discours, de lettres ou encore de publications officielles du gouvernement, telles que les rapports des secrétaires au Trésor. Nous avons choisi de suivre plus précisément quatre auteurs : l'un des principaux représentants de l'approche de la monnaie faible, Henry Charles Carey (1793-1879), et trois des principaux tenants de l'approche de la monnaie forte, Hugh McCulloch (1808-1895), John Sherman (1823-1900) et Simon Newcomb (1835-1909). Cette thèse reconstruira leurs positions au sein du débat sur les *greenbacks*.

Plus précisément, nous nous efforcerons d'identifier les liens entre leurs positions respectives, les politiques économiques qu'ils préconisent et leur vision du développement économique. Cela nous conduira à aborder trois questions :

a) *Quels sont les types d'économie politique mis en avant dans le débat sur les greenbacks ?* Par « économie politique », nous entendons à la fois les théories économiques retenues et, pour ceux dont la position ne mobilise pas une théorie économique à proprement parler, l'existence d'arguments économiques (des mécanismes économiques).

b) *Quelles sont les politiques économiques qu'elles dictent ?*

c) *Quelle est la vision du développement économique que telle ou telle économie politique véhicule ?* Dans ce qui suit, « vision du développement économique » désigne à la fois une position relative à la place que les États-Unis devraient avoir dans l'économie mondiale et aux moyens à mobiliser pour y arriver.

L'hypothèse de départ est qu'il existe un lien entre les réponses à ces trois questions. Les politiques économiques défendues par chaque approche dans le débat sont souvent dictées par la manière dont les auteurs perçoivent les mécanismes économiques. Elles reflètent aussi leur vision du développement économique. À titre d'illustration, Carey considère que les États-Unis devraient s'industrialiser afin d'acquérir une indépendance



économique vis-à-vis de la Grande-Bretagne. L'hypothèse d'un lien entre les types d'économie politique, politiques économiques et visions du développement économique sera donc testée tout au long de notre thèse.

Pour ce faire, l'approche adoptée relève de l'histoire de la pensée économique. Nous avons étudié ces débats à travers des textes que nous avons placés dans leur contexte afin de comprendre à quelles questions leurs auteurs répondaient et quelle vision les écrits de ces derniers véhiculaient. Notre approche mobilise également l'histoire des faits et la théorie monétaire. Nous nous appuyons sur les travaux des historiens pour comprendre la période de la Reconstruction aux États-Unis et nous mobilisons la théorie monétaire afin d'analyser les textes.

La complémentarité entre ces trois approches est essentielle et constitue l'une des originalités de la thèse. Une autre approche possible, qui aurait mobilisé l'histoire politique, aurait certes permis d'étudier l'ensemble des débats au Congrès et de tracer les liens entre politiques économiques et visions des hommes politiques en matière de développement économique. Mais elle aurait conduit à minorer le rôle de l'économie politique, voire à l'ignorer, puisque l'accent aurait été mis sur la compréhension des causes historiques qui expliquent la prise des décisions en termes de politiques économiques. Ce n'est pas l'approche que nous avons retenue, car notre objectif est différent : il ne s'agit pas d'expliquer les causes d'un phénomène historique, celui des décisions prises au Congrès concernant le système monétaire, mais de comprendre les liens qu'elles entretiennent avec des approches d'économie politique – qui les justifient – et des visions du développement économique – qu'elles reflètent. Plutôt que de faire l'histoire économique de la période de la Reconstruction, nous avons donc choisi de nous concentrer sur la pensée économique, pour en faire l'histoire.

L'intérêt de cette étude est à la fois historique et épistémologique. Comprendre le débat monétaire de la période de la Reconstruction met en

avant le lien étroit entre politiques économiques et politique. Malgré l'étonnement de Stiglitz (2018) sur le rôle de la politique dans la détermination des politiques économiques, ce lien n'est pas nouveau. La politique n'est pas seulement étroitement liée aux politiques économiques, mais aussi à l'économie politique. Ces liens sont difficiles à distinguer aujourd'hui, même si ce par quoi nous avons débuté notre introduction tend à nuancer cette impression. La difficulté à tracer ces liens croît considérablement dans la décennie qui suit celle étudiée dans cette thèse, car à partir de 1880, l'économie politique s'institutionnalise – nous commençons alors à parler de théorie économique. Pour emprunter la formule de Barber (1988), l'économie rentre dans le moule académique. Nous nous situons en amont de cette évolution : ce qui nous intéresse est la période de la Reconstruction, et il s'agira d'essayer de comprendre comment, au cours de cette période des types d'économie politique se sont formés hors d'un cadre académique pour répondre à des questions politiques. Cela explique tant le choix des auteurs retenus que celui d'avoir centré l'étude, au sein du débat monétaire, sur la question des *greenbacks*. Ce sont ces deux choix qu'il nous faut, maintenant, préciser.

## **2. Les débats au cœur de la question monétaire entre partisans de la monnaie faible et adeptes de la monnaie forte**

### *Légitimation de la centralité des greenbacks et du corpus de l'étude*

Une hypothèse de départ pour cette thèse a été que la question monétaire centrale de la période de la Reconstruction est celle des *greenbacks*, c'est-à-dire la question du retour ou non à la convertibilité des *greenbacks*, ou, ce qui revient au même, le choix de l'étalon monétaire.

Nous aurions pu considérer que la question de la convertibilité des *greenbacks* n'est qu'une question parmi d'autres. D'autres questions relatives à la monnaie et aux banques ont été soulevées pendant la période de la Reconstruction ; elles concernent le paiement de la dette héritée de la guerre

de Sécession, l'organisation du système bancaire national et la gestion des billets de banques nationales. Or, nous pouvons montrer que les débats portant sur ces questions reviennent d'une manière ou d'une autre à la question des *greenbacks*.

Afin de financer la guerre, l'Union a mobilisé différentes ressources. Parmi celles-ci, elle a (i) imprimé et mis en circulation les *greenbacks* ; (ii) émis des bons du Trésor à différentes échéances et portant différents taux d'intérêt et (iii) institué le système des banques nationales.

À la fin de la guerre de Sécession se pose la question de la gestion de ces trois mesures prises pour la financer. Les *greenbacks* ne forment que 18 % de la dette publique au 31 mars 1865 (voir graph. 3)<sup>5</sup>. Or, si les *greenbacks* ne constituent pas la majeure partie de la dette à rembourser, nous pouvons montrer que cette question de l'endettement a néanmoins impliqué de manière centrale une réflexion sur les *greenbacks*.

La dette émise pour financer la guerre a principalement pris la forme de bons du Trésor (voir graph. 3). Quand, pendant la guerre, ces bons ont été vendus, il a été seulement indiqué que le taux d'intérêt devait être payé en or, sans préciser la forme que devrait prendre le remboursement du nominal. La question est venue à se poser quand les premiers bons arrivèrent à échéance. Le nominal pouvait être remboursé en or ou en *greenbacks*. S'il devait être remboursé en *greenbacks*, cela signifiait que le Trésor allait augmenter la quantité des *greenbacks* en circulation via le remboursement de la dette<sup>6</sup>. Cette politique allait à l'encontre d'une politique de diminution de la quantité de *greenbacks* en circulation comme moyen de rétablir leur convertibilité. Elle ouvrait même la porte à une émission supplémentaire de *greenbacks*.

---

<sup>5</sup> D'autres types de billets inconvertibles se trouvent aussi en circulation. La composition de la circulation monétaire ainsi que la politique des finances pendant la guerre de Sécession sont présentées en détail au chapitre 1, section 1.1., pp. 43-49.

<sup>6</sup> Le remboursement des bons du Trésor en *greenbacks* ne signifiait pas nécessairement que le Trésor aurait dû imprimer de nouveaux *greenbacks* car il pouvait réutiliser le stock des *greenbacks* présent dans ses coffres.

Inversement, si le remboursement devait avoir lieu en or, cela signifiait que l'or était établi comme un moyen de paiement de qualité supérieure aux *greenbacks*, constituant ainsi un pas vers la reprise des paiements en espèces<sup>7</sup>. Nous verrons ce qu'il en a été ; pour le moment retenons que le débat sur la forme que devrait prendre le remboursement de la dette revient à la question de la quantité de *greenbacks* en circulation et *in fine* à celle du retour ou non à la convertibilité.

Une deuxième question importante qui émerge pendant la guerre est celle de l'organisation du système bancaire. C'est pendant cette même période que l'Union a mis en place le système des banques nationales (*National Banking System*). Il ne s'agissait pas d'un système de banques étatiques, comme son nom pourrait le laisser entendre, mais d'un système dans lequel le Trésor accordait des homologations de banque nationale à certaines banques sous certaines conditions. Une fois homologuées « banques nationales », ces banques pouvaient émettre des billets nationaux (*national banknotes*) imprimés par le gouvernement fédéral tout en étant autorisées à y apposer leur propre signature. Ce système était étroitement lié aux *greenbacks*, pour au moins deux raisons. Premièrement, les billets des différentes banques nationales étaient échangés à parité et chaque banque nationale était obligée de convertir ses billets à vue en *greenbacks*. Deuxièmement, pour être « banque nationale », chaque banque devait, parmi d'autres conditions, détenir en réserve entre 25 % et 9 % de leur émission en *greenbacks*<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Les variations de la quantité de *greenbacks* en circulation pouvaient avoir des effets sur le niveau des prix et celui du taux de change. Pour certains, l'augmentation de la quantité de *greenbacks* en circulation allait augmenter le niveau général des prix tout en dépréciant leur valeur et le taux de change. À l'inverse, une diminution de la quantité de *greenbacks* en circulation permettrait de diminuer le niveau général des prix et le prix de l'or en *greenbacks*, appréciant ainsi le taux de change – condition nécessaire pour un retour à la convertibilité à la parité avant-guerre. Nous reviendrons en détail sur ces aspects dans le chapitre 1, section 1.2., pp. 53-55.

<sup>8</sup> Le lien entre le système bancaire adopté et la question des *greenbacks* est également perceptible au niveau de la concurrence entre les billets nationaux et les *greenbacks*. Si cette question apparaît chez certains de nos auteurs, elle n'est toutefois pas centrale. Sur le *National Banking System*, voir Bolles (1883-86, 3 : chap. XI), James (1976), Calomiris and Mason

Étant donné ces liens entre billets nationaux et *greenbacks*, chaque décision influençant la valeur des *greenbacks* et leur quantité en circulation avait des effets sur la circulation des *national notes*. En cas de diminution de la quantité de *greenbacks*, il devenait encore plus difficile pour une banque de continuer à émettre ses propres billets, un certain quota de réserves en *greenbacks* étant de rigueur. Par ailleurs, si les *greenbacks* devenaient convertibles en or, les billets de banques nationales le devenaient également – obligeant les banques à accumuler une quantité supplémentaire d’or afin de pouvoir rembourser leurs billets en or.

Nous voyons que la gestion et la convertibilité des *greenbacks* ont joué un rôle clef dans les autres questions monétaires de la période de la Reconstruction, justifiant que nous nous focalisions sur les débats qui les concernent. Nous reviendrons sur ce point en détail dans le chapitre 1.

Ainsi qu’indiqué précédemment, nous avons également choisi de centrer notre analyse sur quatre auteurs – ce qu’il nous faut expliquer.

Le premier auteur étudié est Henry Charles Carey, un des économistes américains les plus importants du XIX<sup>e</sup> siècle. Carey grandit en Pennsylvanie, bastion du protectionnisme. C’était le fils de Matthew Carey, lui aussi économiste, défenseur du protectionnisme et lié à Friedrich List (Hirst 1909, 41-54). À la différence de son père, Carey était jusqu’à la fin des années 1840 un adepte du libre-échange, mais à partir de la publication de son livre *The Past, the Present, and the Future* en 1848, il change d’avis et devient partisan du protectionnisme. Si Carey est aujourd’hui connu pour son protectionnisme, il fut par ailleurs une figure centrale dans le débat sur les *greenbacks*. Tout au long de la période de la Reconstruction, Carey écrivit une dizaine de pamphlets, de nombreuses lettres à des hommes politiques, ainsi que des articles dans la

---

(2008), Le Maux (2013) et Jaremski (2014). La structure du système bancaire national est présentée en détail dans le chapitre 1.

presse sur la nécessité de maintenir le système monétaire des *greenbacks*. À travers ces textes, il offre une théorie en faveur de ce système monétaire.

Avec ses écrits, Carey a influencé les propositions d'hommes politiques tels que Horace Greeley, William D. Kelley, E. Peshine Smith et Stephen Colwell (Dorfman [1949] 1969, 7-8; Huston 1983, 42)<sup>9</sup>. Les textes de Carey ont été la référence pour, non seulement ceux qui partageaient ses conceptions, mais également ceux qui s'y opposaient, c'est-à-dire les adeptes de la monnaie forte. Le secrétaire au Trésor, Hugh McCulloch (1865c) a pris le temps d'écrire et de publier une lettre adressée à Carey en particulier et à ses partisans en général, dans les colonnes du *Banker's Magazine*. Simon Newcomb, lui aussi, a considéré que Carey était un représentant essentiel de l'approche de la monnaie faible.

Carey n'est pas le seul à défendre une position en faveur de la monnaie faible : Thaddeus Stevens (1792-1868) ou William D. Kelley (1814-1890) par exemple l'ont également adopté. Mais ce sont tous deux des hommes politiques et non des théoriciens. Stevens est une figure politique majeure de la période de la Reconstruction : républicain radical, il a revendiqué la redistribution de parcelles de terre aux nouveaux affranchis et le maintien du système monétaire des *greenbacks*<sup>10</sup>. Kelley, quant à lui, était connu sous le surnom de « *Pig-iron* » Kelley, car il défendait au Congrès les intérêts de la sidérurgie en prônant le protectionnisme. Il était aussi connu pour son adhésion en faveur du système monétaire des *greenbacks*. En outre, Stevens comme Kelley se réfèrent à Carey pour défendre leur position en faveur du maintien du système monétaire des *greenbacks*. Enfin, Kelley a entretenu une relation personnelle avec Carey (Morrill 1890), et l'accord sur le

---

<sup>9</sup> Carey influence même la politique économique du Président Lincoln (Schoen 2015 ; Magness 2019).

<sup>10</sup> Sur l'attitude politique de Stevens, voir Foner (1980, chap. 7) ; concernant la position de Stevens dans les débats sur les *greenbacks*, voir Sharkey ([1959] 1967) qui en offre une analyse complète.

protectionnisme et la monnaie faible entre Carey et Stevens sont bien connus (Lee 1957 ; Coben 1959).

L'approche de la monnaie forte, quant à elle, est étudiée ici à travers les positions de trois auteurs, Hugh McCulloch, John Sherman et Simon Newcomb. Les deux premiers, qui sont des hommes politiques, ont mis en place les politiques économiques de retour à la convertibilité. Hugh McCulloch a été le premier secrétaire au Trésor après la fin de la guerre de Sécession. Il regardait l'émission des *greenbacks* comme justifiée dans le contexte particulier de la guerre ; en revanche, il considérait que le retour à un étalon espèces était nécessaire le plus rapidement possible une fois la guerre finie. En conséquence, McCulloch a préconisé de retirer une quantité des *greenbacks* de la circulation afin de permettre de diminuer la prime sur l'or. Il s'agit de la politique dite de contraction permise par la loi *Contraction Act* de 1866 ; c'est aussi la politique la plus extrême visant à rétablir la convertibilité.

John Sherman, quant à lui, a préconisé une politique moins extrême, celle du remboursement de la dette et du gel de la quantité de *greenbacks* en circulation. Originaire de l'Ohio, au Midwest, il a poursuivi une carrière politique pendant quarante ans et est aussi considéré comme une référence sur les questions financières – il a présidé pendant plusieurs mandats les comités des Finances de la Chambre des représentants et du Sénat<sup>11</sup>. Sherman a aussi joué un rôle important dans l'écriture de la *Resumption Act*, la loi qui a permis le retour à la convertibilité. C'est également lui qui, en tant que secrétaire au Trésor, a mis cette politique en œuvre. Le retour à la convertibilité s'est effectué sous sa responsabilité. Outre l'importance de son rôle en tant qu'homme politique favorable et ayant favorisé le retour à la convertibilité, Sherman soutint également une vision spécifique de l'approche de la monnaie forte. En plaidant pour le gel de la quantité des *greenbacks* en circulation, il a

---

<sup>11</sup> Sherman a été élu de 1855 à 1898 sans interruption à la Chambre de représentants de 1855 à 1861, puis au Sénat de 1861 à 1877 ; il devient ensuite secrétaire au Trésor de 1877 à 1881, puis est du nouveau élu au Sénat de 1881 à 1897. Il est enfin secrétaire d'État de 1897 à 1898.

certes défendu le retour à la convertibilité, mais en prenant au sérieux les inquiétudes des adeptes de la monnaie faible concernant les effets néfastes d'une politique de retour rapide à la convertibilité. En cela, il se différencie clairement de l'approche de McCulloch.

Le choix d'étudier les positions de Simon Newcomb s'impose pour une autre raison : il a offert aux tenants de la monnaie forte une théorie à l'appui de leur politique. Newcomb est connu aujourd'hui pour avoir écrit la première équation des échanges sous sa forme contemporaine. Irving Fisher (avec Brown 1911 ; 1920) lui a dédié deux livres en reconnaissance de sa contribution à la théorie monétaire. Moins connue est sa contribution aux débats sur les *greenbacks*. En 1865, Newcomb (1865) décide d'écrire et de publier à ses frais un livre afin de corriger la théorie des adeptes de la monnaie faible, qu'il juge fausse. Ce livre lui a permis de rencontrer McCulloch avec lequel il se lie d'amitié pour tout le reste de leur vie (Newcomb 1903, 402). Plus important encore, Newcomb offre un cadre théorique qui a permis à McCulloch et Sherman de justifier leurs politiques en faveur d'un retour à la convertibilité.

Newcomb s'imposait donc, plutôt que d'autres économistes, tels par exemple que William Graham Sumner ou Francis Bowen. William G. Sumner était professeur d'économie politique à Yale et a défendu le retour à la convertibilité ; Francis Bowen était professeur de philosophie morale à Harvard et a défendu le retour à la convertibilité par le biais de la contraction de la masse monétaire – il va même jusqu'à proposer de brûler une partie de ces émissions (Unger 1964, 130). Mais ni Sumner, ni Bowen, malgré leur importance institutionnelle, n'ont influencé la théorie monétaire, au contraire de Newcomb. En outre, ainsi qu'indiqué précédemment, ce dernier fut en relation avec McCulloch.

Finalement, ce sont les textes de deux théoriciens et de deux hommes politiques que nous avons retenus. Parmi eux, il y a un adepte de la monnaie



faible et trois défenseurs de la monnaie forte. Cela peut sembler déséquilibré. En réalité, il n'en est rien. Henry C. Carey a, à lui seul, eu une influence telle sur les débats que l'étude de sa position suffit pour comprendre l'approche de la monnaie faible. En revanche, l'approche de la monnaie forte n'est pas totalement unifiée, de sorte qu'il aurait été insuffisant de n'étudier qu'un seul auteur : McCulloch adopte une position extrême au sein de cette approche, en raison de la manière dont il préconise de contracter la masse monétaire ; Sherman, quant à lui, a une position plus nuancée sur cette même politique de contraction. Enfin, l'apport de Newcomb se situe à un autre niveau, puisqu'il réside dans les fondements théoriques donnés à cette approche.

### **3. Faire l'histoire de la pensée des débats sur les *greenbacks* : entre histoire et théorie économique**

*État de la littérature, apport et méthodologie de la thèse*

Cette étude s'inscrit dans une littérature déjà existante, à laquelle elle contribue en adoptant un point de vue spécifique – celui de l'histoire de la pensée économique. Préciser cette contribution implique au préalable de décrire l'état de la recherche sur la période de la Reconstruction en général puis, de manière plus spécifique, sur la question monétaire pendant la Reconstruction.

Les historiens américanistes se sont depuis longtemps intéressés à cette période tumultueuse qu'est la guerre de Sécession et la période de la Reconstruction qui l'a suivie. Nous pouvons, en suivant Sharkey ([1959] 1967, 3-5), identifier cinq étapes dans l'histoire qui en a été donnée.

Dans un premier temps, ce sont les acteurs de l'époque qui ont décrit leur expérience. Les travaux de ces contemporains ont été rédigés entre la fin de la guerre de Sécession et le début du XX<sup>e</sup> siècle. Nous traitons ici cette littérature comme des sources primaires, étant donné que les auteurs de ces

travaux ont souvent participé aux débats monétaires. Un exemple type de cette littérature est l'autobiographie politique de Sherman (1895).

Dans un deuxième temps, des travaux historiques ont émergé avec la contribution de Dunning (1907), qui a donné lieu à la *Dunning School*. Cette approche historique voit la Reconstruction comme « la page la plus noire » de l'histoire états-unienne (Foner 1988, xx). Selon cette approche, les Républicains radicaux, en imposant la législation sur le droit de vote des noirs, ont mis fin à la politique de réconciliation sectionnelle du président Lincoln, puis à celle du président Johnson. C'est ce qui a conduit à qualifier la Reconstruction de page noire : les Républicains radicaux ont privé les sudistes de leur autonomie décisionnelle.

La troisième phase est celle de l'interprétation qui s'inscrit dans la lignée des travaux de Beard et Beard ([1927] 1946) sur la période de la guerre de Sécession, et de ceux de Beale ([1930] 1958) sur la période de la Reconstruction. Cette approche considère que les gagnants de la Reconstruction sont les capitalistes, les travailleurs et les agriculteurs du Nord, tandis que les perdants ne sont autres que les planteurs sudistes. Selon cette approche, les Républicains radicaux défendaient les intérêts capitalistes du Nord contre les intérêts du Sud en essayant de maintenir le nouvel ordre capitaliste mis en place grâce à la guerre de Sécession. Cette interprétation analyse les Républicains radicaux comme étant les défenseurs des intérêts économiques des capitalistes sous la couverture d'une lutte pour les droits civiques (Foner 1988, xx)<sup>12</sup>.

La quatrième phase est celle de marxistes, avec les travaux de Du Bois (1935)<sup>13</sup>, Enmale (1940)<sup>14</sup> et Allen (1955). Ils critiquent la *Dunning School* en

---

<sup>12</sup> Beale est cependant revenu sur sa position en 1940, pour adopter l'approche révisionniste (Foner 1988, xxi).

<sup>13</sup> Foner (1988, xxi) est très admiratif du livre de Du Bois qu'il considère comme une œuvre « monumentale » dans laquelle Du Bois a su s'opposer à l'approche de la *Dunning School* en percevant la Reconstruction comme « un effort idéaliste pour construire un ordre politique démocratique, interracial sur les cendres de l'esclavage, aussi qu'une phase d'une lutte prolongée entre capital et travail pour le contrôle des ressources économiques du Sud ».

l'interprétant comme une analyse biaisée en faveur des sudistes voulant réinstaurer l'ordre social de l'avant-guerre. L'approche de « Beard-Beale » leur semble moins critiquable, mais ils lui reprochent de n'avoir tenu compte de la distinction entre différentes classes sociales au Nord.

La cinquième approche est l'approche révisionniste qui doit son nom au fait qu'elle a changé la manière dont nous appréhendons la Reconstruction. La référence majeure du révisionnisme est le livre de Foner (1988). À l'inverse des interprétations précédentes, Foner (1988, xxii) pense que les « Républicains radicaux et les nouveaux affranchis sont maintenant les héros, les *supremacists Redeemers* les méchants et la Reconstruction a été une période d'extraordinaire progrès politique et social pour les noirs ». De surcroît, cette approche a montré que les Républicains radicaux ne défendaient pas les intérêts des capitalistes du Nord car ceux-ci étaient largement hétérogènes et parfois conflictuels.

La recherche historique sur la période de la Reconstruction s'est poursuivie après le livre de Foner. Ainsi en 2006, un recueil d'articles sur la Reconstruction a été publié traçant les différentes approches contemporaines sur l'histoire de la Reconstruction (Brown 2006). L'objectif annoncé était de démontrer la potentialité du champ, de l'application des méthodes d'histoire culturelle et de l'importance des thématiques du genre et de classe. Par exemple, l'article de Richardson (2006) est centré sur l'état de la littérature concernant l'opposition entre classes sociales, le rôle des femmes et de la géographie dans la construction de l'État fédéral et la lutte pour son contrôle. Parmi d'autres propositions, Richardson (76) en conclut à la nécessité de poursuivre les travaux sur les questions monétaires et tarifaires de la période de la Reconstruction afin de comprendre si et comment les capitalistes industriels contrôlaient le gouvernement, ou encore d'appréhender le rôle que les femmes ont joué dans le mouvement contre le protectionnisme.

---

<sup>14</sup> Pseudonyme, acronyme d'Engels, Marx, Lenin (Sharkey [1959] 1967, 8n2).

À ces travaux sur l'histoire de la Reconstruction viennent s'ajouter ceux, plus spécifiques, sur les débats monétaires de cette période qui permettent non seulement d'approfondir ses enjeux économiques, mais aussi de porter un regard critique sur certaines des interprétations auxquelles elle a donné lieu. Les principaux travaux ont été le fait d'historiens, qui se situent explicitement dans le cadre historique du révisionnisme : c'est le cas d'Unger (1959, 1964), de Sharkey ([1959] 1967) et de Nugent (1967)<sup>15</sup>. Plus récemment, ces approches ont été complétées et nuancées par celles de Barreyre (2014b) et, dans une moindre mesure, de Bensel (1990). Quant aux économistes, leurs travaux ont surtout permis de préciser les données économiques et les mécanismes théoriques à l'œuvre pendant cette période (Kindahl 1961 ; Timberlake 1964 ; Friedman et Schwartz 1963 ; Studenski et Krooss 1963 ; Coriat and Boyer 1984 ; Calomiris 1988, 1992 ; Smith et Smith 1997 ; Meulemann *et al.* 2013).

Sharkey ([1959] 1967) remet en question l'interprétation historiographique de l'approche beardienne de la Reconstruction selon laquelle les Républicains radicaux auraient défendu les intérêts capitalistes du Nord. Selon Sharkey, les intérêts capitalistes n'étaient pas homogènes : chaque groupe social défendait des intérêts économiques différents. Pour le montrer, Sharkey analyse la position de chaque groupe social dans les débats sur les *greenbacks*, ainsi que celle des différents groupements politiques. Il en conclut qu'en règle générale les Républicains radicaux, les Démocrates, les industriels et les ouvriers étaient favorables à une politique de monnaie faible et au protectionnisme, tandis que les banquiers et les Républicains non radicaux défendaient le retour à la convertibilité. Les agriculteurs, quant à eux ne sont entrés dans le débat qu'après 1870 (135-40).

---

<sup>15</sup> C'est leur critique de l'approche beardienne de la Reconstruction qui permet à ces auteurs de s'inscrire dans le cadre révisionniste.

De même, Unger (1964) remet en cause l'analyse beardienne de la Reconstruction<sup>16</sup>. Pour ce faire, il analyse le débat sur les *greenbacks* de 1862 à 1879, moment du retour à la convertibilité. La différence cruciale avec l'étude de Sharkey est qu'Unger prend en compte à la fois les intérêts économiques des différents groupes sociaux, mais aussi leurs conceptions morale et éthique<sup>17</sup>. Plus précisément, Unger (24-40) lie la position des adhérents de la monnaie faible à une idéologie, l'idéologie agrarienne qui trouve son origine dans la tradition de Jefferson et de Jackson et inclut l'idéal d'une société de petits producteurs indépendants. Unger retrace aussi le lien entre l'approche de la monnaie faible et les idées mercantilistes. De la même manière, il établit des liens entre l'approche de la monnaie forte et l'éthique calviniste, plutôt proche du parti Whig et des intérêts capitalistes (25-28). Enfin, il associe l'approche de la monnaie forte à la théorie classique de David Hume et David Ricardo. Tout le travail effectué par Unger consiste à mettre en lumière la complexité de ces positions sur l'ensemble de la période de la Reconstruction.

Nugent (1967) lui aussi se focalise sur l'idéologie plutôt que sur les intérêts économiques. Son livre traite un aspect spécifique du débat, celui du choix de l'étalon monétaire – un aspect sur lequel cette thèse se focalise également. La contribution du livre de Nugent concerne surtout le débat sur le bimétallisme et le « crime sur l'argent » de 1873 – c'est-à-dire la loi qui démonétise l'argent<sup>18</sup>. En ce qui concerne le thème central de notre étude

---

<sup>16</sup> Unger rejette à la fois le dualisme et le déterminisme de Beard. Le dualisme se réfère à l'opposition entre les agrariens et les industriels, tandis que le déterminisme est économique. L'argument d'Unger est que les agrariens et les industriels ne sont pas de groupes homogènes : leurs intérêts varient selon les sections.

<sup>17</sup> Si, comme indiqué dans la note précédente, Unger rejette le déterminisme de Beard, il considère également qu'il existe, plus fortement encore, dans l'analyse de Sharkey (Unger 1964, 24), parce que cette dernière considère que chaque groupe social est conscient de ses intérêts économiques. Pour Unger (24), les idées et les valeurs ont été au moins autant importantes que les intérêts économiques. Sharkey (1965) a répondu aux critiques que lui a adressées Unger, en affirmant que son déterminisme économique est suffisamment large pour inclure les aspects idéologiques que ce dernier souligne. En d'autres termes, Sharkey ne considère pas qu'on puisse dissocier les intérêts économiques de l'idéologie et de l'éthique.

<sup>18</sup> Le « crime sur l'argent » se réfère à la *Coinage Act* de 1873 : une loi qui a démonétisé les pièces d'argent. La quantité de ces pièces était, depuis longtemps, très limitée. De sorte que

cependant, Nugent n'ajoute pas d'éléments nouveaux par rapport à Sharkey et Unger.

Dans le cadre de son analyse consacrée à la formation d'un État central (*central state*), Bensel (1990) s'est aussi intéressé aux *greenbacks* et à la question monétaire de l'après-guerre en les considérant comme un facteur explicatif du processus politique de la Reconstruction. Selon Bensel, le processus du financement de la guerre de Sécession a fait naître la classe des capitalistes financiers. Parce que celle-ci a considéré qu'une Reconstruction « radicale », c'est-à-dire une Reconstruction se traduisant pas des droits civiques accordés aux noirs, allait à l'encontre de ses intérêts, elle lui a, selon Bensel (1990, 301), fait échec. Ainsi, Bensel adopte finalement une interprétation plus proche de celle de Sharkey, en se focalisant sur les intérêts économiques plutôt que sur l'idéologie.

Barreyre (2014a, 2014b) offre la contribution la plus récente parmi la littérature historique concernant le débat sur les *greenbacks*. Il propose de comprendre l'échec de la reconstruction radicale comme le résultat d'un compromis politique ayant amené le Parti républicain à laisser de côté la question des droits civiques au bénéfice des questions économiques. Il parvient à cette conclusion en adoptant le cadre analytique du sectionnalisme, c'est-à-dire de l'opposition entre les différentes régions du pays – et de l'émergence du Midwest<sup>19</sup>.

Les économistes aussi se sont intéressés à ces débats. Mitchell (1903, 1908) est la référence incontournable, plus d'un siècle après la première édition de son livre, pour la constitution et l'analyse des données sur les effets de

---

personne ne parle d'un crime sur l'argent en 1873. Le terme apparaît trois ans plus tard au moment où le prix de l'argent commence à diminuer et le débat sur le bimétallisme émerge – débat qui demeure important pendant vingt ans (O'Leary 1960, 390 ; Nugent 1967, 65-67 ; Weinstein 1970, 8-32).

<sup>19</sup> Nous allons revenir en détail sur la définition et l'importance du sectionnalisme dans le débat sur les *greenbacks*, voir chapitre 1, section 1.3., pp. 65-79.

l'émission des *greenbacks* sur les prix, les salaires, les intérêts, les profits et le financement de la guerre<sup>20</sup>.

D'autres économistes se sont penchés sur la période des *greenbacks* afin de comprendre les déterminants économiques du retour à la convertibilité : c'est le cas de Kindahl (1961), Timberlake (1964), Friedman et Schwartz (1963), Studenski et Krooss (1963), Calomiris (1988, 1992), Smith et Smith (1997) et Meulemann *et al.* (2013). Ces économistes mobilisent la théorie monétaire afin d'expliquer le retour à la convertibilité. Kindahl (1961) puis Friedman et Schwartz (1963) adoptent la théorie monétariste, alors que les travaux de Calomiris (1988, 1992), Smith et Smith (1997) et Meulemann *et al.* (2013) s'inscrivent dans la lignée de la théorie des anticipations rationnelles. Malgré leurs différences, ces études contribuent à notre compréhension de l'évolution des prix, de la quantité de monnaie en circulation et des déterminants économiques sur le retour à la convertibilité.

Boyer et Coriat (1984), eux aussi économistes, ont un autre objectif en analysant le débat sur les *greenbacks* : à la manière de Bensel, mais dans un tout autre registre (car ne se situant pas dans une perspective politique, mais économique), ils n'étudient pas la question des *greenbacks* pour elle-même, mais pour ce qu'elle a engendré. Ils insistent sur l'intérêt d'une étude approfondie de la période des *greenbacks* qu'ils situent à deux niveaux. D'une part, l'expérience de l'émission d'une monnaie-papier fiduciaire et la mise en place du système des banques nationales ont façonné le système monétaire américain et laissé leurs marques sur la structure de la Fed. D'autre part, les études que les économistes ont consacrées à cette période ont permis le développement de courants d'analyse spécifiquement états-uniens comme en témoignent les travaux de Mitchell (1903, 1908) et Fisher (1896, 1930, 1932). Boyer et Coriat (1984, 1349) remarquent même que « l'ère des *greenbacks* n'a cessé d'être étudiée par chaque nouvelle génération des théoriciens ». Ils

---

<sup>20</sup> Dewey (1903) consacre, lui aussi, cinq chapitres à la question monétaire de la période de la Reconstruction.

concluent alors par un appel en faveur d'une multiplication des études sur cette expérience monétaire que fut la période des *greenbacks*<sup>21</sup>.

Les débats autour des *greenbacks* ont donc donné lieu à des recherches relativement nombreuses. Cette thèse entend y contribuer, en se plaçant à l'intersection de trois domaines, l'histoire des faits, l'histoire de la pensée économique et la théorie monétaire. Elle s'appuie notamment sur les travaux des historiens afin de pouvoir comprendre le contexte dans lequel les textes étudiés ont été écrits. Elle se base aussi sur la théorie monétaire et l'histoire de cette dernière pour pouvoir analyser les arguments théoriques des auteurs qu'elle étudie. Elle adopte également une démarche d'histoire de la pensée économique, en accordant une large place aux textes primaires et à la reconstruction des débats entre les auteurs de la période.

Il en résulte une contribution, qui nous semble double : un approfondissement de la compréhension a) des auteurs qu'elle étudie et b) du débat sur les *greenbacks*.

a) Outre les études précédemment évoquées sur la question des *greenbacks*, plusieurs contributions se sont attachées aux auteurs abordés dans les pages qui suivent. Nombreuses ont été celles consacrées à Henry C. Carey : c'est le cas des travaux de Kaplan (1931), de Smith (1951), de Meardon (2005, 2011, 2015), ou encore de Ron (2015)<sup>22</sup>. Néanmoins ces études ont laissé de côté la théorie monétaire de Carey, alors qu'elle est essentielle à la compréhension de sa théorie économique et de ses propositions de politique économique, comme nous le montrons dans le chapitre 2.

---

<sup>21</sup> Des sociologues se sont aussi intéressés aux débats sur les *greenbacks*. Carruthers and Babb (1996) les étudient car ils y voient un cas d'étude pour montrer que la monnaie est une institution socialement construite. Ils analysent la rhétorique des adeptes de la monnaie faible et ceux de la monnaie forte afin de montrer que les premiers voient le système des *greenbacks* comme un moyen de redistribution du pouvoir sur la valeur de la monnaie, alors que les seconds insistent sur la valeur inhérente de la monnaie métallique. Malgré l'intérêt de cette analyse, elle se base sur un nombre limité de références primaires.

<sup>22</sup> D'autres études s'intéressent à Carey sans en faire leur objet principal : c'est le cas de celles de Huston (1983), de Schoen (2015) et de Palen (2016).



La théorie économique de Simon Newcomb a aussi été étudiée par les historiens de la pensée, comme en témoigne la thèse que lui a consacré Dunphy (1956). D'aucuns se sont focalisés sur son équation des échanges (Burns 1929, 574 ; Keynes 1930, 233 ; Marget 1938-42 ; Hutchison 1953, 270-271 ; Spiegel [1971] 1983, 616-617 ; Humphrey 1984, 18-19), alors que d'autres réduisaient sa pensée à la théorie quantitative de la monnaie (Fisher 1909, 642 ; Dorfman [1949] 1969, 86-87 ; Barber 1987, 179). Or Newcomb rejette les principes de la théorie quantitative de la monnaie dans certains cas. Dunphy (1956) et Hegeland (1951) l'avaient déjà remarqué, mais sans aller plus loin. C'est la lecture des écrits monétaires de Newcomb concernant le débat sur les *greenbacks* qui nous a permis de montrer que la pensée monétaire de Newcomb est plus complexe qu'une simple répétition de la théorie quantitative de la monnaie. De surcroît, replacer les écrits monétaires de Newcomb dans le débat monétaire et le contexte intellectuel de son époque permet de mettre en lumière le lien entre sa contribution méthodologique et son rejet de la méthodologie de Carey – un lien absent des travaux qui ont été consacrés à la méthodologie de Newcomb (Coats 1961 ; Barber 1987, 1988 ; Moyer 1992).

b) En adoptant une approche de l'histoire de la pensée économique, cette thèse contribue aussi à notre compréhension des débats sur les *greenbacks*. Adopter une telle approche nous permet de comprendre les fondements théoriques de certaines des positions qui se sont exprimées dans les débats. Nous savions que l'approche de la monnaie faible était liée à la volonté d'assurer l'indépendance économique du pays et de préserver les intérêts des industriels (Sharkey [1959] 1967). L'analyse des textes de Carey a permis d'aller plus loin, en identifiant la théorie économique qui est en arrière-plan de cette perception. Nous savions que McCulloch et Sherman avaient des positions différentes sur la manière de revenir à la convertibilité (Timberlake 1964). Là encore, l'analyse des textes a permis d'aller plus loin, en montrant qu'ils partageaient un point commun, un même objectif : celui de promouvoir l'intégration internationale du pays. À un niveau plus général, les travaux

historiques avaient souligné comment les intérêts économiques s'étaient matérialisés dans les débats sur les *greenbacks*. Ce que nous espérons avoir montré est l'existence d'une profonde divergence dans la manière dont les différentes approches théoriques dans le débat perçoivent les liens entre intérêts économiques : Carey considère que les intérêts des classes productives s'opposent à ceux de la classe financière, alors que Newcomb pense que la classe financière contribue considérablement à la croissance économique du pays.

Adopter une approche d'histoire de la pensée économique permet aussi de comprendre comment le débat influence la formation des théories. Les historiens ont déjà mis l'accent sur l'importance de l'aspect géographique dans la question monétaire de l'après-guerre, c'est-à-dire sur l'opposition entre sections du pays (Bensel 1990 ; Barreyre 2014a, 2014b). Nous verrons que les auteurs sur lesquels porte cette thèse non seulement mobilisent ces notions, mais les intègrent dans leur approche théorique. C'est notamment le cas de Carey. Les historiens ont aussi suggéré que l'ouverture internationale des États-Unis avait constitué un aspect important du débat sur les *greenbacks* (Nugent 1967 ; Bensel 1990). Nous verrons comment cet aspect est intégré dans la théorie monétaire de Carey et dans les propositions de politique économique de McCulloch et Sherman. Nous avons souligné précédemment que Boyer et Coriat (1984) s'étaient intéressés à la manière dont l'expérience des *greenbacks* s'était traduite par l'émergence de deux traditions monétaires, celle de Mitchell et celle de Fisher. Nous nous situons en amont de leur étude, en choisissant non pas d'analyser la pensée de Mitchell et Fisher, mais celle des participants au débat, ceux qui ont vécu cette expérience et y ont contribué par leur écrits.

Analyser le débat monétaire des *greenbacks* d'un point de vue de l'histoire de la pensée économique permet enfin d'éviter de voir les idées ou les théories comme quelque chose de figé, déjà construit, prêt à emploi. Ainsi, nous pouvons voir que, contrairement à ce qu'affirme Unger (1964, 37), les adeptes

de la monnaie faible ne répètent pas simplement les idées des mercantilistes<sup>23</sup>. De même, les adeptes de la monnaie forte font davantage que reproduire la théorie classique britannique. Nous allons montrer que les théories, idées, mécanismes à l'appui de l'une ou de l'autre approche, se construisent en même temps que le débat. Bien sûr, elles n'apparaissent pas brutalement, à partir de rien, mais le débat offre un cadre fructueux pour leur développement et leur expression.

Les liens sur lesquels nous avons insisté entre histoire de la pensée économique et histoire des faits traduisent la manière dont nous concevons la première : notre méthodologie a consisté à replacer l'étude de la formation des idées économiques dans leur contexte. Cela est essentiel, compte-tenu du thème étudié : dans les débats monétaires de la Reconstruction, la théorie et la politique ne peuvent être dissociées ; elles ne peuvent être comprises l'une sans l'autre. Prenons l'exemple de la combinaison d'une politique protectionniste et d'une politique de monnaie forte proposée par John Sherman. Elle peut sembler incohérente du point de vue de la théorie économique, car habituellement l'adhésion à une politique de monnaie forte s'accompagne d'une politique de libre-échange<sup>24</sup>. Comment alors l'expliquer ? Barreyre (2014b, 123-25) attribue ce type de combinaison à des intérêts politiques. Nous proposons d'aller plus loin, en montrant que cette position s'explique en réalité par un objectif qui certes inclut de simples calculs politiques, mais surtout est dicté par une certaine vision du développement économique : il s'agit, pour Sherman, de permettre l'intégration internationale des États-Unis –

---

<sup>23</sup> Parler de mercantilisme engendre une autre difficulté : ce terme est souvent utilisé pour parler d'auteurs et d'arguments très disparates. Le lecteur intéressé peut se référer à Blanc et Desmedt (2014).

<sup>24</sup> Pourtant Le Maux (2017) a montré que la combinaison d'une politique de monnaie forte et d'une politique de libre échange elle est, bel et bien, cohérente du point de vue de la théorie économique : il s'agit d'un *policy mix* monétaire et tarifaire. Cette analyse permet de placer l'approche de Sherman dans le cadre d'un *policy mix* associant monnaie forte et protectionnisme. Par ailleurs, ce *policy mix* correspond à la politique que les États-Unis ont de fait choisi de suivre.

ce qui implique de protéger les industries de la politique d'appréciation du taux de change. En cela, politique, politique économique et vision du développement économique sont indissociables<sup>25</sup>.

La méthodologie retenue est donc celle de la « reconstruction historique », au sens de Rorty (1984) et de Blaug (1997), ou de la démarche « extensive », au sens de Lapidus (1996, 2019). Cela signifie que nous lisons les textes des auteurs avec les termes qui leur sont propres, tout en les replaçant dans le contexte dans lequel ils ont été écrits. Cependant nous espérons que notre travail permettra de faire plus que cela, en participant à la transformation du savoir économique par « la réactivation d'un savoir ancien » : c'est le propre de la méthode « intensive » selon Lapidus (1996, 881). Ici, cette réactivation porte sur le lien entre économie et politique : nous espérons convaincre le lecteur que les théories économiques développées dans le cadre des débats sur les *greenbacks* ne peuvent être dissociées des questions politiques – qu'elles ne peuvent se comprendre sans tenir compte des enjeux politiques. En ce sens, nous adoptons une démarche d'« histoire intellectuelle » au sens de Rorty (1984).

---

<sup>25</sup> Les liens entre économie et politique ont déjà été évoqués par plusieurs politistes et historiens de la pensée, voir par exemple Goldstein and Keohane (1993) et Samuels (2005).

#### **4. Les types d'économie politique des *greenbacks***

##### *Définitions et plan de thèse*

Il nous reste maintenant à présenter le plan qui nous a permis de traiter la question que nous nous sommes posés au départ, à savoir : l'existence éventuelle de lien entre les types d'économie politique, les politiques économiques et la vision du développement économique des principaux participants au débat sur les *greenbacks*. Notre hypothèse de départ est que ces liens existent. Ce sont eux que nous allons nous efforcer d'identifier.

Cette thèse est le fruit d'une ambition : reconstruire le débat théorique sur la politique monétaire de la période de la Reconstruction. Ce débat renvoie à une opposition de conceptions théoriques sur le fonctionnement de la monnaie et sur la manière dont la monnaie peut, ou non, avoir des effets sur l'économie. Ces théories ont servi de base à la mise en place de telles ou telles politiques monétaires. Ces politiques ainsi que les théories qui les justifient traduisent différentes visions du type de développement économique des États-Unis. Ces trois éléments, à savoir les théories, les politiques et les visions, sont indissociables, l'un ne peut se comprendre sans les autres. Reconstruire ces débats signifie donc tracer les liens entre les types d'économie politique, les politiques économiques et la vision du développement économique des principaux participants au débat sur les *greenbacks*.

Ces débats se développent dans un cadre historique bien précis : ils portent sur les effets de l'émission des *greenbacks* et des différentes politiques qui les concernent dans l'après-guerre. Les auteurs que nous étudions se situent en effet par rapport à ces politiques, qu'ils critiquent ou au contraire contribuent à élaborer et à mettre en application. De plus, ces politiques débattues au Congrès sont aussi l'expression d'enjeux politiques, eux-mêmes reflétant les disparités géographiques au sein des États-Unis – c'est ce qu'on nomme le sectionnalisme. Nos auteurs sont bien conscients de ces enjeux et se

positionnent par rapport à eux. Nous ne pouvons alors pas analyser leurs textes en négligeant les enjeux politiques qu'ils comprennent.

Cette thèse s'organise en quatre chapitres. Le premier vise à préciser le cadre historique des débats monétaires de la période de la Reconstruction. Il nous a en effet semblé nécessaire d'expliquer le contexte de l'émission des *greenbacks* pendant la guerre de Sécession avant de présenter la manière dont le Congrès a géré la question monétaire. Nous exposons ainsi les différentes lois promulguées et les débats qui se déroulèrent à la Chambre des représentants et au Sénat sur la gestion des *greenbacks* et le choix de l'étalon monétaire. Nous montrons également en quoi la question monétaire traduit des enjeux politiques plus larges, qui concernent « l'opposition » entre différentes parties des États-Unis (d'un point de vue spatial), et la place de ceux-ci dans l'économie internationale.

Le décor étant posé, les différentes positions qui s'affrontent sur la question monétaire peuvent être reconstruites. Le deuxième chapitre s'intéresse à l'approche de la monnaie faible, telle qu'elle a été développée par Henry C. Carey. Il montre les liens entre sa théorie économique, les politiques économiques qu'il suggère d'adopter et sa vision du développement économique des États-Unis. Selon la théorie économique de Carey, seuls le maintien du système monétaire des *greenbacks* et d'une politique protectionniste permettront le développement du marché domestique et de l'industrie. Il en résultera une diversification économique offrant la solution aux tensions entre les différentes sections du pays, tout en permettant aux États-Unis de se protéger de la concurrence et de diminuer leur dépendance sur les marchés internationaux des capitaux et des biens. En ce sens, les politiques monétaires suggérées par Carey traduisent sa vision du développement des États-Unis : un pays unifié, avec un marché domestique développé, indépendant et protégé des économies des autres pays – et surtout de la Grande-Bretagne.

Trouver les liens entre la théorie économique, les politiques économiques et la vision du développement économique des États-Unis dans les écrits d'au moins un adepte de l'approche de la monnaie forte est moins aisé. Les trois auteurs ayant adopté cette approche – Hugh McCulloch, John Sherman et Simon Newcomb – émettent des propositions de politique monétaire à suivre. Tous les trois sont d'accord sur la nécessité de rétablir la convertibilité des *greenbacks* en or. Cependant, seul Newcomb élabore une théorie économique à l'appui du retour à la convertibilité. Sa conception de la scientificité l'empêche toutefois de dessiner clairement une vision du développement économique. C'est chez les deux autres auteurs partisans de la monnaie forte, McCulloch et Sherman, qu'une telle vision peut être identifiée – mais sans qu'elle soit accompagnée d'une théorie économique.

Le chapitre 3 montre que la vision du développement économique adoptée par McCulloch et Sherman dans les débats sur les *greenbacks* est celle de l'intégration internationale des États-Unis : l'insertion des États-Unis dans les marchés financiers et commerciaux mondiaux. Cette vision est tout à fait opposée à celle de Carey qui prônait la protection de l'économie américaine face à la concurrence internationale. C'est la compétitivité des produits états-uniens que McCulloch et Sherman cherchent à améliorer à travers leur combinaison de mesures de politique économique. Mais s'ils partagent une même vision, ils sont en désaccord sur les politiques susceptibles d'y parvenir. Pour McCulloch, une politique de contraction de la masse monétaire permettra un retour rapide à la convertibilité – condition nécessaire à la fois pour l'intégration internationale des États-Unis et pour le développement d'une industrie compétitive. Sherman, lui aussi, pense que le retour à la convertibilité est une condition nécessaire à l'intégration financière, mais il se préoccupe davantage de l'effet néfaste d'une appréciation rapide de la monnaie sur la compétitivité des produits états-uniens. Cette préoccupation le conduit à s'opposer à la politique de contraction de McCulloch et à privilégier une politique de gel de la quantité de monnaie en circulation. Sherman propose de

combiner cette politique de gel à une politique protectionniste, la combinaison des deux étant un moyen pour pallier la perte de compétitivité due à l'appréciation de l'étalon monétaire, tandis que McCulloch voit la politique de libre-échange comme une condition *sine qua non* pour l'intégration commerciale. Derrière des recommandations différentes de politiques économiques, on trouve bien une vision commune, celle de l'intégration internationale. Mais nous ne trouvons dans leurs textes aucune analyse théorique complète qui permettrait d'appuyer leur argumentation.

Ce sont les écrits de Newcomb qui fournissent cette analyse ; c'est là qui se trouve la théorie monétaire à l'appui de l'approche de la monnaie forte. Cette théorie monétaire de Newcomb est présentée et analysée dans le chapitre 4. Newcomb était un astronome et mathématicien qui s'est intéressé à la théorie économique pendant la guerre de Sécession. Il a condamné l'émission d'un papier monnaie inconvertible pour financer la guerre, qu'il considérait comme une faute. De même critique-t-il la théorie monétaire des adeptes de la monnaie faible. En réaction, il décide de publier, à des fins de « correction » de ces théories et des recommandations des politiques économiques qui les ont suivies, *A Critical Examination of Our Financial Policy During the Southern Rebellion* (Newcomb 1865). L'auteur y présente une théorie monétaire qui permet de montrer que même si le papier-monnaie inconvertible peut avoir des effets réels sur l'économie, sa surémission est néfaste – comme le prouve le cas des *greenbacks*. En accord avec sa théorie il recommande le retour à la convertibilité. Newcomb critique aussi l'approche méthodologique de Carey. Dans tous les écrits monétaires postérieurs à ce premier livre, Newcomb attaque la méthodologie, la théorie et les politiques monétaires prescrites par Carey et les adeptes de la monnaie faible, tout en développant des propositions alternatives.

Malgré la finesse méthodologique et théorique de Newcomb, ou peut-être à cause de celle-ci, l'aspect idéologique d'une vision du développement économique manque dans ses écrits. C'est pour cela qu'il nous a fallu étudier



trois auteurs différents pour tracer les liens entre économie politique, politiques économiques et vision du développement économique de l'approche de la monnaie forte.

En reconstruisant les débats monétaires des *greenbacks* d'un point de vue d'histoire de la pensée économique, les pages qui suivent proposent d'élucider les liens entre « l'économie » et « le politique ». Intégrer ces deux aspects permet d'approfondir notre connaissance des théories économiques auxquelles le débat a donné lieu, ainsi que celle du débat lui-même. Cela invite à réfléchir sur l'autonomisation de la science économique, y compris aujourd'hui.

## Chapitre 1

### Émission et gestion des *greenbacks* : faits, débats au Congrès et enjeux

Ce premier chapitre présente le contexte, la gestion et les enjeux relatifs aux *greenbacks* pendant la période de la Reconstruction (1865-1879)<sup>1</sup>. Les *greenbacks* ont été un moyen parmi d'autres utilisés pour le financement de la guerre de Sécession, mais ils deviennent la question principale dans l'après-guerre. Certes, l'Union a aussi émis des bons du Trésor et mis en place le système des banques nationales pour financer la guerre, mais le remboursement de la dette et les questions de l'organisation du système bancaire sont intrinsèquement liés à la question des *greenbacks*. Et pour cause : l'organisation du système bancaire ainsi que la forme que doit prendre le remboursement de la dette sont liées à la quantité des *greenbacks* en circulation. Plus important encore, les *greenbacks* déterminent l'étalon monétaire – leur inconvertibilité est synonyme d'un étalon monétaire de monnaie à cours forcé (*fiat money*), alors que leur convertibilité impliquait l'adoption d'un système monétaire métallique. Ainsi, chaque question monétaire ou financière qui se pose revient à la question du choix de l'étalon monétaire ; c'est ce sur quoi porte le débat sur les *greenbacks*.

---

<sup>1</sup> Comme nous avons vu à l'introduction les dates de début et de fin de la Reconstruction peuvent varier selon l'approche retenue par les historiens. Étant donné que la question essentielle que nous nous posons est celle de la convertibilité des *greenbacks*, la chronologie adoptée est celle qui va de la fin de la guerre en 1865 jusqu'à la reprise des paiements en espèces en 1879.

Ce débat sur le choix de l'étalon monétaire implique des questions politiques plus larges. Lors de cette controverse, ce qui est débattu, est aussi la relation entre les différentes sections du pays et de la position que les États-Unis devraient occuper dans l'économie internationale. C'est en cela que la question monétaire est un enjeu d'économie politique entre les différentes sections du pays. Nous ne pouvons ni comprendre la théorie et les arguments monétaires de nos auteurs ni leurs propositions de politiques monétaires sans une compréhension des enjeux du débat sur les *greenbacks*. Pour le dire autrement, les auteurs étudiés dans cette thèse non seulement se positionnent par rapport aux décisions législatives, mais débattent aussi sur les effets des politiques monétaires sur la géographie interne et la place des États-Unis dans l'économie mondiale. Pour ce faire, ils mobilisent des notions telles que le sectionnalisme et l'opposition entre les secteurs financier et productif.

Afin d'esquisser le cadre nécessaire pour comprendre le débat théorique autour de l'émission des *greenbacks*, nous allons dans un premier temps présenter le contexte de l'émission des *greenbacks* et la mise en place d'autres moyens pour financer la guerre de Sécession (1.1.). Puis seront abordées les différentes lois ou projets de lois relatives aux *greenbacks* pendant la période de la Reconstruction afin de montrer que chaque décision revient au choix de l'étalon monétaire (1.2). Enfin, nous présenterons les enjeux de géographie politique des États-Unis du débat sur les *greenbacks* (1.3). Nous verrons aussi comment cette géographie aurait pu être influencée par les différentes décisions législatives. Cela nous permettra de présenter l'enracinement historique de la notion du sectionnalisme qui a été soit mobilisée par les auteurs qui font l'objet de cette thèse – c'est le cas de Henry C. Carey – soit traitée de manière à être rejetée – c'est le cas de Hugh McCulloch.

### **1.1. L'émission des *greenbacks* pendant la guerre de Sécession : motifs, cadre législatif et effets**

Les théoriciens et les décideurs politiques auxquels cette thèse est consacrée n'ont pas tous appréhendé de la même manière les effets de l'émission des *greenbacks*. Leurs analyses divergentes font partie de débats théoriques. Elles ont aussi déterminé leurs propositions en termes de politique économique à mener, comme leur avis sur le retour ou non à la convertibilité et les moyens de le faire. Pour éclairer les analyses de chaque auteur, données ensuite, nous présentons ici a) les causes et conditions de l'émission des *greenbacks*, b) la centralité de la question des *greenbacks* et c) les effets que cette émission a eu sur les prix et sur les différents secteurs de l'économie.

a) Les *greenbacks* sont le produit de la guerre de Sécession des États-Unis (1861-1865). Lorsque Chase est nommé en 1861 secrétaire au Trésor, ce dernier fait face à un déficit important (Mitchell 1903, 10-15). Résoudre ce déficit se heurte à l'impossibilité d'augmenter les recettes fiscales et celles des droits de douane (16-19). Pour faire face à la demande accrue de liquidité, Chase est parvenu à souscrire un emprunt de \$ 150 000 000 auprès des principales banques de Boston, New York et Philadelphie (23-24). Cet emprunt a été une réussite jusqu'au 10 décembre 1861. La réussite de cet emprunt dépendait de la capacité des banques à récupérer l'or qu'elles avaient prêté au Trésor. Deux faits sont ensuite venus perturber cette réussite : le rapport annuel du secrétaire au Trésor et le *Trent Affair* – l'incident diplomatique qui a fait craindre une guerre entre l'Union et la Grande Bretagne (37)<sup>2</sup>. Le rapport du trésor annonçait que les revenus du trésor seraient moins importants que prévu, alors qu'on s'attendait à ce que les dépenses augmentent. En même temps, l'affaire de Trent a propagé la peur

---

<sup>2</sup> L'affaire de Trent se réfère à l'arrestation des deux confédérés à bord d'un bateau britannique, le Trent. Cette arrestation enfreint la neutralité de la Grande-Bretagne dans la guerre de Sécession. Il en résulte un incident diplomatique qui fait naître la possibilité d'une guerre entre l'Union et la Grande-Bretagne.

d'une éventuelle guerre avec la Grande-Bretagne. Ces deux événements ont donné lieu à une perte de confiance, suivie par un mouvement de thésaurisation qui a conduit à un accroissement de la demande de liquidités auprès des banques de New York. Devant à la fois faire face à ces demandes et transférer des fonds importants au trésor pour l'emprunt de \$ 150 000 000, désarmées devant un ralentissement de la restitution de leurs réserves, les banques de New York ont été obligées de suspendre les paiements en espèces à compter du lundi 30 décembre 1861 (39-40). À quelques exceptions près, l'ensemble du système bancaire ainsi que le trésor les a suivies (42)<sup>3</sup>.

Au moment de la suspension des paiements, la circulation monétaire était assez limitée : \$ 33 000 000 de *demand notes* (billets émis par le trésor), les différents billets de papier-monnaie issus des 1 600 banques locales (*State Banks*), ainsi que des pièces d'argent (46)<sup>4</sup>. Chase craignait que la suspension des paiements en espèces aboutisse à un manque de moyens de paiement et à la dérégulation de l'unité de compte, faits qui pouvaient affecter les échanges commerciaux, le paiement des taxes et la commercialisation des bons du Trésor (Sharkey [1959] 1967, 55). Afin de remédier à ce problème, le gouvernement pouvait choisir entre émettre son propre papier-monnaie ou permettre aux banques d'émettre leur papier-monnaie inconvertible (33-34). Or les billets de banque ne pouvaient pas être utilisés par le trésor fédéral comme moyen de paiement (Mitchell 1903, 46) – il ne reste alors plus que le choix d'émettre des *greenbacks*.

C'est à ce moment qu'Elbridge Spaulding, un banquier issu de Buffalo, ancien *state treasurer* de New York, ancien membre du Congrès pour deux

---

<sup>3</sup> Les banques de Boston et de Philadelphie ont suspendu leur paiement en espèces notamment par crainte que la suspension des paiements des banques newyorkaises se traduise par une ruée vers leurs propres guichets.

<sup>4</sup> Avant le commencement de la guerre, en 1860, la circulation monétaire consistait en pièces d'or et d'argent, pièces en cuivre, et notes et dépôts des banques privées ayant été homologuées par la législation de chaque État (*State Banks*). Ces dernières étaient obligées de convertir à vue leurs billets en or (Kindahl 1961, 31). Après la guerre, la circulation monétaire était composée des « notes et dépôts de banques nationales ainsi que les billets des *State Banks* et d'autres banques privées, en plus de divers autres papiers-monnaie émis par le gouvernement » (32).

mandats, a proposé au secrétaire au Trésor d'imprimer de la monnaie<sup>5</sup>. Après plusieurs débats, la majorité des représentants ont voté en faveur de la proposition de Spaulding, parce qu'elle leur paraissait être la seule solution pour faire face aux besoins du trésor en liquidités (Mitchell 1903, 61 ; Flaherty 2009, 82-85). La loi adoptée accordait au trésor la possibilité d'émettre du papier-monnaie inconvertible en or et ayant cours légal : ce sont les *Legal Tender Acts*, qui permettaient à l'administration Lincoln d'émettre son propre papier-monnaie, c'est-à-dire des billets acceptés pour le paiement de toutes les dettes privées ou publiques. Ces *United States notes*, qui seront très vite désignées par le terme de « *greenbacks* » ont pu être mises en circulation grâce à la première loi *Legal Tender Act* qui fut signée par Lincoln le 25 février 1862 ; cette loi a permis au trésor d'émettre des *greenbacks* pour un montant de \$100 000 000<sup>6</sup>. La plus petite coupure de *greenbacks* était de \$ 5. Ces billets ne portaient pas intérêt, mais étaient convertibles en bons du Trésor portant un taux d'intérêt de 6 % remboursables après 5 ans et pouvant courir jusqu'à 20 ans – d'où leur nom de « 5-20 » (12 *US Stat.* 345, ch. 33).

Ainsi qu'indiqué précédemment, les *greenbacks* avaient cours forcé, mais une exception était faite à la clause de cours légal : le paiement des droits de douane et du taux d'intérêt des bons du Trésor devait être effectué en or. Cette décision n'était pas le fruit du hasard. Elle permettait au trésor de se servir des revenus issus des droits de douane afin de rembourser les coupons des bons du Trésor en or. Ce remboursement en or était pensé comme un moyen d'augmenter la valeur de ces bons (Mitchell 1903, 77-78). Néanmoins, rien n'a été dit sur la forme que devait prendre le remboursement du nominal des « 5-20 », ce qui a donné lieu à un débat pendant la période de la Reconstruction (nous y reviendrons dans la section suivante).

---

<sup>5</sup> Étant donné le rôle de Spaulding qui avait rédigé et soumis le projet de loi sur les *greenbacks*, Mitchell va jusqu'à le considérer comme le « vrai leader financier pendant les mois cruciaux de janvier et février 1862 » (Mitchell 1903, 70).

<sup>6</sup> Voir tabl. 1 en annexe, qui récapitule toutes les décisions politiques auxquelles nous faisons référence dans cette thèse.

La difficulté du financement de la guerre a conduit à une deuxième et une troisième loi *Legal Tender Act*, signées respectivement le 11 juillet 1862 et le 3 mars 1863. Chacune de ces lois prévoyait l'émission de \$ 150 000 000 en *greenbacks*. La troisième a aussi permis au trésor d'émettre \$ 400 000 000 d'obligations *legal tender* portant un taux d'intérêt de 6 % maximum. Finalement, entre 1862 et 1865, la quantité totale nette de *greenbacks* émis était de \$ 431 500 000. En effet, quelques \$ 480 500 000 avaient été imprimés, mais \$ 49 000 000 furent remboursés par le trésor pendant la même période (Sharkey [1959] 1967, 49-50).

b) Aux *greenbacks* vient s'ajouter un nouveau type de papier-monnaie inconvertible en or ou argent, mais convertible en *greenbacks*, celui des billets nationaux (*national banknotes*). Ces billets étaient les billets des banques nationales, banques régies par le principe du système bancaire national (*National Banking System*, NBS). Le NBS fut voté en février 1863, avant le passage de la troisième loi *Legal Tender Act*, en tant que mesure étroitement liée au système monétaire des *greenbacks*.

Dans un premier temps, les billets nationaux, comme les *greenbacks*, ont été pensés comme un moyen de financer la guerre (Flaherty 2009, 99-101). Les banques ne pouvaient émettre des billets nationaux que si elles achetaient et déposaient des bons du Trésor en guise de caution. Plus précisément, pour avoir le droit d'émettre des billets, une banque devrait déposer des bons du Trésor au contrôleur de la monnaie et puis émettre des billets nationaux à la hauteur de 90 % de la valeur des titres. L'obligation de détenir des bons du Trésor a été un moyen pour obliger les banques à acheter des obligations fédérales, permettant ainsi d'améliorer à la fois la trésorerie du gouvernement et la valeur des obligations (Mitchell 1903, 103).

Le système des banques nationales cachait aussi un espoir de limiter la quantité de *greenbacks* en circulation. Jusqu'en 1879, moment où les *greenbacks* sont devenus convertibles à l'or, les billets nationaux étaient convertibles au pair uniquement en *greenbacks*, de sorte que les banques nationales devaient

détenir des réserves en *greenbacks*. Les banques de 19 villes principales, désignées dans la loi comme banques de réserve (*reserve banks*), devaient détenir 25 % de leur circulation et dépôts en *greenbacks*, les autres banques devant en détenir 6 % dans leurs propres comptes et 9 % en dépôt dans les banques de réserve<sup>7</sup> (Bolles 1886, 224-25).

Troisièmement, les billets nationaux étaient le fruit d'une tentative du gouvernement d'unifier la marque monétaire, les *greenbacks*, et la marque bancaire, sans pour autant y parvenir complètement en raison de l'absence de système fédéral de compensation (Le Maux 2012). Autrement dit, par l'émission de *greenbacks*, ainsi que de billets nationaux, le gouvernement a essayé de contrôler la quantité des billets émis, ainsi que leur qualité. Pour s'assurer de la solvabilité des banques, le contrôleur de la Monnaie devait vérifier si les banques étaient conformes aux exigences du NBS. Pour contrôler la quantité des billets émis, la loi fixait un plafond de \$ 300 000 000 jusqu'à 1870, puis celui de \$ 354 000 000 de billets nationaux. Tous ces liens entre *greenbacks* et billets nationaux ont alimenté bien des débats pendant la Reconstruction.

c) Cependant, ces débats n'auraient pas été aussi animés si l'émission des *greenbacks* n'avait été accompagnée d'une inflation et d'une prime sur l'or importantes<sup>8</sup> (cf. graphiques 1 et 2). À leur émission les *greenbacks* s'échangeaient à la parité avec de l'or, mais le prix de l'or en *greenbacks* avait commencé à augmenter dès juillet 1862 pour atteindre un pic de 185 en 1864. Au même moment, le prix des *greenbacks* en or a atteint son minimum, \$ 35,09. Autrement dit, \$ 1 convertible en or valait 23,2 grains d'or en 1861 ; un an après le premier *Legal Tender Act*, 1 *greenback* pouvait acheter 14,5 grains d'or

---

<sup>7</sup> « Les villes de réserves sont, d'ouest en est : San Francisco, La Nouvelle-Orléans, Leavenworth (Kansas), Saint-Louis, Chicago, Milwaukee, Detroit, Cleveland, Cincinnati, Louisville, Pittsburgh, Albany, Washington, Baltimore, Philadelphie, New York et Boston » (Barreyre 2014b, 87). Le contrôleur de la Monnaie pouvait choisir d'ajouter à cette liste les villes de Charleston et Richmond (Sharkey [1959] 1967, 229).

<sup>8</sup> La prime sur l'or traduit le renchérissement de l'or par rapport aux *greenbacks*. La prime de 185 qui apparaît en 1864 – mentionnée dans le corps du texte – signifie que pour acheter la même quantité d'or valant \$ 1 en février 1862, il faut en 1864 payer \$ 2,85.



pour tomber à 9 grains en juillet 1864 (Mitchell 1903, 136). Il ne fut pas seulement question du prix de l'or en *greenbacks* ou des *greenbacks* en or ; les prix des biens et des salaires avaient aussi augmenté. Les prix de gros et de détail avaient presque doublé, traduisant une augmentation du coût de la vie, comme on peut le voir sur le graphique 2.

Les variations des prix et des salaires ont eu des conséquences sur chacun des secteurs de l'économie. Leur impact n'a cependant pas été homogène, entraînant des modifications dans la répartition des revenus. Elles ont aussi influencé l'activité économique. L'industrie, le commerce et le secteur agricole ont ressenti l'impact positif de l'inflation liée à la guerre – en tout cas, la période de la guerre fut une période de croissance pour ces secteurs (Unger 1964, 20-21 ; Sharkey [1959] 1967, 135-40, 141-44)<sup>9</sup>. L'effet de l'inflation est moins clair pour les travailleurs : les salaires réels ont diminué, ainsi que le chômage (Unger 1964, 22). Pour les banquiers aussi, l'effet de l'inflation est mitigé. D'un côté, les crédateurs et ceux qui percevaient des revenus fixes ont été défavorisés par l'inflation (23-24), de l'autre les dividendes du secteur bancaire ont augmenté pendant la guerre (21). Sharkey ([1959] 1967, 238-41) considère également qu'en termes réels, les banquiers ont eu des taux de profit très faibles. Dans tous les cas, une redistribution des revenus a eu lieu pendant la guerre suite à la variation du niveau des prix – ce qui n'a pas manqué de susciter des débats sur les *greenbacks*.

Par ailleurs, les variations du prix de l'or ont aussi influencé l'activité économique. La hausse du prix de l'or en *greenbacks* a affecté le commerce international, car les droits de douane et les importations continuaient à être payés en or (Sharkey [1959] 1967, 50). Cela s'est traduit par une sorte de protection de l'activité économique domestique : le renchérissement de l'or a

---

<sup>9</sup> Pour autant, l'inflation liée à la guerre n'a pas eu le même effet sur le commerce interne que sur le commerce externe. Le commerce interne a augmenté, mais le commerce international a subi les effets négatifs d'un régime de taux de change flexible, combiné à un taux de change déprécié. Le régime de taux de change flexible augmentait l'incertitude relative au niveau du taux de change à venir, alors que le taux de change déprécié rendait les importations plus chères.

rendu les importations plus chères et moins compétitives, alors que la compétitivité des exportations s'est améliorée.

Nous verrons dans les chapitres qui suivent que les effets de l'émission des *greenbacks* sur l'économie ont fait, pendant les années qui ont suivi ces faits, l'objet de plusieurs débats. Les théoriciens et les décideurs politiques auxquels cette thèse est consacrée n'ont pas tous appréhendé de la même manière les causes de l'inflation, de la prime de l'or et leurs conséquences ; leurs divergences ont été à l'origine de débats théoriques qui ont déterminé leur positionnement sur la question des *greenbacks*, c'est-à-dire leurs propositions normatives (en termes de politique économique à mener). Plus encore : la manière dont ces auteurs ont analysé les causes et effets de l'inflation est étroitement liée aux théories qu'ils ont adopté ou développé, d'un double point de vue. Leur analyse des effets de l'émission des *greenbacks* a été déterminée par leurs théories économiques, mais elle a aussi alimenté leur approche théorique, en révélant leur vision du développement économique.

## **1.2. Le choix du système monétaire pendant la Reconstruction : les décisions du Congrès relatives à la gestion des *greenbacks***

Le débat sur les *greenbacks* ne s'arrête pas avec la guerre de Sécession. Au sortir de la guerre, la nécessité de continuer à émettre des *greenbacks* disparaît et une nouvelle question se pose : quel système monétaire choisir ? Les réponses sont celles du retour à la convertibilité, et donc à un régime monétaire métallique, ou du maintien du régime des *greenbacks*, un régime de papier-monnaie inconvertible. Ce débat peut être décomposé en trois sous-questions : 1) les États-Unis doivent-ils retourner à un système monétaire métallique ou maintenir l'inconvertibilité ? Et ceci à quel horizon ? 2) Si les États-Unis décident de restaurer les paiements en espèces, à quel taux de change doit s'opérer le retour à la convertibilité ? 3) Quels sont les moyens pour retourner à la convertibilité en espèces des *greenbacks* ?

Toutes ces questions se posent à la fois au Congrès et dans la sphère publique, dans les livres, articles de journaux et pamphlets publiés sur le sujet. Dans les écrits que nous allons analyser, nous trouvons des commentaires des auteurs sur les lois et décisions de politique économique prises au Congrès ; parfois même ce sont nos auteurs qui sont à l'origine des lois en question. Les deux sphères, celle du Congrès et celle de la sphère publique, sont ainsi liées. Afin d'éclairer les problématiques des textes, il nous semble nécessaire de présenter ici les différentes lois et décisions de politique économique prises au Congrès de la fin de la guerre jusqu'au retour à la convertibilité. Nous allons procéder à une présentation chronologique.

### **La *Contraction Act***

La première loi qui vise à réguler les *greenbacks* est la loi *Contraction Act*, la loi sur le retrait. Elle porte ce nom car elle visait à diminuer la quantité des *greenbacks* en circulation. Elle a été instruite par Hugh McCulloch, le secrétaire au Trésor de 1865 à 1869, qui l'a aussi mise en œuvre. McCulloch était un ardent défenseur du retour à la convertibilité : il ne considérait comme vraies mesures de valeur que l'or et l'argent<sup>10</sup>. Selon McCulloch, si le gouvernement voulait restaurer les paiements en espèces, le Trésor n'avait qu'à retirer une certaine quantité de *greenbacks* de la circulation. Pour ce faire, il a proposé un projet de loi qui devait retirer la clause du *legal tender* du papier-monnaie portant un taux d'intérêt et donner au secrétaire au Trésor le droit de retirer des *greenbacks* de la circulation en émettant en échange des bons du Trésor portant au maximum un taux d'intérêt de 6 % (Sharkey [1959] 1967, 63).

L'adoption de la proposition de McCulloch fut débattue à la Chambre des représentants puis au Sénat. Le 21 février 1866, une résolution fut proposée à la *House of Representatives* par Justin Morrill, qui reprenait l'argument de McCulloch (Sharkey [1959] 1967, 66-67). Cette résolution, portant le nom de *Loan Bill*, a été conçue de manière à permettre de retirer n'importe quel

---

<sup>10</sup> L'approche de Hugh McCulloch dans le débat sur les *greenbacks* est analysée dans le chapitre 3.

montant de *greenbacks*, selon les circonstances. Il s'agissait d'offrir à McCulloch la possibilité de prendre une décision de retrait sans passer par l'accord du Congrès. Ce projet a rencontré une triple opposition : celle des défenseurs de la monnaie faible, celle de ceux qui considéreraient que cela revenait à accorder un pouvoir excessif au secrétaire au Trésor et enfin, l'opposition de ceux pour qui la priorité était de rembourser la partie de la dette portant un taux d'intérêt, avant de remplacer les *greenbacks*, qui eux ne portaient pas intérêt (68-72). Soumise au vote une première fois le 16 mars 1866, la proposition de Morrill ne fut pas adoptée. Le 23 mars 1866, Morrill a proposé un amendement limitant le pouvoir politique de McCulloch : il fixait le pouvoir de retrait des *greenbacks* à un montant maximal de \$ 10 000 000 pendant les six premiers mois après la mise en vigueur de cette loi et jusqu'à \$ 4 000 000 par mois pour les mois suivants (73). Avec cet amendement, le *Loan Bill* fut finalement adopté par la Chambre le 23 mars 1866. Après un débat sans opposition, le Sénat a aussi voté la loi le 9 avril 1866. La nouvelle loi, appelée *Contraction Act*, fut ensuite signée par le président Johnson le 12 avril 1866.

Conformément à cette loi, \$ 44 000 000 de *greenbacks* purent être retirés de la circulation de 1866 à 1868 (Unger 1964, 43)<sup>11</sup>. Pendant l'année 1866, le prix de l'or est resté élevé, une quantité importante d'or ayant été envoyée à Londres suite à la crise financière anglaise due à la faillite de l'établissement financier d'Overend-Gurney<sup>12</sup>. Le maintien d'un prix élevé de l'or, synonyme d'un taux de change déprécié, a néanmoins facilité l'augmentation des exportations américaines (Sharkey [1959] 1967, 83). En même temps, le niveau des prix états-uniens est resté stable. À l'inverse, l'année 1867 fut marquée par une forte baisse des prix (voir fig. 2).

---

<sup>11</sup> L'exactitude de ces chiffres est remise en cause par Sharkey ([1959] 1967, 81-82) qui considère que la quantité nette des *greenbacks* retirés de la circulation est de \$ 72 018 846 et celle de la quantité totale de la masse monétaire est de \$ 45 493 129.

<sup>12</sup> Overend-Gurney était un des établissements financiers les plus importants de la Grande-Bretagne faisant des opérations internationales. Sa faillite a entraîné la panique de 1866.

Voyant le retrait des *greenbacks* de la circulation accompagnée d'une baisse des prix, assez nuisible au commerce, l'opinion publique considéra que la cause de la déflation était la politique initiée par McCulloch (Sharkey [1959] 1967, 86). Le mécontentement fut d'une telle ampleur qu'il entraîna à la suspension de cette politique.

### **La *Suspension Act***

La suspension du retrait des *greenbacks* de la circulation a été permise par la loi *Suspension Act* de février 1868 (Timberlake 1964, 31). Les efforts pour suspendre la loi *Contraction Act* commencèrent dès février 1867 par une résolution présentée à la *House of Representatives* demandant la cessation du retrait des *greenbacks* de la circulation (Sharkey [1959] 1967, 86). Cette résolution a donné lieu à une proposition de loi, présentée le 20 février 1867 à la Chambre, qui a ouvert le débat sur une nouvelle émission de *greenbacks*. Finalement, une nouvelle émission n'a pas vu le jour et la législation votée a maintenu le *statu quo*, mais le débat venait de s'ouvrir, témoignant de la remise en cause de la politique de McCulloch.

Quelques mois plus tard, le 7 décembre 1867, le président de la *Ways and Means Committee*, le comité des Finances de la Chambre des représentants, Robert Schenck, soumit un projet de loi en faveur de la suspension de la loi *Contraction Act*, qui fut adopté le jour même (Sharkey [1959] 1967, 110). Le 15 janvier 1868, ce projet de loi passe à la commission des Finances du Sénat pour y être adopté avec quelques modifications mineures. De retour, le 17 janvier 1868, à la Chambre des représentants, la loi adoptée mentionnait clairement la suspension du retrait des *greenbacks* de la circulation (114-15). Le *Suspension Act* a ainsi suspendu le droit du secrétaire au Trésor de diminuer la quantité de monnaie en circulation en retirant des *greenbacks* (15 *US Stat*, 34, ch. 6).

Le président Johnson n'a pas signé la loi, car elle allait à l'encontre de la volonté de son secrétaire au Trésor, mais il n'y a pas non plus apposé son veto, de sorte que la loi *Suspension Act* est entrée en vigueur le 4 février 1868 sans sa

signature (Sharkey [1959] 1967, 115). Le résultat de cette loi était le gel du montant de *greenbacks* en circulation à hauteur de \$ 356 000 000 (117). Elle a ainsi suspendu la politique du retrait des *greenbacks* de la circulation sans pour autant permettre une nouvelle réémission de *greenbacks*. C'est pourquoi cette loi a pu être vue comme une première victoire pour l'approche de la monnaie faible, sans pour autant être inflationniste.

### **La *Public Credit Act***

Plutôt qu'une victoire, la loi sur la suspension (*Suspension Act*) est un compromis politique autour de la question monétaire : elle suspend la politique du retrait sans émettre de nouveaux *greenbacks*. Compromis qui est d'autant plus clair à travers le vote de la loi sur le crédit public, l'année suivante. Il s'agit de la loi *Public Credit Act* de 1869, loi qui portait sur la forme que devrait prendre le remboursement des bons du Trésor émis pendant la guerre. Le débat autour de cette loi a plusieurs enjeux, économiques et moraux, mais la question essentielle est encore une fois celle des *greenbacks*.

Il n'est *a priori* pas évident de voir en quoi la question du remboursement de la dette était liée à la question des *greenbacks* : ainsi qu'indiqué plus haut, si les lois qui ont accompagné l'émission de ces bons précisaient que les coupons devaient être payés en or, elles n'indiquaient pas la forme que devait prendre le remboursement du nominal. En 1867, les bons émis en 1862 deviennent remboursables : il s'agit des fameux « 5-20 », c'est-à-dire des bons à 6 % qui pouvaient être remboursés au bout de cinq ans, mais dont l'échéance pouvait aller jusqu'à vingt ans (Bolles 1886, 320). Se pose alors la question de la forme que devait prendre le remboursement de ces « 5-20 », avec deux options : soit un remboursement des bons en *greenbacks*, soit leur remboursement en or.

Ce choix est important non seulement pour des questions de trésorerie, mais aussi en raison de son effet sur la composition du stock monétaire. Un remboursement des bons en *greenbacks* pouvait conduire à une augmentation de la quantité des *greenbacks* en circulation, alors qu'un remboursement en or signifiait un accroissement de la quantité d'or en circulation et garantissait que

la quantité de *greenbacks* en circulation n'allait pas augmenter. En d'autres termes, rembourser les bons en *greenbacks* signifiait adopter une politique en faveur du système monétaire des *greenbacks*, alors qu'un remboursement en or marquait une étape importante vers un système monétaire métallique – et constituait un signal fort en faveur du retour à la convertibilité-or.

Le débat autour du remboursement des « 5-20 » a pris aussi un tournant moral, portant notamment sur les effets redistributifs. Pour certains, il était immoral de payer ces bons en *greenbacks*, étant donné que ces derniers étaient, en 1867, dépréciés par rapport à l'or. Cela revenait à pénaliser les petits épargnants fidèles à l'Union ayant acheté les « 5-20 » en petites coupures. Pour d'autres, c'est le remboursement des « 5-20 » en or qui était immoral, parce que ces bons avaient été achetés pendant la guerre avec de la monnaie dépréciée (*greenbacks*) : payer les créiteurs de l'Union en or alors que les *greenbacks* sont dépréciés revenait à les favoriser, en leur offrant une plus-value très élevée, au détriment des contribuables.

Dans ce contexte, Robert Schenck soumet le 20 janvier 1869 à la Chambre des représentants une résolution en faveur du remboursement de la dette en or, sauf dans le cas où le remboursement en *greenbacks* constituait explicitement une clause de vente, et promettant de prévoir le retour à la convertibilité le plus tôt possible (Sharkey [1959] 1967, 124). Le 24 février 1869, la Chambre adopte cette résolution, la *Public Credit bill*, mais sa ratification n'a pu avoir lieu qu'au cours du 41<sup>e</sup> Congrès qui commença en mars 1869. En novembre 1868, Ulysses S. Grant devint président des États-Unis, mais n'avait pas encore succédé à Johnson en février 1869. Or, Johnson refuse de signer la *Public Credit bill* et y oppose son veto. C'était la deuxième fois depuis le début de son mandat qu'il avait exprimé son avis sur la question monétaire, jusque-là s'étant montré fidèle aux propositions monétaires de son secrétaire au Trésor Hugh McCulloch (118)<sup>13</sup>. Finalement, la loi *Public Credit*

---

<sup>13</sup> Président Johnson exprime son avis sur la question monétaire pour la première fois en décembre 1868 pendant son message annuel.

*Act* a été la première loi du 41<sup>e</sup> Congrès à avoir reçu la signature du président Grant le 18 mars 1869.

Cette loi n'a fait que maintenir le *statu quo* : clairement non inflationniste, elle n'a pas non plus été déflationniste. Le gouvernement s'est engagé « à ne pas racheter les "5-20" avant le retour à la convertibilité, rendant la distinction entre paiement en *greenbacks* ou en espèces caduque » (Barreyre 2014b, 166-67). Par conséquent, le gouvernement n'a pas émis de nouveaux *greenbacks* ni retiré des *greenbacks* de la circulation, de sorte que les citoyens n'avaient aucune raison de craindre une politique inflationniste ou déflationniste. Aussi, cette loi marqua-t-elle, pour les historiens, une période de trêve qui a duré cinq ans – jusqu'à la crise de 1873 (Unger 1964, chap. 5).

### **Les *Refunding Acts***

Il s'agit d'autant plus d'une période de trêve que le nouveau secrétaire au Trésor George S. Boutwell mène une politique se focalisant uniquement sur le remboursement de la dette et non pas sur la diminution ou l'augmentation de la quantité des *greenbacks* en circulation (Sharkey [1959] 1967, 130)<sup>14</sup>. Cette politique reflète une approche nuancée de la monnaie forte, celle qui, tout en favorisant un retour à la convertibilité, s'oppose à une diminution de la masse monétaire en circulation. C'est l'approche adoptée par John Sherman : elle dicte une politique de consolidation de la dette publique combinée à une politique qui vise à maintenir stable la quantité de monnaie en circulation.

La mise en place de cette politique est rendue possible par les lois du 14 juillet 1870 et du 20 janvier 1871 portant le nom de *Refunding Act*. Ces lois prévoyaient la consolidation de la dette par l'émission des bons du Trésor ayant une maturité de moyen ou long terme, avec un remboursement des

---

<sup>14</sup> Boutwell a eu une longue carrière politique avant d'être nommé secrétaire au Trésor : il a été *bank commissioner* dans le Massachusetts, commissaire du revenu interne et élu (Dewey 1903, 352).



coupons et du nominal en or et des taux d'intérêt plus faibles que les bons qu'ils remplaçaient<sup>15</sup>.

L'opposition que cette politique provoqua révéla qu'encore une fois la question centrale était celle du choix de l'étalon monétaire. Les adeptes de la monnaie faible y voyaient une politique qui visait à faire décroître la masse monétaire en circulation en remboursant les bons du Trésor en or (Unger 1964, 179-80). Ce n'était pas le cas. En revanche, ils ont eu raison de penser que l'annonce du remboursement des coupons et du principal en or traduisait une volonté de rétablir la convertibilité.

Un autre aspect de ces lois a donné lieu à débat : la loi prévoyait un remboursement du principal ainsi que des taux d'intérêt des bons du Trésor en or. Il était espéré que le remboursement en or allait attirer des investisseurs européens. Pour les partisans de la monnaie forte, attirer des capitaux vers les États-Unis allait permettre la consolidation de la dette. Mais pour les adeptes de la monnaie faible, l'achat des bons nationaux par des étrangers priverait les américains des profits de cet emprunt, tout en exposant le pays à un éventuel drainage d'or et d'argent, ce qui revenait à le priver de son indépendance monétaire (Dewey 1903, 354-56). C'est un aspect sur lequel Carey insiste particulièrement.

Les prévisions des partisans de la monnaie forte n'ont cependant pas été réalisées en raison à la fois de la guerre franco-prussienne et de la crise de 1873. Comparé aux précédents débats, celui-ci est cependant resté limité et n'a pas, en conséquence, conduit à rompre la trêve de cinq ans évoquée plus haut : c'est la crise de 1873 qui va le faire.

---

<sup>15</sup> Pour un résumé de ces lois voir tableau 1. Un aspect également intéressant est que les premières versions de cette loi ont été introduites en 1867, puis en 1868, par John Sherman. La deuxième avait été votée par la Chambre et le Sénat, mais le président Johnson avait apposé son veto (Unger 1964, 87-89). Elle a été réintroduite par Sherman le 3 février 1870 (179).

### **La panique de 1873 et l'*Inflation Bill***

Jusqu'en 1873, l'économie de l'Europe centrale, ainsi que celle des États-Unis, connaissaient une période de forte croissance. Aux États-Unis, le boom concernait surtout le secteur ferroviaire qui relie le nord-est du pays au Midwest. Le développement de nouvelles lignes ferroviaires engendra une croissance du secteur agricole en offrant à ce dernier un accès à davantage de marchés. Le boom ferroviaire bénéficia également à l'industrie sidérurgique et métallurgique, qui a profité des gisements de minerais nouvellement découverts autour des Grands-Lacs (Allen 1977). La croissance de ces secteurs a eu pour conséquence une croissance du crédit interne aux États-Unis et de l'endettement des États-Unis vis-à-vis de l'extérieur (Dewey 1903, 370-71).

Cette période de croissance s'arrêta quand la bourse de Vienne subit un krach en mai 1873. Face à la crise qui la frappa, l'Europe demanda le remboursement en or des titres états-uniens qu'elle détenait (Glasner 1997, 132). L'événement qui marque l'arrivée de la crise de 1873 aux États-Unis est la faillite, le 18 septembre 1873, de Jay Cooke & Co., « qui incapable de placer les obligations du Northern Pacific, nouveau transcontinental en construction dans lequel elle a beaucoup investi, fait faillite » (Barreyre 2014b, 223). La chronologie n'est pas le fruit du hasard. Le mois de septembre est le mois des récoltes dans le Midwest. À cause de la structure du système bancaire américain, les banques du Midwest placent l'épargne de leurs clients dans les banques des grandes villes et surtout à New York. En septembre, au moment des récoltes, elles ont besoin de liquidité pour les transactions relatives aux récoltes. Or les banques newyorkaises peinent à leur fournir la liquidité nécessaire, d'autant plus dans un contexte de crise comme celui de 1873. Ainsi, l'effet combiné de la demande de liquidité adressée aux banques de New York et du « relèvement des taux d'intérêt de la Banque d'Angleterre » expliquent « l'impossibilité de [Jay Cooke à] renouveler les prêts à court terme » (223). En conséquence, la crise se propage à l'ensemble du système bancaire et financier.

La suspension des paiements des banques et du *New York Stock Exchange* survient le 20 septembre.

Suite à la suspension des paiements, la Chambre de compensation de New York émet des certificats qui circulèrent en tant que monnaie. Cela empêcha une crise plus profonde d'advenir, sans pour autant suffire à fournir la totalité des liquidités nécessaires. Les banquiers se tournèrent vers le secrétaire au Trésor et le président Grant pour obtenir que les liquidités qui leur étaient nécessaires leur fussent fournies, soit sous la forme de prêts de *greenbacks*, soit par la remise en circulation d'une partie des *greenbacks* retirés par McCulloch (Unger 1964, 214). Ainsi, le trésor se trouva dans l'obligation d'émettre des *greenbacks* afin de faire face au manque de liquidité. Entre octobre 1873 et janvier 1874, le secrétaire au Trésor William Richardson réémit 26 000 000 *greenbacks* via l'achat de bons du Trésor (Dewey 1903, 372 ; Unger 1964, 215). Après ces nouvelles réémissions de *greenbacks*, on retrouva en circulation \$ 382 000 000 de *greenbacks* en total (Dewey 1903, 361).

L'effet principal de la réémission des *greenbacks* en 1873 a été de mettre fin à la trêve des cinq ans. La crise et le débat concernant les nouvelles réémissions ont changé l'équilibre politique de 1869. Dans l'immédiat après la crise, le rapport de force entre monnaie faible et monnaie forte a commencé à pencher du côté de la monnaie faible. Les partisans de l'approche de la monnaie faible considérèrent que le krach était le résultat « d'une pénurie monétaire criante » (Barreyre 2014b, 225), alors que ceux qui défendaient une monnaie forte l'interprétèrent comme démontrant la nécessité d'un retour à la convertibilité qui « assurera à l'économie une masse monétaire adéquate à ses besoins par autorégulation » (225). La politique de réémission des *greenbacks* a témoigné d'un alignement de la position du secrétaire au Trésor sur celle des partisans de la monnaie faible, du moins à court terme. Dewey (1903, 372) considère cependant que la seule limite à cet alignement fut le veto opposé par le président Grant à l'*Inflation Bill*.

L'*Inflation Bill* était le résultat de quatre mois de débats et plusieurs réajustements. Elle fut votée par le Sénat le 6 avril 1874 et acceptée, sept jours plus tard, par la Chambre. Cette proposition de loi rétablit la masse des *greenbacks* en circulation à \$ 400 000 000, c'est-à-dire que la circulation des *greenbacks* est ramenée à son niveau de la fin de la guerre. Grant posa son veto sur l'*Inflation Bill* le 22 avril 1874. Étant partisan de la monnaie forte, il considère en effet que cette loi, correspondant à l'approche de la monnaie faible, n'avait pas lieu d'être (Unger 1964, 242-43). Le veto fit ainsi repencher la balance du côté de la monnaie forte<sup>16</sup>.

### **La Resumption Act de 1875**

Le dernier acte du débat au Congrès sur les *greenbacks* fut la loi *Resumption Act*. Un an après le veto de Grant sur l'*Inflation Bill*, le Congrès adopta la loi qui permettait la restauration des paiements en espèces. De manière ironique, cette loi était davantage le résultat d'un compromis politique visant à rétablir la cohésion interne du Parti républicain remise en cause par le veto de Grant, que la définition des moyens susceptibles de permettre le retour à la convertibilité (Unger 1964, 255, 263 ; Barreyre 2014b, 234). La cohésion du Parti républicain se heurtait en effet aux contradictions issues de différentes propositions de politique économique de la part de ses membres. Par exemple, en décembre 1874, le président Grant et le secrétaire au Trésor Bristow se prononcèrent de nouveau en faveur de la monnaie forte : abrogation des *Legal Tender Acts* et échange des *greenbacks* par des bons du Trésor (Unger 1964, 252). William D. Kelley, de son côté, proposa une loi qui correspondait aux

---

<sup>16</sup> Comme l'explique Barreyre (2011), en réactivant la question monétaire, la crise de 1873 a reconfiguré la sphère politique. La crise a obligé les deux partis à prendre position sur la question monétaire, mais à l'intérieur de chaque parti aucun consensus n'existait sur la question monétaire. Les Républicains issus du Midwest ont eu tendance à être en faveur de la monnaie faible, alors que ceux de la côte atlantique étaient plutôt en faveur de la monnaie forte. Quant aux Démocrates, eux aussi se divisaient : ceux du Midwest se préoccupaient de la question monétaire, alors que ceux du Sud étaient avant tout soucieux de la Reconstruction politique. Ces divisions internes se voient lors des élections de 1874 : les Démocrates gagnent la majorité à la Chambre pour la première fois depuis 1861. Mais l'effet de la réactivation des questions due à la crise de 1873 se poursuit bien après les élections de 1874 et perdurent jusqu'aux élections de 1896 : les Républicains perdent leur suprématie politique.

positions des tenants de la monnaie faible (252). Pour éviter l'éclatement du Parti républicain à deux ans des élections de 1876, le Sénat mit en place un comité, appelé le *Senatorial Caucus Committee*, présidé par Sherman (253).

Le comité soumit un projet de loi censé satisfaire toutes les tendances en son sein. Il en résulta des mesures vagues et même contradictoires entre elles : a) suppression du plafond de l'émission totale des billets nationaux<sup>17</sup> ; b) retrait des *greenbacks* à hauteur de 80 % de l'émission de nouveaux billets par les banques nationales, afin que la circulation des *greenbacks* soit limitée à \$ 300 000 000 ; c) remplacement de la monnaie fractionnelle par des pièces en argent<sup>18</sup> ; d) retrait des lois sur le monnayage ; e) retour à la convertibilité au 1<sup>er</sup> janvier 1879 et f) autorisation donnée au trésor d'« acheter de l'or sur le marché – sans augmenter la dette – pour abonder ses réserves en espèces » (Barreyre 2014b, 233). Ce projet de loi présenté au Sénat le 21 décembre 1874 fut adopté le jour même (Unger 1964, 256-57). La Chambre des représentants l'adopta à son tour le 7 janvier 1875 (259). La loi *Resumption Act* fut finalement signée par Grant le 14 janvier 1875.

Critiquée au moment de sa promulgation parce qu'elle ne donnait pas la possibilité au secrétaire au Trésor de retirer suffisamment de *greenbacks* de la circulation, le *Resumption Act* est cependant la loi qui a permis effectivement le retour à la convertibilité. Mais il comportait deux inconvénients, comme le

---

<sup>17</sup> Plusieurs auteurs (Dewey 1903, 372 ; Unger 1964, 254 ; Barreyre 2014b, 233) considèrent cette proposition comme une proposition de banque libre. Il n'en est rien. En effet, sous un système de banque libre, les banques sont libérées de la contrainte de détenir des obligations en tant que réserves (Nataf 2013, 245-46). Or, cette contrainte est bien présente dans le système des banques nationales. Il nous semble que par « banque libre », ces auteurs se réfèrent à la suppression du plafond de billets nationaux que le système bancaire national dans son ensemble devait respecter. Voici l'extrait de la loi concernant cette question : « *That section (...) limiting the aggregate amount of circulating-notes of national banking-associations, be, and is hereby, repealed; and each existing banking-association may increase its circulating-notes in accordance with existing law without respect to said aggregate limit; and new banking-associations may be organized in accordance with existing law without respect to said aggregate limit; and the provisions of law from withdrawal and redistribution of national-bank currency among the several States and Territories are hereby repealed* » (18 *US Stat*, 296, chap. 15).

<sup>18</sup> Le terme « monnaie fractionnelle » fait référence à des billets émis pendant la guerre de Sécession qui ont des valeurs inférieurs à un dollar, d'où leur nom : ils sont une fraction du dollar.

souligna Dewey (1903, 374) trois décennies plus tard – tous deux liés à la possibilité du retrait des *greenbacks* de la circulation. Premièrement, selon la loi, le secrétaire au Trésor ne pouvait pas vendre des obligations en échange de *greenbacks* ; il devait passer par le système bancaire afin de vendre des obligations en échange d'or. Deuxièmement, le retrait des *greenbacks* de la circulation était lié à la quantité de billets nationaux nouvellement émis.

Toutefois, le secrétaire au Trésor Bristow a pu utiliser la possibilité d'un retrait des *greenbacks* à hauteur de 80 % du stock total des billets nationaux nouvellement émis. Plus précisément, Bristow sans tenir compte de la quantité totale de billets nationaux en circulation, retirait des *greenbacks* pour chaque nouvelle émission de billets nationaux. Or, comme les banques nationales ont, de leur côté, diminué la quantité de billets qu'elles émettaient, il en a résulté une baisse de la masse monétaire (Unger 1964, 263-65). En effet, l'augmentation du recours aux comptes courants, ainsi que celle de la valeur des bons du Trésor que les banques nationales devaient acheter en contrepartie de leurs émissions de billets, ont poussées ces dernières à vendre les obligations qu'elles détenaient (264). À la suite de ces ventes, les banques ont pu retirer de la circulation \$ 20 000 000 de leurs billets. La diminution totale de la masse monétaire a été de \$ 13 000 000 jusqu'à l'été 1875. Cette somme équivaut à la moitié de la réémission de *greenbacks* par Richardson (265).

Le débat sur les *greenbacks* se poursuit même après la promulgation de la loi *Resumption Act*. Certains groupes tentent d'abroger la loi : il s'agit surtout des élus du Midwest, de la Pennsylvanie et du Sud (Unger 1964, 287, 299 ; Barreyre 2014b, 246). Par ailleurs, la création du *Greenbacks Party* en 1876 marque la continuation du débat sur les *greenbacks* (243)<sup>19</sup>. Débat qui se transforme en débat sur l'argent à partir de 1876 (Unger 1964, chap. 10 ; Barreyre 2014b, 246-48). Néanmoins, le retour à la convertibilité a été mis en

---

<sup>19</sup> Ce parti est une coalition des adeptes du maintien du système monétaire des *greenbacks* qui ne trouvent pas leur place ni dans le parti Démocrate ni dans le parti Républicain, il naît ainsi de l'incapacité de ces deux partis à offrir une réponse claire à la question monétaire.

œuvre suite à la loi *Resumption Act* marquant ainsi la victoire de l'approche de la monnaie forte, et la fin du débat sur les *greenbacks*. Une question demeure : comment ont-ils réussi à rétablir la convertibilité des *greenbacks* en or ? Nous le verrons dans les pages qui suivent.

### **Le retour à la convertibilité en 1879**

Même si la loi *Resumption Act* peut être vue par les historiens comme un simple compromis, son application n'en est pas un. La loi prévoyait de rétablir le système de paiement en espèces, ce qui a effectivement été le cas sous la présidence de Rutherford B. Hayes et sous le secrétariat au Trésor de John Sherman.

Néanmoins, la loi ne prévoyait pas de mécanisme pour rétablir les paiements en espèces. Sherman a choisi de mener une politique d'accumulation d'un stock d'or de \$ 133 000 000 (Dewey 1903, 375). Pour ce faire, il a vendu des bons du Trésor en échange d'or ; il a ainsi accumulé le revenu issue de cette vente. À l'issue de cette politique, une très faible prime sur l'or existait toujours au début du mois de décembre 1878. Pour Sherman, cela était dû à la spéculation ; pour y faire face, il décide d'injecter de l'or dans la circulation en prépayant les coupons des bons du Trésor dus en janvier 1879 (Unger 1964, 401). Suite à cette opération, la prime disparaît dès le 17 décembre et le retour à la convertibilité a lieu le 1<sup>er</sup> janvier 1879.

Les historiens expliquent la réussite du retour à la convertibilité par la politique de Sherman et les actes et discours des différents acteurs sociaux, comme les banquiers, les intellectuels et le Parti républicain (Unger 1964, 402-3). À l'inverse, si la littérature économique s'accorde pour considérer que la politique du secrétaire au Trésor a été bénéfique, elle juge qu'elle ne peut suffire pour expliquer le retour à la convertibilité. Les économistes mettent l'accent sur les causes économiques de la réussite du retour à la convertibilité. Parmi eux, certains proposent une explication en s'appuyant sur la théorie quantitative de la monnaie, d'autres mobilisent l'approche des anticipations rationnelles.



Selon la première approche, le retour à la convertibilité doit sa réussite à la croissance économique et à l'excédent de la balance des paiements. S'inscrivent dans cette tendance, les travaux de Dewey (1903), Graham (1922), Barrett (1931), Kindahl (1961), Friedman et Schwartz (1963), Officer (1981). Le retour à la convertibilité était synonyme d'une diminution du taux de change. Pour ces auteurs, le taux de change est défini comme le rapport entre les prix internes et les prix externes. Comme le reste du monde avait majoritairement adopté un système d'étalon-espèces, ces auteurs mesurent le taux de change par le prix de l'or en *greenbacks* (voir par ex. Kindahl 1961, 33). Pour que le retour à la convertibilité puisse se réaliser, le prix de l'or en *greenbacks* et le rapport entre les prix états-uniens et les prix externes devait diminuer. Cela pouvait se faire par une diminution de la masse monétaire. Or cette approche considère qu'il n'y a pas eu de diminution de l'offre de monnaie (contrairement à ce que nous avons indiqué précédemment). En effet, le 31 mai 1878, le Congrès vote une loi qui interdit le retrait supplémentaire des *greenbacks* de la circulation tout en permettant la réémission des *greenbacks* qui arrivent au Trésor. Le montant en fut gelé à \$ 346 681 000 (Dewey 1903, 377-78). Ne pouvant pas expliquer l'appréciation du taux de change par une diminution de la masse monétaire, cette approche l'explique par la croissance économique des États-Unis (Friedman et Schwartz 1963, 81 ; Timberlake 1978, 89). Concomitante à la croissance économique a été l'amélioration de la position des États-Unis dans le commerce international. Une balance commerciale excédentaire a instauré une balance de paiements excédentaire qui, à son tour, a occasionné un afflux d'or. Ce dernier, en augmentant l'offre de l'or, a contribué à la diminution du prix de l'or en *greenbacks*. Cette déflation et l'appréciation du taux de change qu'elle signifie ont de nouveau amélioré la balance commerciale des États-Unis, renforçant en même temps leur capacité d'attirer de l'or et de maintenir les paiements en espèces (Dewey 1903, 377).



Cette première explication a été remise en cause par la littérature qui a adopté une approche en termes d'anticipations rationnelles. Cette seconde approche est surtout développée par Calomiris (1988, 1992), Smith et Smith (1997), et Meulemann *et al.* (2013)<sup>20</sup>. À la différence des auteurs précédents, s'inscrivant dans un cadre monétariste, ici ce sont les anticipations rationnelles des agents relatifs à la possibilité du retour à la convertibilité, et non la demande réelle de la monnaie, qui sont mobilisés pour expliquer le retour à la convertibilité. Cette approche considère que le niveau des prix et le taux de change aujourd'hui (en  $t$ ) sont déterminés par les anticipations relatives à la probabilité d'un retour à la convertibilité dans l'avenir (en  $t + n$ ), ce qui à son tour contribue à réaliser le retour à la convertibilité. Pour Calomiris, les anticipations du retour à la convertibilité sont liées à la politique fiscale du gouvernement, par exemple à la forme que peut prendre le remboursement des bons du Trésor. Si par exemple le gouvernement annonce le remboursement de ses bons en or, comme cela a été le cas en 1869, la probabilité d'un retour à la convertibilité dans l'avenir augmente (Calomiris 1988, 212). Les anticipations iront dans ce sens et se formeront des anticipations relatives à l'offre de monnaie et au niveau des prix dans l'avenir (en  $t + n$ ). Ces anticipations déterminent la demande de monnaie d'aujourd'hui ( $t$ ), qui, à son tour, influence la valeur de la monnaie aujourd'hui ( $t$ ). Cela a contribué à restaurer les paiements en espèces.

Les travaux des économistes sont sans aucun doute utiles pour comprendre les déterminants économiques du retour à la convertibilité, ainsi que pour évaluer la pertinence des arguments des auteurs que cette thèse

---

<sup>20</sup> Ces auteurs se placent eux-mêmes dans la continuité des travaux de Mitchell (1903, 1908), et de Studenski et Krooss (1963). Il nous semble que leur lecture des travaux de Mitchell en tant que théoricien des anticipations rationnelles peut être questionnée. Certes, Mitchell considère que la détermination du niveau des prix est corrélée avec les nouvelles du front, telles que les issues des batailles ou les rapports du secrétaire au Trésor, et que ces nouvelles déterminent les anticipations formées par les agents quant à la capacité du gouvernement à rembourser ses émissions. Il nous semble cependant que le contenu théorique et les mécanismes économiques associés à ces anticipations ne sont pas les mêmes que celles présentes dans l'approche des anticipations rationnelles.

étudie. Il ne tiennent cependant pas compte des aspects institutionnels et politiques du débat sur les *greenbacks*, qui pourtant, nous semble-t-il, aident à mieux comprendre la contribution de ces mêmes auteurs. Afin d'aller plus loin dans la compréhension du contexte dans lequel le débat sur les *greenbacks* se déroule, nous allons maintenant nous pencher sur la manière dont ce débat transpose des questions politiques plus larges, telles que la relation entre différentes régions des États-Unis, ainsi que leur position dans l'économie mondiale.

### **1.3. Les enjeux de la politique monétaire pendant le période de la Reconstruction**

La position dans le débat sur les *greenbacks* qu'adoptent les auteurs sur lesquels se penche cette thèse n'est pas seulement liée aux effets immédiats de ces décisions législatives, mais aussi à la manière dont ces dernières influencent les rapports économiques et politiques entre les régions des États-Unis. La quantité de la masse monétaire en circulation, le taux d'intérêt, la forme que prendra le remboursement des bons du Trésor et le niveau du taux de change n'ont pas les mêmes effets pour chaque secteur économique et *de facto* pour chaque groupe social. Dans la géographie des États-Unis, les secteurs économiques sont distribués de manière inégale sur le territoire : certains secteurs se concentrent dans certaines régions, d'autres sont plus développés ailleurs. De cette différenciation naît ce qui est appelé le « sectionnalisme ». Du fait de la géographie économique des États-Unis, la politique monétaire et tarifaire influence différemment chaque section : ce sont les enjeux sectionnels de la politique monétaire. Les comprendre est nécessaire pour faire l'histoire de la pensée économique de la question des *greenbacks*. Cela nous permettra de savoir à quelles questions les participants ont dû répondre, comment leurs réponses ont façonné leur pensée monétaire et comment elles ont permis, à leur tour, de reformuler les questions de ce débat.

### **La définition du sectionnalisme**

Qu'est-ce au juste que le sectionnalisme ? C'est une catégorie analytique qui permet de découper le territoire états-unien en sections relativement homogènes qui s'opposent entre elles (Bensel 1984, 4). On y distingue trois sections, le Sud, le Nord-Est et le Midwest<sup>21</sup>, découpées de la manière représentée sur la carte 1. L'opposition entre ces sections est surtout de nature économique. Elles s'opposent pour déterminer « l'économie politique nationale » afin de préserver leurs intérêts économiques immédiats, ainsi que pour « préserver les institutions sociales et politiques qui maintiennent leur économie régionale » (4).

Les intérêts économiques immédiats de chaque section dépendent du niveau de la protection tarifaire, de la structure du système bancaire, financier et monétaire. Ces questions sont soumises au débat public dans des pamphlets, dans la presse, dans les rapports des institutions fédérales, et les décisions prises à la Chambre des représentants et au Sénat. Dans ces deux organes du Congrès, si les oppositions sont organisées autour des partis politiques, les votes revêtent un caractère sectionnel (Barreyre 2014b, 50-52). Avant la guerre de Sécession, le Nord tente d'influencer l'économie politique nationale en revendiquant l'abolition de l'esclavage et le financement de son développement économique par le gouvernement fédéral (Bensel 1990, 69). La lutte sectionnelle se poursuit dans l'après-guerre via les débats sur le système monétaire et tarifaire, comme nous le verrons à la section suivante.

Ces débats font ressortir la question du maintien du caractère de l'économie régionale par des institutions sociales et politiques. Pour donner un exemple frappant, nous pouvons remonter à la période d'avant-guerre et au débat sur le maintien d'un système de travail esclavagiste ou le passage à un système de travail libre. Un autre exemple, cette fois dans la période de l'après-

---

<sup>21</sup> On désigne aujourd'hui par « Midwest » ce qui au milieu du XIX<sup>e</sup> siècle était désigné par « Ouest » (Barreyre 2014b, 15-16, 29-30).

guerre, est celui de la mise en place et du maintien et renforcement des droits civiques accordés aux nouveaux affranchis.

Nous pouvons comprendre le sectionnalisme comme un produit historique construit « dans la première moitié du XIX<sup>e</sup> siècle jusqu'à devenir une évidence politique au moment de la Reconstruction » (Barreyre 2014b, 53). Le sectionnalisme, tel qu'il s'exprime dans la décennie qui précède la guerre de Sécession, est une opposition entre les États et les territoires où l'esclavage était permis et ceux où l'esclavage était interdit. Ainsi, dans cette distinction sectionnelle, l'esclavage constitue une question centrale : l'économie sudiste était basée sur un système de plantations basé sur l'esclavage, alors que le Nord avait un système de production capitaliste fondé sur le travail libre. La différence de système de production entre le Nord et le Sud a été à l'origine de différences économiques se traduisant par une dépendance économique du Sud vis-à-vis du Nord. Plus précisément, le Sud était spécialisé dans la production du coton qui représentait « trois quarts de la production mondiale [... et] les trois cinquièmes de toutes les exportations états-uniennes » (McPherson 1988, 39, notre traduction)<sup>22</sup>. Cette spécialisation du Sud avait pour conséquence la nécessité de vendre sa production pour pouvoir acheter des produits manufacturés : 95 % de la production cotonnière du Sud était soit envoyée au Nord pour être transformée, soit exportée et « deux-tiers de ses vêtements et autres produits manufacturés [étaient importés] du Nord ou de l'étranger » (McPherson 1991, 104). Le Nord, de son côté, était beaucoup plus industrialisé que le Sud. En guise d'exemple, « la ville de Lowell, dans le Massachusetts, faisait fonctionner davantage de fuseaux que les onze États confédérés réunis » (107-8). La dépendance de l'économie sudiste était d'autant plus forte que « les banques, les firmes commerciales, les agents, les courtiers et les compagnies maritimes du Nord continuaient à monopoliser le

---

<sup>22</sup> Nous avons traduit nous mêmes car il y a un erreur dans la traduction française : le traducteur parle de « trois cinquièmes de la production mondiale » au lieu de « trois quarts ».

transport des marchandises du Sud » (108)<sup>23</sup>.

À ces différences économiques entre le Nord et le Sud, s'ajoutaient des différences politiques. Jusqu'aux années 1850, la scène politique était composée du Parti démocrate et du parti Whig ; il s'agissait, en d'autres termes, d'un système à deux partis (*two-party system*). En règle générale, le Parti démocrate défendait une politique de libre-échange et s'opposait à la centralisation du système bancaire, tandis que le parti Whig défendait une politique protectionniste, la création d'une banque nationale et une politique de subventions fédérales pour le développement économique. Pendant les années 1850, l'opposition entre le Sud et le Nord a pris une telle ampleur que les partis politiques ont cédé leur place à des coalitions géographiques. Ces coalitions ont fait éclater le système à deux partis. D'un côté, le Sud préférait une politique de libre-échange afin d'avoir accès à des produits manufacturés moins chers, mais aussi pour ne pas subir le coût élevé du développement économique et des salaires du Nord (McPherson 1988, 193). De l'autre, le Nord demandait des droits de douane protectionnistes afin de favoriser le développement de son industrie et plus généralement du capitalisme émergent. Le Sud avec l'aide des Démocrates du Nord a réussi à maintenir un système de faibles droits de douane de 1846 à 1860 (Schoen 2015, 206). Nous observons que ces coalitions ne sont plus une affaire de partis mais des regroupements sectionnels. Néanmoins, au-delà des questions de politique économique nationale, ce qui a opposé le Nord et le Sud était surtout la différence entre un système de production esclavagiste et un système de travail libre. L'opposition entre le Sud et le Nord a débouché sur la guerre de Sécession<sup>24</sup>.

---

<sup>23</sup> La manière dont nous avons présenté la relation entre l'économie du Sud et celle du Nord a été critiquée par le courant de la Nouvelle Histoire du capitalisme. Selon cette approche, les économies du Nord et du Sud avaient beaucoup plus de liens entre elles, voir Johnson (2013), Baptist (2014) et Beckert (2014). Entrer dans ce débat dépasse largement le cadre de cette thèse ; c'est la raison pour laquelle la présentation des différences entre le Nord et le Sud qui est donnée ici suit surtout la synthèse faite par McPherson (1988).

<sup>24</sup> Les causes et la nature de la guerre de Sécession ont fait l'objet d'un important débat historiographique. Charles Beard et Mary Beard (1921) ont considéré que le conflit était surtout dû aux différences économiques entre un Nord capitaliste et un Sud agricole. Cette

La guerre de Sécession est une guerre sectionnelle et révèle l'opposition extrême entre le Nord et le Sud. À la fin de la guerre, l'Union est rétablie mais « le sectionnalisme, toutefois, reste un problème politique majeur » (Barreyre 2014b, 53). Étant donné l'exclusion du Sud du Congrès, le sectionnalisme se manifeste surtout entre le Midwest et le Nord-Est car les représentants de ces sections siègent au Congrès. Le Midwest émerge comme une section qui s'identifie aux intérêts agricoles : il est perçu comme une « région agricole, agrarienne, grenier à blé du pays et du monde » (31). Cela « procède d'une réalité concrète : l'Illinois, l'Iowa, et le Missouri fournissent à eux seuls les deux tiers des céréales américaines. Au milieu des années 1870, le Midwest produit deux fois et demie ce qu'il consomme en blé ; le Nord-Est seulement la moitié » (115). La contradiction entre le Midwest et le Nord-Est est d'autant plus remarquable que le Midwest est une section à la fois peu industrialisée et dont le système bancaire est relativement peu développé. Au contraire, le Nord-Est est la section la plus industrialisée. L'industrie lourde se développe en Pennsylvanie et l'industrie textile (surtout cotonnière) est déjà développée dans la Nouvelle-Angleterre (82). De surcroît, le port de New York est le plus grand port des États-Unis : « New York voit passer en moyenne sur ses quais entre 1868/9 et 1899/1900 les deux tiers des importations et un peu moins de la moitié des exportations des États-Unis » (Hacker 1940, 254)<sup>25</sup>. Cela signifie que les marchands d'import-export ainsi que les banquiers sont majoritairement situés dans le Nord-Est. C'est en partie pour cette raison que

---

approche exclut de son analyse toute explication liée à l'esclavage. L'historiographie révisionniste qui naît dans les années 1960 souligne au contraire la place centrale de l'esclavage et oppose le Nord capitaliste au Sud esclavagiste (voir par exemple Foner 1988). D'autres travaux récents insistent sur les différences économiques structurelles entre le Nord et le Sud (voir Ransom 1989 ; Thorton et Ekelund 2004 ; Egnal 2009 ; Ashworth 2012). Malgré d'importantes différences, toutes ces interprétations prennent en compte les disparités dans les structures économiques du Nord et du Sud et considèrent qu'elles étaient si fortes que la guerre était inévitable. Le lecteur intéressé par ce débat peut se référer à l'article de Schoen (2015) qui présente brièvement le débat historiographique sur les causes de la guerre de Sécession et propose sa propre interprétation, selon laquelle le déclenchement de la guerre est dû aux contraintes de liquidité auxquelles font face le Nord et le Sud.

<sup>25</sup> Sur le port de New York et le commerce international américain voir aussi Heffer (1985).

les intérêts du Nord-Est sont identifiés au commerce international, à la finance et aussi à l'industrie développée. Quant au Sud, à la fin de la guerre, il est dans une situation économique et politique compliquée : il est dépourvu de ses droits politiques jusqu'à 1870 et son économie est dévastée<sup>26</sup>.

Telles sont la définition, l'histoire et la cartographie du sectionnalisme états-unien des années 1850-1870. Mais avant de voir comment le sectionnalisme est mobilisé dans les débats monétaires et tarifaires de la Reconstruction, un avertissement s'impose. Le sectionnalisme est une catégorie de pensée, une catégorie analytique, qui nous semble incontournable pour la compréhension de l'histoire de la pensée économique de la période de la Reconstruction. En revanche, cela ne signifie pas que la géographie soit aussi schématique que nous l'avons présentée. L'agriculture n'est pas le monopole du Midwest, ni l'industrie le monopole du Nord-Est. Les activités économiques du Nord-Est et du Midwest sont diversifiées. Ron (2015, 264) a montré l'importance de l'agriculture dans le Nord-Est : « juste avant la guerre de Sécession les deux tiers du Nord-Est sont toujours ruraux ». Par ailleurs, des différences existent au sein des sections : la Pennsylvanie est spécialisée dans l'industrie lourde, mais il s'agit d'une industrie naissante comparée à celle de la Nouvelle-Angleterre (Barreyre 2014b, 106).

Au-delà de ces nuances, adopter une lecture sectionnelle des débats sur les *greenbacks* nous semble pertinent. Premièrement, les mêmes types d'activité économique peuvent avoir des intérêts économiques différents selon la section. En guise d'exemple, être banquier à New York et dans le Midwest n'est pas la même chose : même si l'ensemble du système bancaire pouvait profiter d'une éventuelle appréciation de la valeur des *greenbacks*, les différences structurelles entre le système bancaire du Midwest et celui du Nord-Est

---

<sup>26</sup> Après-guerre, l'économie sudiste doit passer d'une économie de plantation à une économie basée sur le salariat. De surcroît, la monnaie que la Confédération a émise pendant la guerre, les *greybacks*, n'a plus aucune valeur, et le Sud ne se voit accorder ni des *greenbacks* ni le droit d'établir des banques nationales. Il fait ainsi face à une criante pénurie monétaire, pénurie qui empêche le retour à la convertibilité, comme l'explique Anderson (1943).

expliquent que les banquiers des deux sections aient eu des intérêts économiques opposés (Unger 1964, 158-62 ; Sharkey [1959] 1967, 267-71)<sup>27</sup>. Deuxièmement, quand il s'agit de la représentation au niveau fédéral, les sections deviennent porteuses de certains intérêts économiques – et pas de tous les intérêts économiques présents dans leur territoire. Les décisions législatives sont prises dans les deux organes du Congrès, où chaque élu défend les intérêts de son État ; à ce niveau, les différences éventuelles d'intérêts économiques au sein même des sections sont gommées et les élus viennent à défendre les intérêts dominants de leur section (Barreyre 2014b, 86, 89-92). En conséquence, chaque section a été identifiée à certains intérêts économiques, ceci étant dû à la dominance en son sein des secteurs correspondants.

Parler de sectionnalisme est d'autant plus pertinent que les auteurs que cette thèse étudie adoptent eux-mêmes une lecture sectionnelle du débat monétaire de la Reconstruction. Carey perçoit le biais sectionnel, mais son analyse se distingue non seulement de celle des historiens, mais aussi de celle de certains de ses contemporains. Carey ajoute dans son analyse une quatrième section, celle du Centre, et oppose les intérêts de toutes les sections avec celle du Nord-Est, comme nous le verrons dans le chapitre 2. McCulloch, lui aussi reconnaît l'existence du sectionnalisme, et surtout l'opposition entre les états de l'intérieur, et ceux de la côte. D'autres auteurs, comme Sherman et Newcomb, ne mobilisent pas explicitement cette notion et se focalisent largement sur la relation entre les activités financières et les activités productives. Toutefois, la référence à cette opposition semble renvoyer au moins partiellement au sectionnalisme. L'aspect sectionnel est à retrouver dans le fait que le Midwest est identifié à l'agriculture et la Pennsylvanie à l'industrie naissante, donc au capital productif. Quant à la Nouvelle-Angleterre, avec une industrie et un

---

<sup>27</sup> Nous précisons ces différences dans la section suivante.



système bancaire développés, elle penche plutôt du côté du capital financier<sup>28</sup>. Tous ces aspects prennent une importance en raison de leur mobilisation dans le débat sur les *greenbacks*.

### **La forme spatiale du débat sur les *greenbacks***

Nous avons jusqu'ici présenté la définition ainsi que l'évolution et l'historicité du sectionnalisme, sans pour autant présenter en détail l'aspect sectionnel du débat sur les *greenbacks*. Or il est important de le faire car les auteurs que nous étudions débattent aussi de ces aspects. C'est pourquoi il nous faut maintenant préciser l'aspect sectionnel du débat sur les *greenbacks*<sup>29</sup>.

Les politiques monétaires de la Reconstruction ont des effets sectionnels : les décisions peuvent avantager ou désavantager les secteurs économiques de chaque section, influençant ainsi leur dynamique de développement économique. En d'autres termes, ces politiques agissent sur l'économie de chaque section, à travers les mesures qu'elles adoptent, les objectifs qui les guident (industrialisation ou spécialisation à l'agriculture) et la manière dont elles envisagent la place des États-Unis dans l'économie mondiale (indépendance nationale ou intégration internationale)<sup>30</sup>.

Pour bien illustrer l'importance du sectionnalisme, nous nous pencherons sur une loi que nous avons évoquée, la *Contraction Act*<sup>31</sup>. Les effets sectionnels de la politique monétaire traduits dans cette décision législative ont fait l'objet

---

<sup>28</sup> En ce qui concerne le rôle du capital financier de Boston dans la transformation de l'économie américaine, et plus particulièrement leurs investissements au Midwest, le lecteur intéressé peut se référer à Maggor (2017).

<sup>29</sup> L'évolution, l'historicité et les enjeux du sectionnalisme ont été démontrés par les historiens. La contribution la plus récente est celle de Barreyre (2014a, 2014b) qui montre comment la notion de section est mobilisée dans les débats et nous permet de comprendre en quoi les décisions législatives relatives aux *greenbacks* ne sont pas seulement le fruit d'une rationalité économique, mais de multiples compromis politiques aux couleurs sectionnelles. Une analyse en termes sectionnels du débat sur les *greenbacks* est présente dans d'autres travaux, même si elle y occupe une place moins centrale : c'est le cas des travaux d'Unger (1959, 1964), de Sharkey ([1959] 1967) et de Nugent (1967).

<sup>30</sup> La définition de l'indépendance nationale est donnée au chap. 2, celle de l'intégration internationale au chap. 3.

<sup>31</sup> Nous nous focalisons ici sur la loi *Contraction Act* en guise d'illustration. Nous verrons par la suite que toutes les politiques monétaires de monnaie forte ou de monnaie faible donnent lieu à des débats ayant le même aspect sectionnel.

d'une controverse au Congrès ayant abouti au vote de la suspension de cette politique (voir pp. 52-53 de ce chapitre). Dans ce débat la question portait sur l'effet de cette politique sur la liquidité, le niveau des prix et du taux d'intérêt, le niveau et la variabilité du taux de change et l'activité économique. Nous analysons ci-dessous comment chaque effet éventuel de la politique monétaire sur ces facteurs pouvait affecter l'un ou l'autre des sections.

La loi sur la contraction (*Contraction Act*) visait à diminuer la quantité de *greenbacks* en circulation. Cela n'a *a priori* rien de sectionnel, mais l'effet direct que cette politique a eu sur la distribution de la masse monétaire a « sectionnalisé » la question monétaire. Cet effet concerne à la fois les *greenbacks* et les billets nationaux. En effet, le Midwest et le Sud font face à une pénurie monétaire. Le Midwest a une moindre circulation de billets nationaux que le Nord-Est (Bensel 1990, 269-74, 289)<sup>32</sup>. Plus précisément :

Les États du Maryland à New York bénéficient de quatorze à vingt dollars de billets de banque nationale par habitant, en moyenne, et le Connecticut, Rhode Island et Massachusetts concentrent de quarante-deux à soixante-dix sept dollars par tête. En revanche, plus on rentre dans l'intérieur, plus cet instrument monétaire se fait rare : autour de huit dollars en Ohio, Indiana et Minnesota, mais cinq en Iowa et trois dans le Missouri. Le Sud, quant à lui, n'a quasiment aucune banque nationale. (Barreyre 2014b, 86-87)

Malheureusement, des statistiques agrégées de cet ordre n'existent pas pour la distribution des *greenbacks*. Dans tous les cas, les États du Sud et du Midwest sont souvent confrontés à un manque de moyens de paiement.

Cette pénurie monétaire est renforcée par la structure du système bancaire et par le système des réserves du *National Banking System* (NBS) qui induisent une concentration de l'épargne du Midwest dans le Nord-Est et surtout dans les banques new-yorkaises (Redlich 1951, 117-21 ; Bensel 1990,

---

<sup>32</sup> Pour une illustration, voir carte 1.

265 ; Le Maux 2012 ; Barreyre 2014b, 87). Le système de réserves du NBS permet aux banques rurales et urbaines de déposer leurs réserves dans les banques des grandes villes de réserve (cf. 1.1.). Pour les banquiers du Midwest, il était profitable de placer leurs réserves dans les villes du Nord-Est à la fois parce que la place financière de la ville de New York était la plus importante du pays, et parce que les banques newyorkaises étaient prêtes à payer un taux d'intérêt aux banques rurales et urbaines (Myers 1931, 103-107 ; Bensel 1990, 265n56). Ainsi, les banques du Midwest déposaient-elles leurs réserves sur la place de New York en dehors des périodes de semence et de récolte et les retiraient massivement pendant ces dernières. Il en résultait de fréquentes pénuries monétaires couplées à des crises de liquidité récurrentes.

Ces pénuries étaient d'autant plus importantes dans le Midwest et dans le Sud que ces régions utilisaient d'avantage de billets comme moyen de paiement : comme le souligne Barreyre (2014b, 87), « seulement 5 % des transactions à New York se font en monnaie (espèces, *greenbacks*) ou billets ; dans les comtés ruraux, ce taux dépasse 50 % »<sup>33</sup>. Cette dépendance s'expliquait notamment par leur système bancaire peu développé, qui ne leur permettait pas de recourir à d'autres moyens de paiement, par exemple les chèques (Anderson 1943 ; Redlich 1951, 117-21).

Dans un tel contexte de pénurie et d'inégale répartition monétaires, la politique monétaire de McCulloch a eu pour effet d'amplifier ces phénomènes. Pour certains, comme Carey, le retrait des *greenbacks* de la circulation a rendu plus importante encore la pénurie de *greenbacks* dans les régions où elle existait déjà. Les effets de cette politique ne s'arrêtaient pas là. Une diminution des *greenbacks* en circulation pouvait affecter la quantité des billets nationaux. Certes, les *greenbacks* et les billets nationaux étaient censés s'échanger à la parité, mais seuls les *greenbacks* comptaient comme réserves des banques nationales : quand un client d'une banque nationale déposait des *greenbacks*, cela augmentait les réserves de la banque, mais s'il déposait des billets de

---

<sup>33</sup> Ces chiffres se réfèrent à l'année 1874, seule année pour laquelle nous avons des données.

banques nationales cela diminuait le niveau de ses réserves (Bensel 1990, 263-64). Or tant que le plafond d'émission des billets nationaux n'était pas atteint, les banques ne pouvaient émettre de nouveaux billets qu'en proportion de la quantité des *greenbacks* détenue en réserve, de sorte qu'en cas de diminution de la quantité de *greenbacks* disponibles, les banques se trouvaient dans l'impossibilité d'émettre de nouveaux billets<sup>34</sup>. Non seulement l'assèchement des liquidités dû à une diminution de la quantité des *greenbacks* en circulation ne pouvait être contrebalancé par une nouvelle émission de billets de banque, mais la diminution de la quantité de *greenbacks* en circulation pouvait diminuer la quantité de billets nationaux. C'est pour ces raisons qu'une contraction de la masse monétaire, telle qu'elle avait été prévue par la loi *Contraction Act*, a été perçue comme une politique ayant privé le Midwest et le Sud des liquidités nécessaires.

De surcroît, cette répartition inégale de la masse monétaire pouvait, à son tour, avoir un effet indirect sur le taux d'intérêt. Ceux pour qui le taux d'intérêt est déterminé par le rapport entre l'offre et la demande de monnaie, affirmaient qu'une diminution de la masse monétaire, à demande de monnaie constante, provoquait une augmentation du taux d'intérêt<sup>35</sup>. Étant donné que la demande de monnaie dans le Midwest et le Sud était déjà supérieure à l'offre, ces sections risquaient alors de voir leur taux d'intérêt s'accroître davantage : de fait, indique Barreyre (2014b, 87), « les taux d'intérêt sur le crédit bancaire (...) oscillent, pendant toute la période, entre 10 % et 12 % dans la plupart des États du Midwest, alors qu'à New York ils avoisinent 6-7 % ».

Ces taux d'intérêt élevés « pratiqués par les banques en milieu rural », ainsi que « le manque récurrent d'instruments monétaires à la saison des récoltes » ont été néfastes pour les fermiers (Barreyre 2014b, 85). Plus généralement, les taux d'intérêt élevés rendaient l'accès du Midwest et du Sud

---

<sup>34</sup> Cette émission était impossible dès lors où le plafond d'émission était atteint.

<sup>35</sup> C'était précisément la position de Carey, comme nous le verrons dans le chapitre 2.

au crédit difficile (Bensel 1990, 390). Si nous considérons l'accès au crédit comme une condition nécessaire pour le développement économique de ces sections, alors il est clair que cette politique monétaire remettait en cause la capacité de ces sections à se développer<sup>36</sup>.

Parmi les effets de la politique menée dans le cadre de la loi sur la contraction, il faut signaler la déflation : l'objectif de cette politique était en effet de diminuer la quantité des *greenbacks* en circulation ; elle était donc perçue comme une politique déflationniste. De fait, les prix ont diminué de 10 % en moyenne pendant l'année 1867 (Sharkey [1959] 1967, 85), mais pas de manière homogène. Le secteur industriel a fortement subi l'effet déflationniste, tandis que « les salaires continuent à monter, notamment sous la pression des travailleurs » et que le secteur agricole n'a pas été impacté jusqu'en 1868 (Barreyre 2014b, 81, 85).

Il ne faut pas oublier que l'effet premier recherché dans la politique de contraction était la diminution du prix de l'or en *greenbacks*, autrement dit l'appréciation du taux de change afin de revenir à la convertibilité. Les conséquences de cette appréciation ont été l'objet de plusieurs débats. Certains, comme Carey, considéraient qu'une appréciation du taux de change serait néfaste à l'industrialisation des États-Unis. Selon leur conception du taux de change, la prime de l'or, synonyme d'un taux de change déprécié, opérerait comme une politique protectionniste en rendant les importations plus chères. Une monnaie dépréciée augmenterait ainsi la compétitivité des produits américains dans le marché interne ; et ce faisant, elle favoriserait l'industrialisation du pays. À l'opposé, d'autres, comme McCulloch et Sherman, considéraient que l'appréciation du taux de change rendrait les produits états-uniens moins chers à l'étranger et augmenterait ainsi leur

---

<sup>36</sup> Bensel (1990, 274) est de l'avis inverse. Il considère que la centralisation du système bancaire et de la liquidité à New York a « facilité la mobilisation du capital nécessaire à l'industrialisation rapide du pays ». Sylla (1969) est du même avis, il estime que malgré le fait que le système des banques nationales a augmenté le niveau du taux d'intérêt en milieu rural, il a aussi permis une allocation efficiente des fonds prêtables. Sur le manque d'élasticité du système de banques nationales voir Selgin and White (1994).

compétitivité-prix<sup>37</sup>. C'est alors une appréciation du taux de change qui serait favorable à l'industrialisation des États-Unis, ou au moins elle ne lui serait pas défavorable.

Quoi qu'il en soit, le débat sur le taux de change et ses effets sur l'industrialisation ont un aspect sectionnel. Le Midwest, certains États du Nord-Est comme la Pennsylvanie et même le Sud aspiraient à développer leurs secteurs industriels à l'image de ce que le Nord-Est avait déjà fait (Barreyre 2014b, 89 ; Palen 2016, 71). Cette industrialisation risquait d'être pénalisée par une politique d'appréciation du taux de change, sans pour autant pénaliser les industries déjà développées qui bénéficiaient d'une compétitivité hors-prix.

Par ailleurs, l'objectif majeur de la politique de McCulloch et de l'appréciation du taux de change était la restauration des paiements en espèces, c'est-à-dire un régime de taux de change stable, voire fixe. Le système de *greenbacks* avec un taux de change flexible nuisait aux marchands d'import-export car cela ne leur permettait pas d'anticiper les prix futurs de leurs produits. Les activités d'importation-exportation étaient concentrées près du port de New York. Ce secteur ainsi que cette section avaient intérêt à retourner à un système monétaire avec un régime de taux de change fixe. Les marchands de Midwest dont l'activité se focalisait sur le commerce interne étaient moins affectés par les variations du prix de l'or (Barreyre 2014b, 78)<sup>38</sup>. Par conséquent, ils étaient moins préoccupés par la restauration des paiements en espèces, tout en s'inquiétant de la stabilité de l'économie interne, menacée par la politique de déflation.

C'est par le jeu des intérêts économiques et des effets économiques de la politique monétaire que la question monétaire commence à avoir un effet

---

<sup>37</sup> Nous verrons ces différentes conceptions du taux de change dans le chap. 2 et chap. 3.

<sup>38</sup> Frieden (1997) analyse l'effet du taux de change à l'évolution des prix relatifs des biens échangeables et non-échangeables et conclut que les adeptes de la monnaie faible seraient plutôt des producteurs des bien échangeables qui utilisaient le taux de change comme une forme de protection, alors que l'approche de la monnaie forte était constituée par des acteurs économiques préoccupés par la stabilité du taux de change.

sectionnel<sup>39</sup>. La politique monétaire a eu pour conséquence que « les financiers, les marchands et une minorité d'industriels [a] form[é] la coalition des *hard-money* [monnaie forte], alors que la plupart des industriels, des ouvriers et des fermiers se [sont] retrouv[és] dans le groupe, plus hétérogène, des *soft-money* [monnaie faible] » (Barreyre 2014b, 75). D'un côté, les financiers, les marchands et les industriels du Nord-Est se trouvent avantagés par une politique monétaire de retour à la convertibilité et moins menacés par ses effets négatifs concernant la distribution de la masse monétaire et la déflation. De l'autre, les industriels d'une industrie naissante, les ouvriers et les fermiers préfèrent une politique de monnaie faible et la suspension de la politique de McCulloch<sup>40</sup>. Étant donné que les intérêts des financiers et des marchands sont identifiés au Nord-Est et ceux des fermiers dans le Midwest, cela explique la sectionnalisation de la question monétaire.

En effet, la question monétaire ne devient clairement sectionnelle qu'à partir du débat sur la suspension de la politique du retrait des *greenbacks* de la circulation, même si les germes du sectionnalisme existent avant 1867. Les élus du Midwest ont majoritairement voté en faveur de la suspension de la loi *Contraction Act*, alors que les élus du Nord-Est se sont moins opposés à la suspension de cette politique (Sharkey [1959] 1967, 111-13). À partir de 1867 et jusqu'au retour à la convertibilité, le Nord-Est s'identifie en tant que section à l'approche de la monnaie forte, alors que le Midwest s'identifie à celle de la monnaie faible. À partir de 1870, moment de son retour au Congrès, le Sud s'aligne à la position du Midwest en ce qui concerne la question monétaire. Le Sud, comme le Midwest, fait face à un manque de liquidités et à des taux d'intérêt élevés : « les banques locales ont, pour la plupart, sombré durant la

---

<sup>39</sup> Nous avons omis ici de nous référer au rôle que joue le jeu politique et la politique de reconstruction dans la sectionnalisation de la question monétaire car cela dépasse le cadre de cette thèse. Le lecteur intéressé peut consulter les travaux de Barreyre (2014a, 2014b) qui tracent l'importance du jeu politique dans cette sectionnalisation.

<sup>40</sup> En réalité, les fermiers ne commencent à prendre position dans le débat sur les *greenbacks* qu'à partir de 1873. Nous n'avons pas évoqué ici les intérêts des ouvriers car les auteurs sur lesquels se penche cette thèse ne les mentionnent pas. Le lecteur intéressé peut se référer à Unger (1964), Sharkey ([1959] 1967, chap. 5) et Barreyre (2014b, 82-84).

guerre, et les banques nationales créées par l'Union pendant le conflit n'existent que dans le Nord » (Barreyre 2014b, 178). De ce fait, on observe des crises de liquidité au moment des semences. Dans ce contexte, les élus du Sud demandent une augmentation de la circulation des *greenbacks* et « une redistribution géographique du capital bancaire afin d'irriguer leur section en billets de banque » (178). Peu importe le rattachement partisan des élus du Sud, tous sont d'accord sur ces points.

C'est de cette manière que la question monétaire devient un enjeu sectionnel. Nous avons présenté ici cette notion car faire abstraction de l'aspect géographique du débat sur les *greenbacks* empêcherait de comprendre la théorie, ou de saisir les arguments monétaires de nos auteurs et leur propositions des politiques monétaires ; autrement dit, la prise en compte des aspects sectionnels est nécessaire à la compréhension des enjeux du débat.

## **Conclusion**

Les débats théoriques sur les *greenbacks* sont des débats qui portent sur plusieurs questions, mais qui se résument finalement en une seule : celle du choix de l'étalon monétaire. Ce choix n'est pas vide d'enjeux politiques. Choisir de maintenir le système monétaire inconvertible ou retourner à la convertibilité nécessite de mettre en œuvre des politiques qui influencent le niveau des prix, des taux d'intérêt, la forme qui prend le remboursement de la dette ou même la distribution de la masse monétaire. Ces effets sont différents selon le secteur économique et la section considérés. Dans ce contexte, le débat théorique vient opposer différentes interprétations sur l'état de l'économie, sur la manière dont chaque politique monétaire peut influencer les différents secteurs de l'économie, sur les différentes sections, et sur l'économie états-unienne. Analyser les effets de chaque politique nécessite un cadre théorique, qui, à son tour, permet à prescrire la « bonne » politique économique. C'est à ce débat théorique que s'intéressent les pages qui suivent.



## Chapitre 2

### Henry C. Carey's Monetary Thought and American Industrialization in the Greenback Debate

The road toward perfect peace, perfect union, perfect freedom of trade, and perfect political independence, lies through the establishment of perfect industrial independence.

—Henry C. Carey, *Shall we have Peace? Peace Financial and Peace Political* (1869)

Henry C. Carey (1793-1879), an important figure in the mid-nineteenth-century U.S. monetary and tariff debates, is known for his promotion of protectionism, but his publications also offered economic arguments in favor of greenbacks and the silver movement, addressed to the policymakers of his day (Dorfman [1949] 1969, 6, 8, 18; Conkin 1980, 311). From 1864 to 1877 Carey participated in the greenback debate by publishing a series of letters to policy makers, articles in journals, and pamphlets. What was common in all those publications was Carey's wish to highlight that sectionalism and rebellion remained live issues even after the end of the Civil War. Carey stressed that post-war sectionalism was reinforced by the wrong economic policies – specifically the policies of free trade and of resumption of specie payments at pre-war parity, the very policies endorsed by the recipients of his

letters. Opposing those policies, Carey endorsed protectionism and the greenback monetary system, thinking that these could provide a solution to sectional stress via the promotion of industrialization.

The issues of both sectionalism and the greenback were at stake in the U.S. Civil War, as well as in the period of Reconstruction that followed (1865-1879), as previously explained in the general introduction. After the suspension of specie payments, and in order to finance the Civil War, the Secretary of the Treasury decided to print legal tender paper money, the greenback. In the end, the net quantity of greenbacks issued between 1862 and 1865 was \$431,500,000. Greenback issuance was followed by a high inflation rate and a doubling of the gold premium. The rise in the price of gold in greenbacks was crucial to the American economy, as both tariffs and imports had to be paid in specie. After the Civil War, a debate arose concerning the resumption of specie payments. Two main opposing approaches came to the fore: a greenback approach, and a specie approach that favored withdrawing greenbacks so as to achieve resumption of specie payments at prewar parity.

The greenback debate was a clear reflection of sectional stress, as shown in chapter 1. Sectionalism refers to the regional division between the North and the South – that is, between the states and territories where slavery was allowed and the ones where it was prohibited – a division that was violently manifested in the Civil War.<sup>66</sup> Although slavery ended with the war, other differences persisted and new ones emerged during Reconstruction, a period during which the financial and industrial sectors were concentrated in the Northeast, agricultural production was concentrated in the Midwest, and the South found its economy and power destroyed by the war. This resulted in a sectional opposition that was mirrored in the opposition between the different

---

<sup>66</sup> Sectionalism should not be understood as an axiom, but rather as a way to think about the differences between different states and territories and their competing political economies. This entails adopting a methodological approach that amplifies differences while understating the particular features of each section. Provided the limitations of this method are not forgotten, it appears as a useful framing device, especially as Carey himself used this classification. For more information about sectionalism, see chap. 1, section 1.3., pp. 65-79.

sections on the issues of the monetary and tariff system during the Reconstruction period.

Our interest to Carey's stance in the greenback debate fits in with renewed interest in the development of American economic thought in the 19<sup>th</sup> century and the importance therein of the Civil War and Reconstruction period (Rutherford 1998; Medema 2015; Persky 2015; Magness 2015). Carey's crucial role in the development of American economic thought has been demonstrated by recent studies: Palen (2016) has shown that Carey, as a Hamiltonian or Listian protectionist, contributed to the construction of an American school of thought. Schoen (2015) has also highlighted Carey's role as the main theoretical influence on Whig-Republican-protectionist thought in the immediate ante-bellum period. Huston (1983) highlighted Carey's interest on the fate of the wage earner. While these works contribute to our understanding of Carey's contribution to political economy of the U.S. in the mid-19<sup>th</sup>-century U.S. political economy, much less has been done to explore the details of Carey's economic theory. Notable exceptions are the works of Meardon (2005, 2011, 2015) on Carey's development model. Meardon (2011) has surveyed the interplay between Carey's development theory and reciprocity in trade policies; he (Meardon 2015) has also shown how, for Carey, protectionism could have helped preserve the Union. In addition, Ron (2015) has argued that not only was Carey a promoter of industrialism, but that he also highlighted the importance of agriculture by formulating the harmony of the two sectors' interests. In earlier times, Kaplan (1931) underlined the importance of industrialization in Carey's Greenbackism, and Smith (1951) highlighted that Carey perceived protectionism as a solution to sectionalism.

This chapter develops this line of research, by extending inquiry both in terms of period and of scope. The importance of sectionalism in Carey's thought has already been developed, but the existing studies focus on Carey's writings in the ante-bellum period (Smith 1951; Meardon 2015). What is

shown here is that even in the post-bellum period Carey continued to think about sectional disputes, albeit different ones, and proposed policies in order to address them, especially from a monetary point of view.<sup>67</sup> His policy prescriptions consisted of maintaining a greenback-based monetary system and strengthening the protective tariff,<sup>68</sup> both policies having been developed in the light of his development model.<sup>69</sup> In other words, Carey's development model is what underlies his greenback advocacy, an advocacy that remained rooted in the political causes of sectionalism, even after the Civil War.

In addition, the scope of the present chapter differs from that of previous work insofar as it focuses on the monetary aspect of Carey's thought, and proposes an understanding of his theory and policy propositions for the period 1865 to 1879.<sup>70</sup> It is well known that every issue with which Carey engaged (slavery, tariff policy, international copyright) was connected to his development model (Meardon 2005, 2011, 2015). What is new here is my proposal that those issues cannot be addressed without taking into consideration the monetary aspect of Carey's economic thought. To wit,

---

<sup>67</sup> Carey developed his monetary theory in order to offer a solution to the sectionalist issue. It could even be said that from the 1840s onward, Carey's main aim was to tackle the question of sectionalism. While we do not specifically seek to provide evidence that would settle the priority he placed upon it, it does hope to open new research question on the role of sectionalism in Carey's overall oeuvre.

<sup>68</sup> In the second half of the 1870s Carey's demand for an adequate supply of money was expressed as an endorsement of a bimetallic monetary system (Carey 1876). Nevertheless, as late as 1877 Carey (1877, 12) continued to endorse the maintenance of the greenback monetary standard.

<sup>69</sup> To somewhat simplify, Carey's development model is a stage-like development model in which diversification of economic activity leads to the association of all the productive interests; association and diversification induce a cumulative process of economic development.

<sup>70</sup> Only two previous works have focused on the monetary aspect of Carey's thought: Levermore (1890) and Dorfman ([1946] 1966, [1949] 1969). I agree with Levermore's (1890, 570-72) general insight on Carey's Greenbackism, but his work leaves aside aspects of Carey's monetary thought and avers that Carey was in favor of the National Banking System – which in fact he fiercely opposed (see, for example, Carey 1865, 139-47; 1868b, 12-18; 1869a, 45-48, 51; 1874, 12-13). Nevertheless, Levermore does offer a general overview of Carey's social system by taking into account his monetary thought. The second exception is the work of Dorfman ([1946] 1966, 802; [1949] 1969, 6-7), who briefly presents Carey's monetary thought but does not elaborate. I wish to thank Steven G. Medema for bringing the work of Levermore to my attention.

Carey's foreign-tariff-reducing policy for promoting exports (Meardon 2011) cannot be analyzed separately from the depreciated-currency policy presented here. Focusing on the greenback issue and the link between Carey's development theory and monetary thought offers a counterexample to the classical economic dichotomy between real and monetary economics. Thus, on both a historical and a theoretical level, the issues of money and real development are intimately linked.

This chapter analyzes how the monetary approach that Carey developed, which favored a greenback monetary standard, was designed to provide a solution to sectionalism. Carey took into careful consideration the regional division of the U.S. territory, and sought to show how the monetary and tariff policies of the Reconstruction period were affecting it (section 1). His solution to sectionalism was then rooted in his monetary analysis: Carey showed how money could promote his virtuous cycle of economic development (section 2). An adequate supply of money could have been the impetus for Carey's stage-like development model in which industrialism and agriculture march hand in hand. For Carey, economic development, and the industrialization it entailed, were a way to overcome sectional division (section 3). This association would make it possible to overcome sectionalism by linking the diverging interests of various economic sectors. It would also safeguard a lasting Union by establishing national independence on both a commercial and a financial level.

## **2.1. Carey, sectionalism, and the greenback debate**

Carey's contribution to the greenback debate cannot be understood without taking into account the sectional aspect of his writings. The term "sectionalism" is usually employed to refer to the opposition between the North and the South of the U.S. that culminated in the Civil War. One might think that that the war itself put an end to this sectionalism, but Carey's writings suggest differently. Throughout the Reconstruction period Carey

continued to reflect on the differences between states and territories. Slavery, the main cause of the war, had ended with the 13<sup>th</sup> Amendment, but other differences between the North and South persisted, Carey observed.<sup>71</sup> The differences that persisted and the new ones that emerged changed the configuration of sectionalism, however: in the Reconstruction period it was the Center, West, and South that were opposed to the Northeast. To better understand Carey's perception of sectionalism, we will trace its evolution from the ante-bellum to the post-bellum period, before presenting how sectionalism was related to the greenback debate.

### **From Carey's ante-bellum analysis of sectionalism to the post-bellum period**

Sectionalism in the ante-bellum period was centered around the question of slavery, as manifest in the question of Texas's and California's annexation: if slavery was legalized or permitted in the newly annexed states, the number of states where slavery was allowed would be larger than the ones where slavery was prohibited, thus strengthening the political power of the South. But slavery was only one aspect of the economic, political and cultural differences between North and South. From an economic point of view, the southern economy was mainly based on an agricultural plantation system, whereas the North was an industrialized, capitalism-oriented economy.<sup>72</sup> Those economic differences were also reflected at a political level: during the 1850s the rise of sectional stress marked the end of the two-party system, and political coalitions began to be organized geographically rather than around political

---

<sup>71</sup> Carey was not the only one to think that sectionalism persisted after the Civil War; Bensel (1984, 1990) wrote about the persistence of sectionalism throughout the 19<sup>th</sup> and 20<sup>th</sup> century.

<sup>72</sup> For an analysis of the structural economic differences between the North and South, and the relation between capitalism and slavery, see for example Johnson (2013), Baptist (2014), and Beckert (2014). While this literature is clearly relevant to some of the themes that Carey himself engaged with, this debate goes beyond the scope of this chapter; the interested reader can refer to the previously cited authors, as well as the criticism addressed against their argument by Olmstead and Rhode (2018).

parties.<sup>73</sup> The North favored the Republican agenda of tariffs, a national banking system, and government-subsidized internal economic developments; the South favored the Democratic Party's free-trade and anti-bank political agenda.<sup>74</sup>

Carey located sectionalism in the political, economic, and cultural differences between the North and South, theorizing the ante-bellum sectional division through his "zone theory" (Meardon 2015). Carey's categorization was based on climatic and natural resource differences that resulted in economic and cultural differences. He proposed to think of the U.S. territory as being organized around four zones: the North, the Central North, the Central South, and the South. Those zones were delimited by a climatic factor: they were parallel isothermal zones. The isothermal delimitation of those zones, he claimed, entailed a relatively coherent population distribution, because people prefer to migrate to places with the same climate as their place of departure. Thus, English Puritans inhabited the Northern zone; Irish and German Catholics the Northern Central zone; English, Scottish, Irish, and German Protestants the Southern Central zone; and the English who were "most predisposed to be (or acquiesce to) a planter class" the Southern zone (Meardon 2015, 314-15). Each zone specialized in an economic activity according to the available natural resources. The South had rich soil, so it was a "Planting zone"; the Northern Central and the Southern Central zones had rich mineral wealth, and were combined in the "Mineral zone"; the Northern zone, meanwhile, was a "Trading zone." For Carey, sectionalist conflict was aggravated by the economic policies that were being pursued, but could be mitigated by protectionism (327). However, the people of the Trading,

---

<sup>73</sup> Numerous studies have detailed the transformation of the two-party system into a political system organized around sections, see for example McPherson (1988, chap. 2).

<sup>74</sup> Generally, the Republican Party had been a protectionist party due to the strong Whig tendency and the influence of key members like Horace Greeley (Stanwood 1903, 116-118). However, a free-trade fraction of the Republican Party gained traction after the Civil War (Stanwood 1903, 175-77; Palen 2016, chap. 3-4), while at the same time a protectionist tendency that called for government independence made gains in the South (Majewski 2009).

Planting, and Mineral zones had not yet understood that their common interest lay in a policy of protectionism and subsequently voted for free-trade policies. The free trade policy, the lack of inter-zone transportation infrastructure, and the concentration of manufacturing in the Northern zone exacerbated sectionalism (316). Carey's call for protectionism wasn't heeded; and there is no way to tell if the Civil War could have been avoided even if it had.

The Civil War ended with the victory by the North, the domination of the Republican Party, and the ending of slavery. Yet even after the 13<sup>th</sup> Amendment, Carey continued to think about the sectional stress, although he now adapted his comprehension of sectionalism for the post-bellum context. As in the ante-bellum period, Carey thought that sectionalism was due to structural differences (climate, natural resources, cultural, and economic differences) between the different states and territories, but in the post-bellum period he focused mainly on the economic differences between the territories. Some old differences persisted inasmuch as Carey (1868a, 54) continued to think of the Northeast as the trading and industrial center of the Union, the Center as a mining center, and the South as an agricultural economy. In contrast to his ante-bellum zone categorization, however, the West (nowadays, the Midwest) grew as an agricultural economy. In addition, Carey (63) now referred to the Northeast as a section that was holding the "monopoly of the money power," this being the greenback concentration in the Northeast, its large stock of gold, its developed banking system, and its creditor position vis-à-vis the Center, West, and South. Even before the war, most of the banks were located in the Northeast; because of this, greenback circulation was concentrated there and Northern banks came to be the creditors of the rest of the country (55-56). According to Carey (57), New England had a "fixed and certain allowance of currency more than three times greater than is, by law, now allowed to nearly thirty states and territories, with a population five times greater." The old differences that persisted and the new ones that emerged



resulted in a change of Carey's sectional geography. In the post-bellum period, it was the Center, West, and South that were opposed to the North. The Center, West, and South formed what Carey called the Producing States, while the North remained the Trading State.

Sectionalism thus persisted in the post-bellum period, Carey observed, and if it should be allowed to extend too far, a new rebellion was possible. As late as 1867, Carey (1868a, 4) noted that the "abolition of slavery has removed the difficulties which so long had stood in the way of union between the Center and the South ... [but] the Union is to-day, in my belief, more endangered than it had been in the years by which the war had been immediately preceded."

### **Carey, post-bellum sectionalism, and the greenback debate**

Carey's sectional analysis of the post-bellum greenback debate is evident in the letters he addressed to key policymakers and politicians of the Reconstruction period. During that period he sent letters to Schuyler Colfax, Hugh McCulloch, Benjamin H. Bristow, and Moses W. Field among others. In those letters Carey commented on the writings and/or deeds of his correspondents relative to the greenbacks. He published those letters in the form of pamphlets aiming to turn them into public pleas for more greenbacks. In all those letters Carey focused on the quantity of money in circulation, which suggests that no matter the changing circumstances, Carey's worry throughout the Reconstruction period was the quantity of money in circulation.

Carey was concerned about the absolute quantity of money in circulation, as well as its distribution across the country. He insisted that the Northeast had a larger endowment of paper money, the proof being the interest rate discrepancies between the different sections – the interest rate being lower where the quantity of money in circulation was equal to the quantity needed. The problem with the differences in the money distribution was that it reinforced the structural disparities between the sections.

Structural disparities were also influenced by another aspect related to the greenback monetary standard: the exchange rate. The depreciation of the greenbacks was measured by the premium of gold; this is the difference between the price of greenbacks (the medium of exchange used for transactions within the country) and the price of gold (the medium of exchange used for the payment of import duties). The premium of gold decreased after 1864, but remained until 1878.<sup>75</sup> The depreciated exchange rate that the greenback monetary standard had imposed throughout the war promoted the industrialization of the Producing States, Carey thought. A policy of appreciation, as was endorsed by the specie resumptionists, would slow that process of industrialization. Hence, Carey opposed every policy that promised to diminish the absolute quantity of money or did not aim at equalizing their distribution across the territory.

Starting in 1864, even before the end of the war, Carey addressed a series of letters to Schuyler Colfax (1823-1885), then the speaker of the House of Representatives. In those letters Carey (1865, 154) denounced “the hesitation of the Treasury to use the power that yet remains at its command” – that power being the capacity of the Treasury to issue greenbacks. The Treasury had decided to stop issuing greenbacks, and Carey considered this to be catastrophic amid such a great demand for greenbacks to pay the soldiers and “Government contractors” of West. The Treasury’s avoidance of new issues had produced a scarcity of money, as indicated by “the great rise in the general rate of interest – and of the extremely sluggish state of the societary circulation” (155). This scarcity would result in a financial crisis, Carey warned.

In fact, from 1864 till the end of the war, the Treasury had avoided new issues of greenbacks and preferred to issue bonds or interest-bearing notes in

---

<sup>75</sup> For the lowest, average, and highest prices of gold in greenbacks, and of greenbacks in gold, from 1862 to 1878, see Mitchell (1908, 4) as well as fig. 1.

lieu of them (Mitchell 1903, 119-31).<sup>76</sup> The Treasury's policy was intended to limit inflation rather than to remedy the scarcity of the means of payment. From 1860 to 1864 the relative wholesale prices had more than doubled (see fig. 2). The 1864 Secretary of the Treasury, William P. Fessenden (1864, 18), felt that at least part of the inflation was due to quantity of greenbacks issued. Hence, he preferred to avoid new issuances of greenbacks, even if paper money was scarce (19-20). The 1864 Comptroller of the Currency, Hugh McCulloch, shared Fessenden's point of view.<sup>77</sup> Greenbacks were a war necessity, and as the end of the war approached the Treasury should prepare for a prompt return to specie payments at pre-war parity, McCulloch (1864, 50) wrote in his annual report. The first step toward resumption was to avoid new issuances of greenbacks; and this is what the Treasury did.

Carey thought differently. For him the Treasury's policy would not remedy inflation, because inflation did not depend on the quantity of paper money in circulation (Carey 1865, 136-38). For Carey, the quantity of money in circulation was determined by the demand for it (133-35). Over-issuance of paper money was impossible, because people would accept only the paper money they needed to operate transactions: "the circulation needs no regulation, and for the simple reason that the people regulate it for themselves" (133). The Treasury's policy would be ineffective in diminishing inflation, Carey concluded.<sup>78</sup>

---

<sup>76</sup> The interest-bearing characteristic of greenbacks aimed at making them a form of investment rather than a circulating medium (Fessenden 1864, 18).

<sup>77</sup> McCulloch has been the first Comptroller of the Currency; he was responsible for the implementation of the National Banking System.

<sup>78</sup> Carey thought that inflation was due to the banks' loans-to-deposits ratio. This ratio depends on the quantity of loans a bank issues based on its deposits. When the ratio raises, credit fuels inflation, speculation, and bubbles. A large increase in this ratio would provoke a financial crisis, manifest in the bank's inability to fulfill demands by depositor to convert their deposits (Carey 1865, 142-47). Carey distinguishes between paper money issues and credit issues. Paper money was used for direct exchanges – it was a means of payment, while loans corresponded to future transactions. The main difference between the two was the rapidity of exchanges, paper money being used for instant transactions, its quantity being checked by the demand for money, while this mechanism was inoperative in the case of credit money.

Carey insisted that the Treasury’s policy would not only be ineffective, it would also be harmful. The Treasury failed “to see that the circulation now furnished bears a smaller proportion to the needs of the people, and to the extent of the country requiring to be supplied” (Carey 1865, 155). What was more, the small quantity of money outstanding was unequally distributed: scarcity of the means of payment being more acute in the West (155) and would soon be very acute in the South (155-56, 161). In that context, the Treasury’s reluctance to issue more greenbacks would amplify the scarcity and maldistribution of money, which would amplify the structural differences between the West, South, and Northeast, and could render the Secession permanent, Carey (158) warned.

Secretary of the Treasury McCulloch did not share Carey’s focus on the scarcity of the means of payment. In his annual report of 1865, McCulloch (1865b, 11) characterized the quantity of money in circulation as “excessive,” and said that it was sustaining a high inflation rate. Although McCulloch did recognize that sectionalism could persist, he attributed it to a different cause than Carey did. For McCulloch, sectionalism was due to the commercial relations between the different sections. Often, commercial transactions between sections or countries resulted in an unequal balance of payments that could be settled by movements of gold or by contracting credit between the different sections. If the latter option was chosen, a financial crisis would follow sooner or later and economic exchanges between the different sections would stop (6). Historically, the interior states of the U.S. had been indebted to the seaboard states – in was in this respect, indeed, that McCulloch recognized the existence of sectionalism (8). In contrast, if commercial balances were settled in specie, a financial crisis would be avoided because under a specie standard balances are settled directly, while under a fiat standard they are perpetuated through credit. It follows that a resumption of specie payments would prevent a sectional financial crisis, while the greenback monetary standard could fuel a financial crisis (6-8, 12, 14). Throughout his

secretaryship, McCulloch (14) sought to resume specie payments: he proposed and implemented a policy that contracted the quantity of greenbacks in circulation in order to diminish the premium on gold.

In 1866 Carey addressed letters directly to McCulloch opposing his contractionary policy. He started by attacking McCulloch's idea that a plethora of money existed: "Not only is our medium of circulation not in excess in its relation to population and production, but that it is greatly short in the proportion which it bears to both" (Carey 1866a, 4). What was at issue was not only the ratio of the quantity of money to population and production, but also to geographical areas: after the war, the Treasury had to furnish means of payments for a larger territory, but refused to issue new greenbacks (38). The scarcity was mostly felt in the West, whereas in the South no means of payment existed at all (20, 32). To the deficient quantity of greenbacks was added the underdeveloped banking system of the West and South – where no substitutes to money, such as checks, could be used (6). This scarcity and maldistribution of the means of payment was manifested in the high interest rates of the West and the low ones of the Northeast, wrote Carey (19-21).

In such a context, McCulloch's policy of contraction and deflation would amplify the differences between sections in respect of the quantity of money in circulation, as well as interest rates and prices, Carey thought. Greenback contraction would limit the available means of payments, resulting in less exchange between the West, North, and South (Carey 1866a, 12). It followed that farmers of the West would be unable to sell their products at a profit, even while being obliged to pay a high interest rate to Northeastern bankers (25-26). Carey (23) concluded that a contraction in greenbacks would benefit the Northeast at the expense of the Center, West, and South, and result in a financial crisis with a sectional aspect, to be followed by a sectional political crisis.

Carey repeated his worry about sectionalism in a second letter sent in that year, but this time his criticism revealed the importance he accorded to

the fact that the greenback monetary standard had established a depreciated exchange rate – a form of protectionism. The letter was addressed to David A. Wells, Chairman of the Board of Revenue Commissioners, but it was actually intended to criticize McCulloch's management of the public debt.<sup>79</sup> McCulloch (1865b, 25) had proposed to use the excess revenue of the Treasury department to create a sinking fund as a means to reimburse the interest and principal of the public debt “without an increase of taxes.” Carey didn't think that such a policy was possible without an increase in taxes, and worried that the level of internal taxation would increase. The level of internal taxation was already very high and the only protection offered to the producing classes was the greenback, Carey insisted. Greenbacks offered protection inasmuch as taxes were paid in the depreciated greenbacks while imports had to be paid in gold (Carey 1866b, 6). Further increasing taxation amid price deflation and rising interest rates would destroy the producing classes – the farmer and manufacturer – for the benefit of creditors (5). Carey's reflections here were not independent of considerations about geography: each sector was identified with the interests of a section, so that the rise in taxation would redistribute income from the Productive States to the Trading States (8, 10). As a result, McCulloch's policy would weaken the development of the West and Center to the advantage of the Northeast.

Carey's letters convinced neither the Secretary of the Treasury nor the Congress: the Contraction Act was signed in 1866. This act gave to the Secretary of the Treasury the right to cancel \$10,000,000 of legal tender within six months of the passage of the act, and no more than \$4,000,000 in any month thereafter.

After the vote on the Contraction Act, Carey continued to argue that the contraction policy would intensify sectionalism. In 1867 he addressed a series of letters to Henry Wilson, U.S. Senator for Massachusetts, decrying the monetary and tariff policies he defended. On what concerns the tariff policy,

---

<sup>79</sup> The reader interested in David A. Wells is referred to Meardon (2007).

Carey was referring to the 1866 bill that “revised, and in many respects considerably increased the tariff on imported goods” (Stanwood 1903, 146). In the end, however, the bill did not pass, and was replaced by a bill that only offered protection for wool and woolen goods (151-58). Carey criticized Wilson’s support for “efforts to take no action” in favor of an increase of the tariff (Myers 2009, 78). As to the monetary policy, Carey also attacked Wilson’s endorsement of the greenback contraction policy. Again, although the letters were addressed to Wilson, they “were essentially an attack on Secretary of the Treasury McCulloch’s financial policies,” as Myers (78) already suggested.

Carey (1868a, 75-78) again asserted that a weakening of protectionism alongside the greenback contraction policy exacerbated sectional stress by perpetuating the concentration of trade and industry in the Northeast. He viewed every vote by the Trading States against protective measures as a means to preserve their manufacturing “monopoly” (23-26). The combination of less protectionism and contraction in the quantity of greenbacks in circulation safeguarded the Northeast’s industrial sector, as it made it possible to import raw materials cheaply. Safeguarding the Northeastern industrial “monopoly” hindered industrialization in the Producing States (75-76). This in turn perpetuated the concentration of the industrial sector in the Northeast, which was allowed to sell its manufactured products at high prices at the expense of the Producing States (53-54).

Furthermore, the policy of greenback contraction also exacerbated the concentration of banking and financial activities in the Northeast. Once again, Carey argued that greenback contraction would cut off the Producing States’ access to means of payment, and it would also entail a financial loss to the Producing States by raising interest rates (Carey 1868a, 55-56). This trend would be reinforced by the fact that the absence of means of payment would compel the Producing States to increase their demand for credit, further increasing their debt vis-à-vis the Trading States (54). In contrast, the



contraction policy would profit the Trading States by appreciating the value of their holdings, as it aimed to appreciate the value of greenbacks (75-76). Hence, the policy of contraction could entail a financial loss to the Producing States and a – short term – gain to the Trading States, exacerbating economic differences and the sectional stress they entailed.

Carey was not the only one criticizing the contraction policy. In 1867 the level of prices declined, and this was followed by a rise in the general opposition to McCulloch's policy (Sharkey [1959] 1967, 86). This opposition led to the suspension of the contraction policy in 1868; but no new issues of greenbacks were authorized.

Carey was satisfied with the suspension of McCulloch's contraction policy, but now introduced a critique of the National Banking System, which he considered has been implemented in a way that had amplified both the scarcity and the maldistribution of the means of payments. Most of the national banks were based in the financial centers; as a result the proportion of national notes was higher where a sufficient supply of money already existed (Carey 1868b, 6, 11). The corollary was that there was a lesser quantity of national notes for all the other states and territories: the National Banking System imposed a limit of \$300,000,000 in national notes, and this limit was quickly attained (13). As a consequence, the implementation of the National Banking System reinforced the disparities concerning the redistribution of paper money: money was abundant in the Northeast and scarce in all the other states and territories (11). Due to the structure of the National Banking System, the contraction policy was felt more severely in precisely those states and territories where money was most needed (15). The only solution would be a new issuance of greenbacks.

While Carey was addressing his letters to policymakers, the Congress passed the Public Credit Act, which provided that the U.S. would reimburse its debt in gold and pledged "its faith to make provision at the earliest practicable period for the redemption of the United States notes in coin" (16



*US Stat*, 1, chap. 1). However, no provision was made for contracting or for expanding the quantity of money in circulation, as a promise had been made not to redeem the 5-20's bonds before the completion of a return to convertibility.<sup>80</sup> As a result this act initiated a period of equipoise on the money question that lasted until 1873 (Barreyre 2014b, 166-67; Unger 1964, chap. 5).

Carey next took up his pen to criticize the non-expansionist aspect of the Public Credit Act and its incapacity to attain its aim – the resumption of specie payments. The ineffectiveness of this policy was rooted in the fact that it transformed “non-exportable bonds” into “exportable” bonds by providing the payment of both interest rate and principal in gold (Carey 1869b, 6). Selling bonds to foreigners would result in an outflow of gold from the U.S. inasmuch as gold would have to be exported for the payment of the interest and principal (7). A diminution of the U.S. stock of gold was incompatible with resumption of specie payments. Carey (11, 13) reiterated that the only means for a resumption of specie payments was to remedy the scarcity of money in the South, West, and Center.

The 1873 financial crisis ended the equipoise that started with the Public Credit Act. The crisis started with the bankruptcy of Jay Cooke & Co., a company involved in the building of the Northern Pacific Railway, on September 18, 1873 (Barreyre 2014b, 223). The timing was important, as it was in September that the Midwestern farmers needed liquidity to pay for the movement of their crops. Habitually, Midwestern farmers deposited their liquidity in Midwestern banks, which in their turn placed those deposits in Northeastern banks – mainly in New York. Cooke's bankruptcy, combined with the Midwest's demand for liquidity resulted in a suspension of specie payments by New York banks and the New York Stock Exchange on September 20, 1873 – a suspension that lasted for ten days (Glasner 1997, 132-33). Following the bankers' plea for liquidity, the Treasury agreed to put

---

<sup>80</sup> For a definition of the 5-20's see chapter 1, p. 45.

into circulation \$26,000,000 in greenbacks from October 1873 to January 1874 – this was the first time that the Treasury had increased the quantity of money in circulation since 1863 (Dewey 1903, 372).

The reissuance of greenbacks reanimated the dormant debate concerning the proper quantity of greenbacks in circulation, and more generally about the choice of the monetary standard. A bill that aimed to legalize the reissuance of greenbacks was introduced on December 10, 1873, but was vetoed by President Grant on April 22, 1874: Grant's veto was motivated by his strong adherence to a specie standard (Unger 1964, 242-43). Secretary of the Treasury Benjamin Bristow shared Grant's point of view. In his annual report for the year ending 1874, Bristow (1874, xiv) defended the necessity of repealing the greenback legal-tender clause and resuming specie payments. For Bristow (xviii), the 1873 crisis was due to the overissuance of credit rendered possible by the "large issues of inconvertible paper currency." A return to specie payments would then avoid such financial crises in the future. Interestingly, Bristow (xii-xiii) remarked upon the sectional nature of the recent crisis and repeated McCulloch's argument that the resumption of specie payments would also avoid debt accumulating among the "different sections" of the country.

As he had done before, Carey wrote a letter attacking the Secretary's policy propositions. Contrary to Bristow, Carey did not attribute the financial crisis to the greenback monetary standard, but rather to the sectional structure of the banking system. The Northeast had a more developed banking system compared to the West and South, as indicated by the fact that the interest rate in the West and South was "thrice, and in very many instances ten times ... [higher than] ... in the New England States" (Carey 1874, 10). The underdeveloped western banking system compelled the western farmer to place his deposits in the banks of the nearest financial centers, namely St. Louis or Chicago. The banks of those cities would then lend the farmers' money to New York banks, leading to the concentration of call loans in the city of New York. This concentration was raising the interest rate and could

provoke a financial crisis, Carey (12-13) cautioned. If the banking system was better developed throughout the whole country, a new financial crisis could be avoided, but this would only happen if a proper quantity of money was offered which would allow the South and West to accumulate “the capitals needed to for creating banks at home,” he insisted (17-18).

This time Carey (1874, 17) endorsed the interconvertible bond plan as a means to offer the proper quantity of money. The interconvertible bond was a government bond bearing a 3.65 % interest rate and convertible into greenbacks. Its interconvertibility was thought to be the ideal means to regulate the quantity of money in circulation according to the need for it, and so was thought of as a way to avoid deflation while promoting resumption of specie payments. The interconvertible bond was called the Ohio plan, as it has been endorsed by the Midwest in seeking an increase in the quantity of money offered to it.

But Carey's demand was again not heeded. President Grant signed the Resumption Act on January 14, 1875, and under this law specie payments were resumed on January 1, 1879. The voting through of this act did not signify the end of the greenback debate, however, since in 1875 it was not yet certain that specie payments would be resumed by 1879. The farmers continued to call for greenbacks, and a number of businessmen demanded the repeal of the Resumption Act (Unger 1964, 286-87). Opposition to the Resumption Act was expressed at a meeting of farmers, workers, and a few businessmen in Detroit during 1875 (300).

Being unable to attend the Detroit meeting, Carey sent a letter of support to the organizer of the meeting and greenback leader, Moses Field. In this letter, Carey reiterated his endorsement of the interconvertible bond and the need to have an adequate quantity of money in circulation (Carey 1875, 15). His view of sectionalism had not changed (8), but here Carey focuses essentially on the effect that the choice of the monetary standard may have on the country's independence from international markets. For Carey, the U.S.

needed a monetary standard that could isolate them from economic crisis in other countries: to that end, by being inconvertible to gold, the greenback monetary standard was ideal. To put it differently, greenbacks were “not exportable” and their demand and price would not fluctuate according to the financial conditions of other countries, especially Great Britain (Carey 1875, 3; 1876, 12-14). On the contrary, in case of a resumption of specie payments the U.S. money market would be affected by the economic condition of countries that had the same standard. Thus it would increase the possibility of a U.S. financial crisis every time a foreign economic crisis resulted in an export of the gold or silver held in the U.S. (Carey 1875, 11). On the same vein, Carey criticizes McCulloch’s policy of issuing exportable bonds, because every time their reimbursement is asked, gold would be exported and a financial crisis would follow (12)<sup>81</sup>.

Carey’s considerations concerning U.S. independence from international markets had a sectional dimension. Carey argued that the choice of the monetary standard could affect the development of the internal market. The greenback monetary standard, or the silver standard, offered the necessary protection for the development of industry and the internal market thanks to the depreciated exchange rate they entailed (Carey 1876, 11-12, 15). The sections that needed protection in order to develop were the Center, West, and South. It was in their economic development and industrialization that a solution could be found to sectional stress, as it would be explained in the following section.

## **2.2. Carey, economic development, and monetary theory: the theoretical basis for providing a solution to sectionalism**

Carey believed that the solution to sectionalism was to be found through promoting protectionism and a greenback monetary standard. Greenbacks could set in motion a virtuous cycle of economic development that would

---

<sup>81</sup> It is also partly to that cause that Carey attributed the 1873 financial crisis (Carey 1875, 13).

closely bind the diverging interests of different production sectors – and thus of different sections of the country. In order to understand Carey's solution, we need to understand what he saw as the virtuous cycle of economic development, as set out in his pre-greenback-period texts.

**Carey's virtuous cycle and the harmony of interests as a plausible solution to sectional stress**

The first exhaustive presentation of Carey's development model is to be found in his *The Past, The Present And The Future* of 1848, in which he proposed a stage-like development model. His reasoning here is that the less fertile lands are the first to be cultivated, as they are more easily accessible (Carey 1848, 9-10); Carey considered these least fertile lands were to be found on hillsides. As population increased, technology advanced, and a social division of labor followed. The social division of labor, or in Carey's terms "combination," allowed a rise in productivity and, with it, capital accumulation (13). The natural course of economic development led to the cultivation of the more fertile lands of the valleys – more difficult to access – and the denser occupation of the hills above them.

Population spreads itself along the faces of the hills and down into the lower lands, becoming more and more dense at the seat of the original settlement, and with every step we find increasing tendency to combination of action. ... Roads are next made to facilitate the intercourse between the old settlement and the newer ones that have been formed around it, and to enable the grower of corn to exchange his product for improved spades and ploughs, and for clothing and furniture. Population again increases, and wealth still further increases, and therewith man acquires more leisure for reflection on the results furnished by the experience of himself and his predecessors. (Carey 1848, 15)

Carey's development model was a virtuous cycle of economic development: innovation and increasing population advanced labor's

productivity, which in turn promoted “combination.” Combination again raised labor’s productivity, resulting in an accumulation of capital that permitted new innovations, combinations, increased population, and higher labor productivity, and then further accumulation of capital, and so on.

Carey’s virtuous cycle of economic development allowed him to show how the interests of the laborer, the capitalist, and the landowner were at base in harmony, which was in opposition to Ricardo’s rent theory, as well as to the view that the interests of the capitalist and the laborer were misaligned.<sup>82</sup> With the natural course of economic development, profits would rise, but so too would real wages: as the total product of the economy rises, the real wage increases even if the rate of wages declines (Carey 1848, 73-74). Rents would also rise with capital accumulation, as it was the labor and capital applied to the land that determined its value. Hence, the proper course of economic development led to the improvement of the situation of laborer, capitalist and landowner alike.<sup>83</sup>

The harmony of interests was conditioned by the proper course of economic development, which necessitated and resulted in “combination” – which Carey also called “association.” By these terms, Carey meant the mutual cooperation of inhabitants leading to their interdependence or union. Association was crucial to the mechanics of the virtuous cycle: “Wealth thus produces union. ... Union in turn produces wealth: ... and thus wealth, combined action, and power of self-government ... manifested alike by individuals and by states whose population counts by millions: and

---

<sup>82</sup> For the differences between Carey’s and Ricardo’s development model, see Meardon (2011, 311-19; 2015, 307-8). For other summaries of Carey’s stage-like development model see also Kaplan (1931, 49-50).

<sup>83</sup> Carey (1866a, 28) considered that industrialists, farmers, and laborers constituted the “producing classes,” whereas financiers and bankers constituted the “receivers of fixed incomes.” For Carey (24-25) financial capitalists were “speculators for a fall” as they “desire that money may be scarce and interest high.” Scarcity of money and a high rate of interest could hinder the development of the industrial and agricultural sector. Thus, Carey’s “harmony” of interest only referred to the interests of the productive classes. It follows that Carey did not completely fail to address the issue of class, contrary to what Dawson (2000, 482) suggested.

corresponding increase in the return to labour, are seen constantly advancing; each helping and helped by the other” (Carey 1848, 230-31). Carey (100) observed that “the nearer the place of exchange or conversion can be brought to the place of production, the less is the loss in the process, and the greater the power of accumulating wealth for the production of further wealth.” Carey’s idea was that industrial production develops in close connection with agriculture: industrialization will offer a “ready consumer base, but also a source of technological novelty” (Ron 2015, 208). This means that the industrial sector and its workers comprises a “consumer base” for the consumption of raw materials and agricultural products, and at the same time that the development of the industrial sector renders the agricultural sector more productive (Carey 1868a, 42). Thus, the interdependence of economic sectors was inherent to Carey’s process of economic growth, and would result in a harmony of interests.

It was in the harmony of interests that the solution to sectionalism was to be found. In so far as sectionalism was due to the concentration of economic activities in different sections, the virtuous cycle of economic development could reduce it. Carey thought that the virtuous cycle would result in the industrialization of the Producing States, expanding the reach of the industrial and financial activities formerly concentrated in the Northeast. The industrialization of the Producing States would result in “association” that would link the interests of farmers, manufacturers, and workers: and the closely linked economic interests of different social groups would then mitigate the sectional tension of the Reconstruction period.

### **Money as an instrument to put Carey’s virtuous cycle in motion**

The solution to sectionalism, then, was to be found in the virtuous cycle of economic development, but the question was how to put this cycle in motion. Carey contended that the “instruments of association” could promote the virtuous cycle. In the course of economic development, the inhabitants of the

valleys and the mountains develop “instruments of association” that allow them to trade and fortify their mutual interests. Carey’s best-known instrument of association was the protective policy: a protective tariff promotes the tendency to association, whereas a free-trade policy hinders it. There were, however, other types of instrument of association: “All [money, ships, roads, cotton mills], however, are instruments for facilitating the work of association, and the growth of man in wealth and power is in the direct ratio of the facility of combination with his fellow-men” (Carey 1858-60, 2:299). For Carey, the greatest instrument of association was money.

Carey’s idea is that money serves as an instrument to overcome the “obstacles intervening between the producer and the consumer” (Carey 1858-60, 2:300). Money makes it possible to save time in carrying out exchanges, resulting in an “economy of mental and physical force” (306) that could now be used for the production of wealth. “The ability to command the aid of the precious metals” promotes the virtuous cycle of development:

Of all the labor-saving machinery in use among men, there is none that so much economizes human power, and so much facilitates combination, as that which is known by the name of money. Wealth, or power of man to command the services of nature, grows with every increase in the facility of combination; and this latter grows with the growth of the ability to command the aid of the precious metals. Wealth then, should increase most rapidly where that ability is most complete. (Carey 1858-60, 2:301)

It should be noted that Carey’s references to money before the 1860s are concerned with convertible and not inconvertible paper money, although he still employs the core of his theory when he develops his monetary thought in the context of the greenback debate. Carey believed, then, that the virtuous cycle would be promoted by the maintenance of protectionist policies and of the greenback monetary standard. The two following quotations reveal Carey’s



approach concerning the real effects of the issuance of greenbacks during the Civil War.

The North at once determined on the adoption of measures of protection. ... The effect of this now exhibits it in the facts – That the development of our mineral resources has been great beyond all former example. ... That the demand for labor has been so great as to cause large increase of wages. ... That the demand of farmers product has so largely increased. ... there has been a large and general diminution of the rate of interest. ... These are wonderful results, and for them we have been largely, yet not wholly, indebted to the re-adoption of the protective system. That alone was capable of doing much, but we should have failed ... had not the Treasury, by the establishment of a general medium of circulation [greenbacks], given us what has proved to be a great *clearing house*, to which were brought labor and all of labor's products to be exchanged. Increased rapidity of circulation was a necessary consequence of this, and to that increase the greatly improved health of the societary body has been wholly due. (Carey 1865, 152-53)

Let us, for a moment, suppose the existence of an individual with wealth so great that all who knew him might have entire confidence in his performance of what he promised ... at once the societary circulation would have been restored. Labor would have come into demand, thus doubling at once the productive power of the country. Food would have been demanded, and the farmer would have been enabled to improve his machinery of cultivation. Cloth would have been sold, and the spinner would have added to the number of his spindles. ... Coal and iron would have found increased demand, and mines and furnaces would have grown in numbers and in size. ... What is here supposed to have been done is almost precisely what *has* been done by Mr. Lincoln and his Administration [greenback issuance]. (Carey 1865, 129)

According to Carey (1873, 17), the greenback monetary standard, by offering the proper quantity of money, could promote economic development

and industrialization. The proper quantity of money in circulation depends on the number of transactions that need to be carried out, which in turn depends on the level of wages, the population, and the population distribution (Carey 1866a, 4-6). If, for example, the population is scattered across great distances, more money is needed for the exchanges.

Carey believed that the interest rate was the indicator that could tell us whether the proper quantity of money was in circulation. For Carey (1873, 6-7), interest rates were determined by the quantity of money in circulation, and he observed that a decrease in the interest rate was a result of the “fair proportion to the need for its [machinery of exchange] use.” Reciprocally, if the quantity of money in circulation was inferior to the proper quantity of money, this would be manifested by a rise in the interest rate.

Once the proper quantity of money is offered, it increases or restores the rapidity of circulation – that is to say, the rapidity of exchanges between the producer and the consumer (Carey 1873, 22-23). The increase in the rapidity of exchanges would be followed by a rise in the level of production. Carey explained the rise in production by two causes. First, the rise in the rapidity of circulation conserves the labor that would have been used up in exchanges; the labor saved could then be applied to the process of production, resulting in an increase in production. So “the power of accumulation exists in the ratio of the rapidity of circulation and it does so because the greater that rapidity the more complete is the economy of human force, the greater the production, and the more complete the economy of interest” (Carey 1866a, 12). Second, the increase in the rapidity of circulation would be followed by a rise in the demand for goods, resulting in the growth of the national production and accumulation (10-11). For Carey, greenbacks allowed the fullest expression of a demand for goods by offering the necessary means of payment. The rise in demand led to the rise in production. Carey seems to have hypothesized that a demand for goods already existed, but could not be expressed due to the lack of the means of payment. Once greenbacks were there to offer the necessary

means of payments, that demand could be expressed, increasing the level of production.<sup>84</sup>

The increase in the level of production was the result of the mechanics of Carey's virtuous cycle. Money set Carey's virtuous cycle in motion by providing the proper quantity of the means of payment. The virtuous cycle of economic development resulted in the "tendency of association"; and this association would then decrease sectional stress.

### **2.3. Greenback-led industrialization, association, and national independence: a permanent solution to sectionalism**

It has already been said that, for Carey, post-bellum sectionalism was represented by the concentration of industrial activities and financial institutions in the Northeast, and that he thought a greenback monetary standard could put an end to those regional misallocations of economic activities by promoting industrialization and a redistribution of the money circulating throughout the Union. This section sets out the specifics of the mechanism of Carey's solution to sectionalism via greenback-led industrialization, and explains how he thought this solution would be safeguarded by U.S. economic independence.

#### **Greenback-led industrialization and association as a solution to sectionalism**

Carey believed that greenbacks promoted the industrialization of the Producing States in two ways. First, by offering the necessary means of payment, greenbacks promoted economic development in general, and specifically industrialization. Again, whether an adequate quantity of money was in circulation would be indicated by the interest rate. A low interest rate

---

<sup>84</sup> An additional effect of a rise in the rapidity of circulation would be the decline of the interest rate, as Carey (1874, 5) explains: "the more instant the exchange of money for labor and materials the less is the quantity of money used; and hence it is that with every stage of growth in the rapidity of the societary circulation, the need for it in any material form, whether that of notes or coins, tend to diminish with diminution of in the power of the money lender to compel payment for its use."

avored manufacturers, farmers, and workers, as it indicated that they had the capacity to obtain the necessary means of payment in order to proceed with their normal transactions. Investment and production levels would thereby increase as the rise of societal circulation stimulated production (Carey 1866a, 23, 28; 1866b, 11; 1869a, 50; 1873, 20). Second, greenbacks could promote industrialization by establishing a depreciated exchange rate. After the Civil War greenbacks were still depreciated, as gold was exchanged for greenbacks with a premium. The depreciated exchange rate operated as a protective policy – and this favored emerging industry by rendering imports more expensive (Carey 1866b, 6; 1868a, 23, 40; 1876, 15-16).<sup>85</sup>

In practice, the Producing States would then have a chance to develop their industrial and manufacturing bases, i.e., Pennsylvania could develop its mining sector and the South could develop textile production (Carey 1866b, 14; 1868a, 52; 1869a, 5-6, 14, 22-28, 56). A diversification of pursuits would be achieved across the whole Union, and it was only by the “enlargement of domestic commerce, and stimulation of the societal circulation” that the country could find the “one road to freedom, peace, and harmony” (1868a, 7-8).

In the meantime, however, the concentration of financial activity in the Northeast remained a constraint on Carey's road to freedom, peace, and harmony. This concentration of financial activity meant that both the money in circulation and the credit operations were concentrated in the Northeast. The solution, again, was to be found in the adoption of the greenback monetary standard. Greenbacks, as federally issued money, provided a way to redistribute the circulating medium throughout the whole Union, and might be seen as a democratic means of payment (53). Reallocating the quantity of money in circulation throughout the territory aimed also to alleviate the debtor

---

<sup>85</sup> This was an additional reason for Carey's opposition to the resumption of specie payments at pre-war parity, which by creating deflationary anticipations led to a diminution of the rapidity of exchanges and the deterioration of association (Carey 1866a, 27; 1868a, 72; 1876, 15-16).

positions of the Producing States vis-à-vis the Trading States (55-56). Greenbacks promoted “a diminution in the general rate of interest, with constant tendency towards equality in the rate paid by the farmers of the East and the West, by the owner of the little workshop and by him who owns the gigantic mill” (Carey 1866a, 12). Greenbacks would also reinforce the “power to create banks” where they were most needed, namely in the South, Center, and West (Carey 1866a, 38; 1874, 17-18).

Reallocating the quantity of money in circulation throughout the Union and alleviating the debtor position of the Producing States was part of Carey's plan for industrialization of the Producing States. If the Producing States were industrialized, the sectional stress between the Producing and Trading States would be remedied. Carey's development model would result in a “closely knit group of mutually interdependent producers, each a consumer of the products of the others” (Kaplan 1931, 82). Industrialization and diversification of occupations could create a “home market,” and in “so doing, ... would have tied the States together, and would have been bringing about the ‘more perfect union’ that we had all so much desired” (Carey 1868a, 64).

### **National independence in the international spectrum: a permanent solution to sectionalism**

In Carey's view, the creation and growth of a “home market” was intrinsically linked to national independence. National independence itself was a way to maintain a permanent solution to sectionalism, and at the same time was the result of protectionism and the adoption of a greenback monetary standard. As Elder (1880, 13) pointed out, what lay behind Carey's greenback advocacy was his desire to establish the financial independence of the United States.<sup>86</sup> Yet, for Carey, financial independence cannot be disentangled from

---

<sup>86</sup> William Elder was a “physician, lawyer, newspaper editor, and popular lecturer” (Dorfman [1946] 1966, 975), and was made statistician in the Treasury in 1865 through Carey's aid. Elder was a disciple of Carey and shared his endorsement of a protective tariff and the greenback.

commercial independence. Again, Carey did not distinguish between a real and a monetary analysis.

Carey (1868a, 66) states that national dependence at both a commercial and a currency level had hindered the maintenance of the Union by impairing the domestic market, dissociating the material interests, and hindering association. Thus, a solution to sectionalism could not be found as long as national dependence was maintained, and indeed such dependence would eventually bring about “a state of things so purely sectional that it must, *and should*, provoke resistance” (64).

Carey (1868a, 9) appealed to the concept of national dependence as a way to understand the dependence of the United States on the British market. He considered that as long as the national market was subservient to international commerce, the domestic economy would be dependent on external demands. Such dependence, he argued, left the national market subject to arbitrary demands that limited its power to fix the prices of domestic products. Those arbitrary demands in turn resulted in arbitrary movements of capital, which had a tendency to increase external debts. For Carey, the balance of payments was usually to be achieved through the establishment of loans. Hence, the commercial link between the United States and Great Britain heightened the tendency to contract external instead of internal debt (64), and this heightened tendency towards external debt reinforced the national dependence of the American financial market, which became subject to the interest rate variations of international financial markets (10).

Conversely, however, national independence would help maintain the Union by preserving the domestic market from international disturbances. It follows that national independence would safeguard the association of different material interests in the national market. According to Carey (1868a, 8), every time the United States had achieved real independence, “the country at once revived, commerce became active, labor came again into demand, and

prosperity reigned throughout the land.” At the same time, such national independence could only be the result of the development of the domestic market. The development of the domestic market is the *sine qua non* which would “secure that the Union, when reconstructed, shall be permanent” (68).

In order to achieve financial and commercial independence, Carey introduced two additional conditions on international commerce, one concerning the hierarchy between domestic and international commerce, and a second concerning the type of products to be exported. Carey's development model implies that if national independence is to be attained, the development of domestic commerce must precede the development of international commerce; and if national independence is to be maintained, domestic commerce must be hierarchically superior to international commerce (Carey 1874, 19; 1875, 6). The role of those conditions was to safeguard the development of domestic commerce, which would link the material interests of different economic sectors, and thus link the different sections of the country. The linkage of domestic interests is a necessary condition for overcoming sectionalism, but those links cannot be established if the commercial policy of the country favors international over national commerce.

Carey was not opposed to international commerce *per se*, but he cautioned against the type of international commerce that hindered the association of different sectors. In this context he made a clear distinction between the export of raw materials and that of industrial products. Carey believed that only (or mainly) industrial products should be exported (1869a, 3), since the export of raw materials and their reimportation in the form of finished goods resulted in the dependence of the United States on industrialized countries, and especially on Great Britain. In Carey's model, a raw-material-oriented export model corresponded to a non-industrialized economy, as it entailed the importing of finished goods and the absence of their production in the domestic economy. In this case, the increased production of raw materials would tend to diminish the price of raw materials

to be exported, and to augment the price of manufactured products to be imported (Carey 1866a, 35-36; 1868a, 10, 65). Thus, a country that is oriented towards exporting raw materials is subject to prices that are determined on the international market, whereas a country that is oriented towards exporting mainly industrial products has the power to determine their price (Carey 1868a, 44). As a consequence, the United States' "supplies of food become more and more irregular as we become more dependent on other nations for cloth and iron" (68). At the same time, a raw-material-oriented export model results a balance of payments deficit (Carey 1865, 128), since industrial products are more expensive than raw materials.<sup>87</sup>

Conversely, the adoption of a development model oriented to the export of industrial products was linked with the development of a national raw materials market, and furthered the goal of national economic dependence. This development model is linked to the adoption of a greenback monetary standard that would increase "association" and start up Carey's virtuous cycle, making possible American industrialization and the export of industrial products. The export of industrial products rather than raw materials could establish a surplus balance of payments and increase the stock of gold, given that industrial products were more expensive than raw materials (Carey 1865, 128). The increase of the stock of gold at that time was a way to insulate the economy from the British financial crises that would otherwise threaten to drain the United States of gold (Carey 1875, 2-3).

In addition, since they were not convertible to gold, greenbacks insulated the American economy, and fostered the United States' monetary independence by making the determination of its interest rate somewhat independent of the English interest rate (1869a, 38-39, 42, 58). As Carey (1865, 131) remarked, "We have for the first time [thanks to the greenback]

---

<sup>87</sup> Carey's opposition to the reimportation of raw materials in the form of finished goods is also linked to his vicinage theory. Carey's vicinage theory supposes that "lengthy transport distances constituted 'waste,' while also depriving urban industrial locales of the vicinity-induced benefits of a shared geography with their suppliers" (Magness 2015, 197).



acquired something approaching to a *national independence*. In all time past, the price of money having been wholly dependent on the price in England.” Thus, inconvertible greenbacks would not only promote industrialization, but also establish financial independence by making the United States’ currency independent of other standards.

The same mechanisms would guarantee the resumption of specie payments. “If we would come again to the use of the precious metals ... we must have the balance of trade in our favor, enabling us to retain the metals that are mined,” wrote Carey (1874, 19). Offering the proper quantity of paper money via greenback issuance would promote the development of the domestic market, which would allow the establishment of a surplus balance of payments (Carey 1869a, 41-42; 1869b, 15). This would lead to an influx of gold that could ultimately guarantee the establishment and maintenance of specie payments.

It now becomes clear why, for Carey, “financial” and “political” reconstruction could not precede “industrial” reconstruction. In Carey’s (1868a, 66) words, “to be for or against that industrial independence without which any attempt at financial or political reconstruction is a useless waste of time and words.” “Industrial” reconstruction, i.e., industrialization, was a prerequisite for the domestic national market establishing a closer connection between different economic sectors. The closely-knit economic sectors would not only be a solution to the opposition between different sections and their economic interests, but also promised a permanent solution to the problem of national dependence. This solution to sectionalism would result in “political” and “financial” reconstruction, leading to permanent political reunification and a resumption of specie payments.

Throughout the Reconstruction period the focus of the Republican Party was on political reconstruction: specifically, the question of South’s reintegration in the Union, and the status of the freedpeople – something which was closely related. Yet towards the end of the 1870s the focus of the

Republican Party shifted from political to economic reconstruction, leaving the question of civil rights unresolved for a century. This article has shown that Carey's views offer a plausible rationale for such a political stance.<sup>88</sup> Carey's theoretical apparatus could be called upon for support by those who considered that "industrial" reconstruction was a necessary and sufficient condition for "political" and "financial" reconstruction.

### **Conclusion**

This chapter has shown that Carey's monetary thought in the greenback debate both addresses and serves as a solution to a larger issue, that of sectionalism. We have traced the importance and the evolution of Carey's account of the sectional stress in the ante-bellum and post-bellum period, explaining how Carey developed a monetary theory according to which a greenback monetary standard could favor industrialization. According to this theory, money is the great instrument of association and fosters the mutual development of different sections. The sectional division would consequently be overcome, as the interests of geographical sections would become closely linked. Finally, these linked economic interests would both establish and then be safeguarded by the attainment of national independence.

Carey is not remembered today as a great economist, but he was an important figure of the 19<sup>th</sup> century, and often considered the reference point in American economics. From a present-day perspective, his analysis retains a distinct epistemological interest: it offers us an example of how theoretical developments can be closely linked to a political context and the associated policy issues. In Carey's thought, economics and politics are interrelated – the one cannot be understood without the other. His aim was to influence the debates of the Reconstruction period, and this is reflected in the more general

---

<sup>88</sup> Carey's reasoning on slavery and the economic future of freedpeople was more subtle than this, however, and differed from that of other Republicans who adhered to the importance of industrialization. To develop this argument further would go beyond the scope of this chapter.

scope of his monetary theory. The present study does not seek to judge the validity of Carey's monetary theory, but there is no question that he tried to prove the validity of his theory and to influence the greenback debate. His monetary theory was thus molded by the debates of his period.

Carey's writings also contribute to our understanding of wider debates in the Reconstruction era. The writings on which this article has focused were written during a tumultuous period in U.S. history. The Civil War and Reconstruction period were marked by the struggle for civil rights and racial equality. Early accounts of the Reconstruction period focused on the economic issues of the era, neglecting the racial question (Beale 1930), while revisionist historiography has insisted that the main issue was the racial strife (Foner 1988). Recently, Barreyre (2014b) has shown how by the end of the Reconstruction period the racial question was set aside in favor of economics. Carey's stance in the greenback debate offers an example of an approach that does not set political and economic reconstruction in opposition to each other. Carey thought that the sectionalist issues could be solved through economic development. To put it differently, Carey thought that economics and politics were not opposed, and that economics could resolve political issues. Without implying that such a resolution was in fact possible, our examination of Carey's stance in the greenback debate illuminates an often neglected stance on the issue, and in that sense confers a better understanding of the U.S. Reconstruction period.

## Chapitre 3

### **International Integration and the Gold Approach: Hugh McCulloch's and John Sherman's Monetary and Tariff Policies**

Henry C. Carey has opposed and criticized the policies of the gold approach in the greenback debate, i.e. the defenders of a return to specie payments. Previous studies of historians have focused on the gold approach. Nugent (1967, 104) explained how the advocates of the specie approach represented the interests of specific economics groups (finance capital, well-established manufacturers, commercial interests), a section the country (the Northeast), a party (Republican), and an ideology (utilitarian liberalism). Unger (1964, 120) considers that the gold approach “was infused with the values of American Protestantism,” while being represented by social groups like financiers, journalists, academics, merchants, and bankers. Sharkey ([1959] 1967, 131-32), however, distinguished between two groups inside the gold approach: a) the “strong” defenders of gold, and, b) those whose position was determined by political preoccupations. The latter adapted their stance in the debate according to political necessities: they seemed skeptical of the resumption of specie payments when opposing McCulloch's policy of contraction, as they knew that it was a not widely accepted policy, while they clearly expressed their stance in favor of a resumption of specie payments after the election of President Grant on a strong-money ticket. Hence, for Sharkey (132), the

second group was “representing the compromise point between contractionists and inflationists, this group demanded that the existing volume of greenbacks be maintained and that resumption be attained without any diminution of the volume of the currency.” Barreyre (2014a; 2014b, 123-25) shared the general insights of previous studies, but he also depicted the particularities of that approach showing that its coherence was not theoretical, but political. Specie resumptionists came to prescribe a protectionist policy for pragmatic reasons. The latter were the need of the representatives to preserve the interests of their section.

All those studies offer a panorama of the gold approach in the greenbacks debate, but they do not focus particularly on specific individuals and their writings. In contrast to the previous studies we chose to adopt a history of economic thought approach and elucidate the gold approach in the greenback debate by focusing on specific individuals. This chapter will focus on the two secretaries of the treasury that had sketched and implemented the policy of resumption.

One of those secretaries was Hugh McCulloch (1808-1895), a Maine-born President of the state Bank of Indiana who was appointed the first Comptroller of the currency in 1863. Two years later, McCulloch became secretary of the Treasury under President Lincoln. After Lincoln’s murder, he continued to serve as secretary under President Andrew Johnson. McCulloch found himself responsible for implementing the monetary policy of the country during a very tumultuous period. In 1865, McCulloch was convinced that the gold standard should be re-established as soon as possible. To promote his cause, he proposed and then executed a contraction policy aiming to diminish the quantity of money in circulation, the so-called contraction policy. McCulloch’s policy was met with such extreme criticism for its deflationary effects that it was suspended two years later, in 1868.

In his career as a Treasury Secretary John Sherman (1823-1900) met with more success. John Sherman, an Ohioan, was the reference on financial issues

in Congress: he has been chairman of the Senate's and House's financial committees during the Reconstruction period and was nominated secretary of the Treasury in 1875.<sup>89</sup> It was under his secretaryship that the resumption of specie payments was completed in 1879. He has also been responsible for sketching the act that allowed resumption of specie payments – the 1875 Resumption Act.

Focusing on McCulloch and Sherman allows us to discern the two tendencies within the gold approach. While Sherman was an advocate of gold payments, he had criticized McCulloch's contraction policy. This was not a sign of Sherman's opposition to specie payments, but rather to the means of implementing it.<sup>90</sup> Sherman was aware of the noxious effects that a contraction of greenbacks could imply. He paid attention to the worries of the greenback approach, more than McCulloch did, and tried to prevent them without losing sight of resumption of specie payments.<sup>91</sup>

A second difference existed between McCulloch and Sherman: McCulloch favored a policy of free trade, while Sherman wished to maintain protectionism at least in the short-term period. Sherman's adherence to protectionism was motivated by his analysis of the effects of the greenback appreciation policy to the competitiveness of U.S. products. While a free trader in principle, Sherman aimed to protect U.S. production via a protectionist policy. According to Barreyre (2014b, 123-25), this combination of protectionist and gold payment policies may seem incoherent from an intellectual history point of view; in that case their coherence was to be found

---

<sup>89</sup> Sherman contributed to the planning of various financial and monetary legislation relative to the National Banking System, the Public Credit Act, the refunding of the debt, and the convertibility of the greenbacks.

<sup>90</sup> Sherman's leaning in favour of the specie is also to be found in his a thousand-page long autobiography that he wrote aiming "to correct the wild delusions of many honest citizens who became infected with the 'greenback craze,' or the 'free coinage of silver'" (Sherman 1895, iv).

<sup>91</sup> According to Nichols (1934), despite Sherman's concern about the general price level, his lack of an inflationary stance contributed to his failure to get nominated for the 1880 Presidential campaign.

on a political level: the need of politicians to preserve the interests of their section, partially as a means to be re-elected. However, Le Maux (2017) has shown that a combination of a policy of specie resumption to a protectionist policy is theoretically coherent as it is a sort of policy mix of a money and tariff policy. This chapter accepts both points of view, but aspires to go further. Sherman's proposition could be seen as theoretically coherent, while his stance in the debate was motivated by his wish to be re-elected, but this chapter argues that it was also motivated by more widely defined political motives: Sherman's vision of international integration, a vision that he shared with Hugh McCulloch.

McCulloch and Sherman shared the same objective, that of promoting U.S. integration in the markets of the world. International market integration is used here as a synonym of occupying a better position in international trade.<sup>92</sup> I distinguish between financial and commercial integration. The term integration of financial markets is used here in accordance with the idea that Bordo and Rockoff (1996, 390) have developed in reference to the gold standard as a way for governments to access international financial markets by placing their bonds on lower interest rates while avoiding "defaulting of the external held debt." I consider commercial market integration as dependent on the fraction of a country's exports on the total output, relying on the methodology of Frieden and Broz (2013).

Analyzing McCulloch's and Sherman's policy propositions through the lenses of their shared worldviews allows us to better understand the coherence of the gold approach. By prescribing different economic policies, McCulloch and Sherman adapted different means to the same end. McCulloch considered that international integration would be better promoted by a combination of specie payments and free-trade policies, while for Sherman a combination of specie payments and protectionism was a better-adapted means to achieve those ends.

---

<sup>92</sup>For the history of the term of economic integration, see Machlup (1977).

This analysis consolidates previous accounts of the gold approach in the greenbacks debate by making it possible to comprehend both the commonalities and the differences of the gold approach. Sharkey ([1959] 1967) has elucidated the two different approaches of the gold approach, while Barreyre (2014a, 2014b) highlighted the differences of the gold approach as concerns tariff policies. This chapter shows that both differences can be understood when we situate the vision of economic development that the gold approach conveyed.

I develop my argument as follows: First, I show how McCulloch's and Sherman's monetary policies aimed at integrating the US in financial markets by providing for resumption. Second, I show that McCulloch's combination of a gold resumption and free-trade policy aimed to foster competitive production while giving that production access to international markets. Sherman's combination of specie resumption and protectionism intended to render the U.S. economy able to compete under fair conditions in the world market. Thus, he distinguished between long-term and short-term commercial policies.

### **3.1. U.S. financial market integration**

The advocates of the gold approach, McCulloch and Sherman among them, thought that the monetary system should be re-established at pre-war parity, that is to say, without maintaining a depreciated currency. In order to do so, McCulloch proposed partly retiring greenbacks from circulation (the so-called contraction policy), and partly absorbing them through the issuance of government securities. The contraction policy was enacted in 1866, but the deflation period that followed it led to its suspension in 1868. McCulloch's policy of debt refunding was relatively more successful: debt diminished by



\$900,000,000 (Dewey 1903, 340).<sup>93</sup> Resumption was finally completed fourteen years after the end of the Civil War, under the Secretaryship of John Sherman, who proposed pegging the quantity of greenbacks in circulation and restoring specie payments through debt refunding. Even if McCulloch and Sherman differed in their resumption policy proposals, they agreed on the idea that gold was the monetary standard of the world (McCulloch 1867, xi; Sherman [1869] 1879, 188) and that resumption of specie payments was a necessary condition for financial integration.

### **Debt Refunding, Contraction & Resumption: McCulloch's approach**

Hugh McCulloch envisioned a better position for the U.S. in the financial markets of the world. This better position included the diminution of the burden of U.S. debt held at home and in the financial markets of the world, and ultimately the conversion of the US from a debtor to a creditor country (McCulloch 1866, 9). When McCulloch arrived in the Treasury this was far from being the case: “the national debt stood at \$2.8 billion,” ten percent of which was held abroad (Sexton 2005, 194). To that was added the fact that the Union had just won a war financed by an inconvertible paper money. For McCulloch, the level of U.S. debt and the monetary standard were different aspects of the same problem inasmuch as the greenbacks raised the level of the debt, hindering the financial integration of the US. In other words, the inconvertible monetary standard obliged the Union to borrow more money than it would have done if a specie standard was maintained.

If the Union had maintained the specie standard, the revenue of the government from bonds would certainly have been lower as the government would have been obliged to sell its bonds at a discount. However, the level of the debt would have been less because if no greenbacks were issued inflation would have been lower and with it the need for extensive borrowing, thought

---

<sup>93</sup> Debt refunding was the process of “replacement of higher-interest, short-term U.S. government bonds issued during the Civil War emergency with new and, it was hoped, less onerous bonds” (Nugent 1967, 12).

McCulloch (1864, 54; 1867, xi).<sup>94</sup> In addition, the greenback monetary standard increased the US's foreign debt. The depreciation of the greenbacks created a monetary illusion of wealth that led consumers to "become reckless and extravagant in their expenditures and habits" (McCulloch 1867, iv). Those extravagant expenditures stimulated an increase of imports amplifying the U.S. debtor position (McCulloch 1868, xv-xvi).

Due to those links between the greenbacks and the debt, McCulloch devoted a considerable part of his Treasury reports to explaining that specie payments needed to be reestablished as long as the resumption of specie payments was a necessary condition for U.S. financial integration. In his first report as Secretary of the Treasury, McCulloch (1865b, 4) explained that the greenbacks were a wartime measure, and specie payments had to be reestablished as soon as possible. However, this approach was not shared by everyone: Henry C. Carey expressed a part of the public opinion by insisting that the maintenance of the greenback monetary standard was necessary even after the end of the war. Before presenting the means by which McCulloch aimed to reestablish specie payments, we present his arguments in favor of resumption.

McCulloch opposed the idea that greenbacks stimulated production during the civil war, as the defenders of the greenback monetary system claimed. He argued that what may appear as prosperity, that is the high level of prices, the increase of imports, and the fortunes made in the gold market were not proof of prosperity. On the contrary, they were proof of the fact that "a foreign debt is being created, that the number of non-producers is increasing, and that productive industry is being diminished" (McCulloch 1865b, 9). All those negative effects were due to "the plethora of paper money" and the inflation rate they established, insisted McCulloch (9). The

---

<sup>94</sup> McCulloch's reasoning here is that the greenback-led inflation increased the cost of the war by obliging the government to pay more for war ammunitions and military payroll.

essence of McCulloch's argument was that the quantity of greenbacks was excessive, not scarce, and hindered the US economic prosperity.

To prove his argument McCulloch started by rejecting the two main arguments of the greenback approach concerning a) the quantity, and, b) the distribution of money in circulation. McCulloch even took the time to write a public letter addressed to Carey via the columns of *Banker's Magazine*. In this letter McCulloch (1865c, 917) reassured Carey that the quantity of money in circulation was sufficient to operate transactions. Carey had suggested that the quantity of greenbacks did not correspond to the demand for them, demand had increased with economic growth and the increase of population while the quantity of greenbacks remained stable. McCulloch recognized that the demand for greenbacks had increased, but he insisted that the supply of paper money was excessive. This excessiveness was indicated by the existing inflation, explained McCulloch (1865b, 11). The level of prices was determined by the quantity of money in circulation, the causality running from the quantity of money to the level of prices, while the demand for money adapts to the latter. It follows that "the demand for money increases (by reason of an advance of prices) with the supply, and that this demand is not unfrequently most pressing when the volume of the currency is the largest and inflation has reached the culminating point" (5-6).<sup>95</sup> This reasoning led McCulloch to consider that an increase in the quantity of greenbacks in circulation would not remedy a potential scarcity of the means of payments as Carey proposed. An increase in the supply of greenbacks would provoke inflation, which in turn would amplify the demand for greenbacks. Hence, a new issuance of greenbacks would intensify a potential scarcity of greenbacks. Similarly, "a diminution of the currency may in fact increase the supply of it," in that a

---

<sup>95</sup> Carey on the contrary considered that inflation was due to the bank's ratio of loans-to-deposits. McCulloch (1865b, 13) was aware that a high ratio of loans-to-deposits could fuel inflation, but he thought that this high ratio was due to the excessive quantity of greenbacks.

diminution of greenbacks would decrease the level of prices, thereby diminishing the demand for them (6, 35).<sup>96</sup>

McCulloch (1867, xii) also responded to Carey's argument that the scarcity of the means of payment was indicated by the high interest rates prevailing. For McCulloch (xii-xiii), the high interest rates did not "indicate a scarcity"; what they did indicate was that money was hoarded due to "high prices, to its uncertain value, and to its inactivity." In other words, McCulloch attributed high interest rates to the excessive quantity of greenbacks and the fiat monetary standard they established. High prices were due to the quantity of greenbacks issued, while the uncertainty of value was due to the fact that the price of greenbacks in gold varied daily and sometimes drastically.<sup>97</sup> As to the inactivity of money, McCulloch used this term to refer to the fact that money was hoarded because its future value was uncertain (xiv).

However, Carey's remark was not only that the interest rates were high, but also that they were higher in the South and West than in the Northeast. The regional difference in interest rates revealed the unequal distribution of money across the country: the West and South lacked sufficient means of payment. This unequal distribution was due to the structure of the banking system, which was concentrated in the Northeast. McCulloch (1864, 47; 1865b, 35; 1868, 6) recognized that the banking system was concentrated in the Northeast and that a disparity between interest rates existed in different parts of the country. He attributed that disparity to the greenbacks monetary standard which, by raising the uncertainty as to the future value of money led "prudent men ... [to] ... hesitate both to lend or to borrow for any considerable period" (McCulloch 1868, 6). The hesitation of prudent men to lend their money for a considerable period of time was mostly felt in the agricultural districts, that is the South and West, because financing agricultural activities

---

<sup>96</sup> For a similar argument, see also McCulloch (1867, xii-xiii).

<sup>97</sup> Greenbacks were exchanged for gold in the gold room – where their price varied every day. For a description of the gold room, see Mitchell (1903, 182-187; 1908, 1-2).

necessitated long-term loans. Due to the uncertainty as to the future value of money, the capitalist preferred to lend his money on call rather than lend them for a longer period of time. Call loans were mainly available in the cities with a developed banking system: most of them were situated in the Northeast.

The disparity between the interest rates of the Northeast and West and South would cease to exist if a stable monetary standard was adopted – annihilating the uncertainty as to the value of money, thought McCulloch (1868, 6). He also proposed an additional solution to the disparity of interest rates when he served as comptroller of the currency in 1864; this solution was the pyramidal system for the redemption of national notes. According to this system, “every interior national bank, in addition to redeeming its notes at its own counter, is compelled to redeem at par, at some commercial center, thereby tending to prevent higher rates of exchange between the different sections of the country” (McCulloch 1864, 49).<sup>98</sup> The redemption of national notes in financial centers would reduce the inherent instability of a fiat monetary standard, long before the completion of the resumption of specie payments.

Nonetheless, McCulloch’s focus was not on the disparity of interest rates, but on the fact that greenbacks were noxious to economic development. Greenbacks as an inconvertible monetary standard established both an unstable and inflationary monetary standard. The problem was not inflation per se, but that inflation increased speculation at the expense of productive activities (McCulloch 1865b, 14; 1867, iv-v). Speculation was the type of economic activity based on call loans “that is to say, of loans in collaterals, subject to be called in at the pleasure of the banks” (McCulloch 1868, xxviii). The economic activities based on those loans were speculative, because “merchants or manufacturers cannot, of course, borrow on such terms, and it is understood that these loans are confined mainly to persons dealing, or

---

<sup>98</sup> This measure was adopted and was an essential part of the National Banking System, see chap. 1, pp. 46-47.

rather speculating, in stocks or coin” (xxviii). McCulloch (1865b, 6, 8; 1867, xiii, xvi) concluded that the greenbacks monetary standard encouraged speculative enterprises.

In addition, judicious enterprises were hindered by greenbacks inasmuch as the inflation they caused translated to increased cost of production by augmenting both wages and the prices of raw materials. Taking into account the high cost of production, investors considered that the only way for an investment to be profitable was by a further increase in prices, which would lead to cumulative inflationary movements (McCulloch 1866, 21). As long as investors in productive industry were cautious, legitimate production decreased.

Moreover, McCulloch worried that the maintenance of the greenback monetary standard would provoke a sectional financial crisis. For McCulloch, financial crises are the result of the accumulation of unsettled credits. In McCulloch’s (1865b, 7) words, “all serious embarrassment growing out of commercial intercourse between the people of different nations results from failure in the prompt payment of balances, and the carrying forward of these balances by extensions of credit.” He applied that same reasoning to the commercial relations between different sections of the country. If the balance of payments that results from the credit relations between the different sections of the country is not settled, but perpetuated through the establishment of credit, then a sectional financial crisis would follow sooner or later. McCulloch clearly explained his reasoning in the following quotation,

That balances between nations [and sections] should be promptly paid is the dictate of wisdom, because by prompt payment the adverse current is checked before the debtor nation becomes seriously involved; while, on the other hand, if they are permitted to accumulate, they may; when the day of the payment can no longer be deferred, prove not only disastrous to the debtor, but greatly disturb the business of the creditor nation. (McCulloch 1865b, 6)

Perpetuation of the balance through credit was much more probable under a fiat monetary standard, and for that reason McCulloch considered that the greenbacks fostered a sectional financial crisis.

What lay behind McCulloch's stance was his understanding of the role of money: McCulloch's rationale was that both convertible and inconvertible paper money could have real effects in the economy. Convertible paper money always promotes economic activity, while inconvertible paper money would do so in some specific cases. The difference between the two kinds of money was that while an overissuance of convertible paper money could not persist, an overissuance of inconvertible paper money could. This was explained by the fact that convertible paper money was regulated by automatic mechanisms of adjustment, such as the price-specie-flow mechanism.<sup>99</sup> McCulloch explains this in the following quotation:

Coin, being the circulating medium of the world, flows from one country to another in obedience to the law of trade, which prevents it from becoming anywhere, for any considerable period, excessive in amount; when this law is not interfered with by legislation, the evils of an excessive currency are corrected by the law itself. An increase of money beyond what is needed for the purposes above named, according to all experience, not only inflates prices, but diminishes labor; and coin, as a consequence, flows from the country in which the excess exists, to some other where labor is more active and prices are lower; to flow back again when the loss by one country and the gain by another produce the natural results upon industry and production. Thus, coin is not only the regulator of commerce, but the great stimulator of industry and enterprise. The same may be said of a convertible paper currency, which by

---

<sup>99</sup> In all his writings, McCulloch explains his reasoning without explaining the theoretical mechanisms behind his thinking. This is understandable as the reports of the Treasury are hardly the place for subtle theoretical developments. The next chapter will show that McCulloch was adopting the monetary theory of Simon Newcomb.

being convertible will not for any considerable period be excessive.  
(McCulloch 1867, ix)

That mechanism did not apply to the inconvertible paper money, which by not being convertible to a specific amount of gold cannot flow from one country to another in case of an excessive issuance. McCulloch acknowledges that when the quantity of inconvertible paper money is equal to the quantity demanded for “the payment and disbursement of the public revenues” then it would not be depreciated, but he considers this to be a very specific case (ix). The general case would be an excessive issue of inconvertible paper money to be indicated by “a decline of industry, an advance of prices, and a tendency to speculation” (ix) – as was the case with the greenbacks.

Based on this same distinction between convertible and inconvertible paper money, McCulloch considered that governments should not be trusted with the ability to issue money – because they could use it according to “the necessities of the treasury or the interest of parties” (McCulloch 1865b, 4).

All those reasons illustrate the “necessity of having everywhere the same standard of value,” according to McCulloch (1865b, 7). The same standard that should be adopted everywhere was the gold standard as gold was an international means of exchange (McCulloch 1866, 10; 1867, xi). In order to do so the premium had to be absorbed or the currency appreciated. With the aim of resuming specie payments at pre-war parity McCulloch proposed two different policy measures, a) a contraction of the quantity of greenbacks in circulation, and, b) a debt refunding policy.

To attain the objective of resuming specie payments his policies aimed at diminishing the premium of gold. The premium of gold expressed the value of greenbacks and was “fluctuating in value according to the results of battles and of speculative combinations” (McCulloch 1868, v).<sup>100</sup> Since the war was over, the price of gold depended “upon the amount [of greenbacks] in

---

<sup>100</sup> See also McCulloch (1865c, 917; 1864, 53).



circulation, and the financial condition of the country” (McCulloch 1888, 179). The two different policy measures aimed to act on those two factors. First, the contraction of the excessive quantity of greenbacks would diminish the premium of gold (McCulloch 1865b, 9). Second, the policy of debt funding would ameliorate the financial condition of the country.

In order to apply the first measure, Secretary McCulloch (1865b, 9) in 1865 requested Congress to grant him authorization to contract the quantity of greenbacks in circulation. Congress passed the Contraction Act and gave permission to the Treasury to cancel “ten millions of dollars of the United States notes ... within six months from the passage of the act, and not more thereafter than four millions of dollars in any one month” (McCulloch 1888, 211). Actually, McCulloch (1866, 8-9) had wished for more freedom concerning the quantity of greenbacks he would be able to contract, and was disappointed that the Congress had limited his ability to contract as much as he deemed necessary. Nonetheless, McCulloch (1867, i) considered this policy effective in preventing “an expansion of credits,” and the financial crisis that may follow it as well as in diminishing speculation.<sup>101</sup>

The second measure was the debt refunding policy. The debt refunding policy consisted in diminishing the burden of the debt by substituting outstanding bonds by bonds bearing a lower interest rate (McCulloch 1865b, 22; 1867, xxv; 1868: xxiii). In addition, McCulloch insisted that it was crucial to reimburse both the interest and the principal of the new bonds in gold, because it was the only way for the creditors to accept a lower interest rate.

What was even more interesting was that the policy aimed to ameliorate the U.S. position in international financial markets. McCulloch (1865b, 16, 26; 1866, 22) considered that it would be better if the debt of the country was domestically held, but as a portion of the U.S. debt was already held abroad,

---

<sup>101</sup> On the effects and the reception of McCulloch’s policy, see chapter 1, pp. 50-53.

the role of the Treasury would be to raise the value of externally held debt.<sup>102</sup> In his first report, McCulloch (1865b, 26) proposed to raise the value of the 5-20 bonds by declaring the payment of both their principal and interest in gold.<sup>103</sup> A year later, McCulloch (1866, 14) asked to be authorized to issue bonds “payable in not over twenty years and bearing interest at the rate of not over five per cent., payable in England or Germany, to an amount sufficient to absorb the six per cent. bonds now held in Europe.” The aim of this policy was again to raise the value of the U.S. bonds held in Europe, as well as to make sure that the bonds would not be returned for their repayment when their return would be the least desired (23).<sup>104</sup> McCulloch (1868, xvi) continued to make the same argument in the following years.

By increasing the value of the bonds held abroad, the credibility of the U.S. government also increased (McCulloch 1868, xxi-xxii). A government’s credibility was measured by the value of its bonds, and could be endorsed by “recognition of the obligation of the government to pay its bonds in accordance with the understanding under which they were issued [in gold]” (McCulloch 1867, xvii). Hence, McCulloch (1865b, 25-26) asked the Congress to “declare that the principal, as well as the interest, of these bonds is to be paid in coin.”

The aim of the debt refunding policy was to diminish the burden of the debt, as the interest rate of the new bonds was lower (McCulloch 1866, 23). The policy also aimed at improving the credit of U.S. bonds and their market

---

<sup>102</sup> According to Wilkins (1989, 107), in June 1865 “some \$500 million to \$800 million of ‘U.S. bonds’ were held in Europe.” By 1868, \$700 million in U.S. federal bonds were held abroad (Sexton 2005, 197), and by 1869 some 45% of U.S. bonds were held abroad (Wilkins 1989, 110).

<sup>103</sup> The 5-20’s were “tax-exempt securities bearing 6 per cent interest in gold which the government could ‘pay’ in five years, if it chose, and which must ‘redeem’ in twenty” (Unger 1964, 17). At the time of their issuance, it was only specified that the interest rate would be paid in gold, but nothing was said about the form that would take the reimbursement of the principal, this raised serious concerns in the post-bellum period, see chapter 1, p. 45.

<sup>104</sup> McCulloch may have had in mind that those bonds would not be returned when their return was the least desired because the European markets were larger, in that they could absorb shocks easier than the U.S. markets. In addition, European markets were not subject to the seasonal harvest cycles that the U.S. markets faced.

value (McCulloch 1865b, 25-6; 1868, xxi-xxii). More importantly, the policy aimed to promote specie payments. This would be done by absorbing the premium of gold. As previously said, the premium of gold depended on the quantity of greenbacks in circulation as well as the financial condition of the country. Improving the credibility of the Union through debt refunding was synonymous with improving “the financial condition of the country” (McCulloch 1888, 179). As a result, the premium of gold would decline. McCulloch’s (1867, iv-v) reasoning for considering debt consolidation as a necessary condition for the resumption of specie payments now becomes clear.

In addition, the reimbursement of principal and interest in coin was a direct step towards resuming specie payments by both reinforcing gold as the means of payment of the public debt and by avoiding further issues of greenbacks. McCulloch (1867, xxviii) believed that if bonds were not reimbursed in coin, they would be reimbursed in greenbacks, “which must themselves eventually be paid in coin, converted into coin bonds, or repudiated.” Moreover, bonds were used as a means to retire greenbacks from circulation (McCulloch 1865b, 22).

Last but not least, McCulloch (1865b, 23; 1868, xxiii) thought that debt refunding would promote the resumption of specie payments in an additional way: once a part of the debt was refunded in lower interest rates, the whole debt could have been negotiated on more “favorable terms.” Thus, limiting the burden of the debt could give U.S. government access to lower interest rate credit, then debt payment could be again reduced, and resumption advanced. However, lower interest rates seem to be both the precondition and the result of the resumption policy. Lower interest rates were the object of debt refunding, necessary to resumption, and the result of the resumption, and in that McCulloch used a circular argument. It could be that McCulloch considered that resumption would consolidate the lower interest rates obtained by the announcement of future resumption.

### **Greenbacks Peg, Debt Refunding & Resumption: Sherman's approach**

John Sherman agreed with McCulloch on the need to resume specie payments as a way to promote U.S. financial integration.<sup>105</sup> Yet, he did not endorse McCulloch's contraction policy, instead he proposed restoring specie payments through debt refunding and a greenbacks peg.

U.S. financial integration was hindered under a greenback monetary standard, thought Sherman. Under the greenback standard the value of U.S. bonds diminished and their interest rate increased. The reason was to be found in the fact that the value of U.S. bonds was "fixed by the gold standard of London and Frankfort" according to the price of gold in greenbacks (Sherman [1869] 1879, 191-92). The price of gold in greenbacks was used as a measure of greenback depreciation, as well as a means to determine the rate of exchange between the dollar and other monies, in that it influenced the capacity of the government to place its bonds on lower interest rates or to raise their value (Sherman [1868] 1879, 182; [1869] 1879, 191). A high premium of gold diminished the value of bonds or increased their interest rate, while a lower premium of gold would increase the value of bonds or diminish their interest rate. The greenback monetary standard was accompanied by a high premium, and it thereby impeded financial integration.

The greenbacks monetary standard impeded financial integration in an additional way. Borrowing in greenbacks signified that the US received a depreciated paper money for its bonds, while they had to reimburse those bonds in an appreciated gold. This raised the cost of borrowing significantly, as Sherman ([1873] 1879, 390) explains: "bonds payable after a period of years ... must be paid in gold, whether the gold is stipulated for or not, and yet the price paid for them is usually in currency. We pay in gold and receive in

---

<sup>105</sup> Sherman's adherence to the idea of financial integration was also demonstrated by his contribution on the international conferences on money with a plan for creating an international gold standard. On this plan see Nichols (1934, 185-86).

currency, and thus at the outset submit to a loss of the entire depreciation of our currency.”

On the contrary, financial integration would have been promoted by a convertible monetary standard. The government would be able to place bonds with lower interest rates both in the domestic and international financial markets, as Sherman explains in the following quotation.

The United States is a new nation, and therefore a debtor nation. By placing ourselves in harmony with the money units of the creditor nations, we promote the easy borrowing of money and payment of debt without the loss of recoinage or exchange, always paid by the debtor. This is necessarily so where the debt is payable abroad; and, if payable here, the creditor discounts the exchange and difference in coinage in advance. (Sherman [1868] 1879, 182)

Sherman’s reasoning was that under convertibility the value of a dollar, that is its price in gold, was stable as the variability of the exchange rate was limited to “such slight variations as will indicate the course of trade” (182). This established an economic stability that would allow the US to negotiate its debt under better conditions.

As long as Sherman considered that the adoption by the US of “the money units of the creditor nations,” the question was how could they resume specie payments at pre-war parity. To do so, the price of gold had to diminish. For Sherman ([1865] 1879, 82), the price of gold depended on the confidence of the public relative to the capacity of the government to resume specie payments. As confidence increased, the price of gold decreased. Hence, the accomplishment and maintenance of resumption depended on public confidence (Sherman [1865] 1879, 82; [1873] 1879, 394).

But how could the government build up public confidence? Sherman believed that it would be built up through debt refunding and a greenback peg, as the following quotation indicates.

This fact shows that the mere amount of legal tender outstanding does not fix the rate of gold. That is the result of the restored confidence of the people of this country and of all nations in the credit of the United States. I believe that if the Secretary of the Treasury will keep out of the stock market, will just remain in his seat in the Treasury Department, and pay the debts as they come due, the people of the United States will take care of the currency of the country and of the credit of the Government; and it will not be necessary to buy bonds before they mature or do anything else except simply to meet the current indebtedness in order to bring us back to specie payments, and I do not believe any power can prevent it. (Sherman [1865] 1879, 96)

In this quotation Sherman refers to two related policies: a) debt reimbursement, and, b) regulating the quantity of greenbacks in circulation. As concerns debt reimbursement, Sherman clearly states that he considers it as a means to build up public credit. His reasoning was circular: when the government reimburses its debts, confidence in its ability to repay debts advances bonds at par (Sherman 1877, 426; 1895, 438). To put it differently, as debt reimbursement progressed the country would be able “to borrow on better terms” (Sherman [1865] 1879, 85) as long as the value of government bonds “will advance only with the improving credit of the country” – thereby enabling the government “to take advantage of the money market to reduce the interest still further” (Sherman [1869] 1879, 200).

In order to provide for debt funding, Sherman (1895, 435-36) reported the Funding Bill on 1867 that aimed at replacing the “5-20’s” issued during the Civil War by 5% bonds at par reimbursable interest and principal in gold. Sherman proposed granting the Treasury the authority to intervene in the open market in order to sell the new 5% bonds for greenbacks – thus funding

the debt. The bill passed as the Funding Act of 1870 (16 *US Stat*, 272-74, chap. 256).<sup>106</sup>

This act also addressed the second aspect of Sherman's resumption policy. The policy of debt reimbursement implied a variation of the quantity of greenbacks in circulation: the Treasury would sell bonds for greenbacks, and then it would use the notes received to buy outstanding bonds. As long as the greenbacks received were paid out to buy outstanding bonds, the stock of greenbacks would be stable; avoiding both a contraction or an expansion of greenbacks (Sherman [1873] 1879, 394; 1895, 438). In that way, the policy of debt reimbursement and the improvement of the public's confidence in the government's credibility would have also brought greenbacks at par while maintaining the quantity in circulation stable (Sherman 1895, 438). In the following quotation Sherman traces the links between the policy of debt reimbursement, the quantity of greenbacks in circulation, and resumption of specie payments.

If in 1868 we had, as proposed in the Senate, authorized United States notes to be received for five per cent. bonds at par, we would have long since been at specie payments. The notes when received could have been paid out again for the payment of currency expenses and the purchase of bonds, precisely as now when gold is sold for notes and notes applied to the purchase of bonds. In this way we would have reached a specie standard the moment our five per cent. bonds were worth par in gold. The advancing credit of the nation would have lifted our currency to par in gold precisely as it lifted all forms of bonds to or above par in gold. And now when our credit is greatly improved by the rapid payment of the debt, as evidenced by the advanced value of our notes in gold, we can raise their value to the specie standard much more readily than four years ago. (Sherman [1873] 1879, 394)

---

<sup>106</sup> The Act was amended in 1871 (16 *US Stat*, 399, chap. 23), for more details see the appendix.

Note that Sherman writes this as late as 1873, while he refers to the policy of 1868. What he is actually arguing against is McCulloch's policy of contraction, that was suspended in 1868. To this policy he opposes his own, the one of debt refunding and a greenback peg (Sherman [1866] 1879, 90; 1895, 434). For Sherman, his policy would be effective, while experience has shown that McCulloch's wasn't. The "necessity to withdraw greenbacks in order to return to specie payments depends entirely upon the amount necessary to conduct the business of the country and the degree of public confidence in its redemption," wrote Sherman ([1873] 1879, 394). Not only was it not necessary to contract the quantity of greenbacks, it would also be harmful because it would produce instability and raise interest rates (Sherman [1865] 1879, 95).

This didn't signify that Sherman was in favor of a new issuance of greenbacks. Pegging the quantity of greenbacks consisted in opposing both contraction and expansion. Sherman ([1868] 1879, 164) opposed greenbacks expansion as a measure that would depreciate the value of bonds: "every additional greenback issued tends to depreciate the value of the security; and therefore, as the law itself limits the amount, it must be complied with, whatever consequence." Hence, greenbacks expansion hindered resumption by harming public credit and raising interest rates.

In his will to provide for greenbacks pegging, Sherman ([1868] 1879, 174-75) endorsed the interconvertible bonds: a bond convertible into greenbacks and convertible again in greenbacks at the pleasure of its possessor. The desired result was to promote resumption of specie payments without provoking a scarcity of the means of payment. As long as the bond bore an interest rate, inactive money (hoarded) would be used to buy the bond so as to earn the interest rate, while the interconvertible attribute of the bond allowed converting it in greenbacks whenever a need for liquidity appeared. The interconvertible bond became very famous in the Midwest by reason of the scarcity of the means of payment observed in this section. Sherman's endorsement of the interconvertible bond was perhaps not devoid of political



preoccupations as his electoral base was in the Midwest. From a theoretical perspective, Sherman viewed the interconvertible bond in this way:

The true way to guard against both undue expansion and contraction while specie payments are suspended is to allow the public creditor, whether note-holder or bond-holder, to exchange one for the other, without any limitation except that the aggregate of circulation should not exceed the United States notes now outstanding; and this aggregate may be gradually reduced as specie payments are resumed. (Sherman [1869] 1879, 200-201)

Once again, Sherman traced the link between greenbacks pegging and debt refunding: greenbacks pegging was a constituent part of the debt refunding policy while both raised public credit and advanced resumption (Sherman [1867] 1879, 154-55; [1869] 1879, 199). Resumption would then provide for U.S. access to international financial markets and lower interest rates.

Both Sherman and McCulloch served the same cause of U.S. financial market integration, but they did not agree on the means to promote it. Their main difference is to be found in their stance on the quantity of greenbacks in circulation, a difference that was due to their theoretical approaches to the determination of the price of gold. Sherman ([1866] 1879, 96) held that the “mere amount of legal tender outstanding does not fix the rate of gold,” what did fix the price of gold was the national credit, as the latter improved the price of gold decreased ([1865] 1879, 82). Hence, McCulloch’s contraction policy could have been avoided by building up public credit through greenbacks pegging and debt refunding. However, McCulloch (1888, 179) thought that it was not only the quantity of greenbacks in circulation, but also the financial condition of the country that determined the price of gold. It was from this viewpoint that he combined his policy of contraction with a policy of debt refunding.

### **3.2. U.S. Commercial Market Integration**

Both McCulloch and Sherman considered that a necessary condition for financial integration was the advancement of the nation's credibility. For Sherman, this credibility would be improved by funding the debt as well as by reassuring the financial and productive interests that the deflationary policy would not be so abrupt as to hinder the productive capacity of the country. McCulloch too proposed a debt refunding policy, but he considered that the public credit would be improved by promoting a prompt resumption of specie payments – so as to reassure the nation's creditors that their investments would be correctly reimbursed.

McCulloch and Sherman also shared the goal of commercial integration. Both of them identified two necessary conditions for commercial integration: a) the maintenance and reinforcement of competitive national production, and, b) a stable monetary standard facilitating trade. As in the case of financial integration their means differed. McCulloch insisted on the development of a productive industry and its access to the markets by combining specie payments and free trade. Sherman's focus was on U.S. competitiveness that he hoped to improve by combining gold-monometallism and protectionism.

#### **McCulloch, Specie Standard, and Free Trade**

McCulloch (1888, 502) thought that resumption of specie payments and a free-trade policy would render the US “a first-class power among nations.” His policies aimed at allowing the US to “become the great competitor of Great Britain in the markets which she now substantially controls” (510) – this was McCulloch's term for commercial integration. The sine qua non of which was the development of a competitive productive industry that would export its products.

As discussed in the previous section, productive or legitimate industry was the opposite of speculative industry. Productive industry flourished under

convertibility, while speculative business burgeoned under an inconvertible monetary standard. The greenback approach thought differently: the greenbacks could promote productive industry. Worse, McCulloch's contraction policy, a means to resume convertibility, would produce deflation and hinder the productive industry of the country, the greenback approach maintained. McCulloch (1865b, 5; 1865c, 917) rejected those worries. "The increase or decrease of prices would, if no counteracting causes intervened, be the natural result of the increase or decrease of the measure of value, while real values remained unchanged," argued McCulloch (1867, x). His thinking was that if the policy of contraction is clearly stated and followed, then businessmen can adapt their anticipations and "specie payments may be restored without a shock to trade, and without a diminution of the public revenues or of the productive industry" (McCulloch 1865b, 14). Even better, the policy of contraction would boost productive industry by establishing a stable monetary standard (McCulloch 1865b, 12; 1865c, 917; 1867, i). The products of the developed productive industry could then be exported establishing a surplus balance of payment.

Still, producing was not enough to establish a surplus trade balance, the U.S. products' competitiveness on international markets also had to be improved. For McCulloch, price competitiveness was promoted by an appreciated exchange rate, in that the appreciated exchange rate would promote exports and hinder imports. Inversely, a depreciated exchange rate, prevailing when prices are inflated, trigger imports (McCulloch 1867, xviii; 1868, xv-xvi) and results in a gold outflow (McCulloch 1865b, 8). It follows that McCulloch (1866, 10) believed that his contraction policy was "indispensable to an increase of labor and a reduction of prices, to an augmentation of exports and a diminution of imports, which alone will place the trade between the United States and other nations on an equal and satisfactory footing."

McCulloch's conception of the effects of an exchange rate appreciation was subject to criticism. Carey, among others, thought that an appreciated exchange rate hindered U.S. competitiveness while a depreciated currency improved it. McCulloch accepted that in the short run a depreciated exchange rate could raise price-competitiveness of exports, but he posited that this short-term effect would be quickly absorbed by inflation. In the following quotation McCulloch states clearly his view of the effects of the exchange rates on trade.

It is doubtless true that a high rate of exchange did for a time increase the exportations of our productions, and diminish the importation of foreign articles, but this advantage was much more counterbalanced by the largely increased expenses of the government and of the people resulting from the very cause that produced the high rate of exchange. Besides, this apparent advantage no longer exists. The advance of prices in the United States, notwithstanding the continued high rate of European exchange, is now checking exports and inviting imports, and is creating a balance in favor of Europe that is likely to be the greatest obstacle in the way of an early resumption of specie payments. Nor must it be forgotten, that while the export of our production was stimulated by the high rate of exchange, this very high rate of exchange enabled Europe to purchase them at exceedingly low prices. (McCulloch 1865b, 13)

McCulloch focuses here on the prices rather than the exchange rate. For him, a depreciated standard is an inflationary standard. High prices could only diminish the price competitiveness, McCulloch insisted. Similarly, he believed that his deflationary policy would improve the price competitiveness of U.S. products, even if it appreciated the exchange rate. McCulloch distinguishes here the effect of the exchange rate with the effect of prices and considers that the variation of prices would compensate the exchange rate variations.

To promote the export of productive industry's products McCulloch (1866, 21) wished to combine his monetary policy with a policy of free trade. For McCulloch (1888, 509, capitals in the original), "what the great productive interests of the United States now need is, not protective duties, but **MARKETS**." Those markets could only be provided by a free-trade policy inasmuch as international trade could only develop in terms of reciprocity. "Trade is essentially barter, and there can be no barter as long as trade is fettered with unequal duties on articles to be exchanged," wrote McCulloch (505). Viewing imports as a necessary condition for exports was actually a very common idea in the mid-nineteenth century (Stanwood 1903, 67).<sup>107</sup> Still, McCulloch's assessment was subtler than the common idea. He thought that a free-trade system combined with an appreciated currency would provide U.S. manufactures with cheaper raw materials. As a result, the cost of national production would decline, improving its competitiveness (McCulloch 1888, 505-6). On the contrary, a protective tariff raised the cost of production by adding to the cost of raw materials (McCulloch 1868, xv). On a more general level, a protective tariff prevented "free international exchanges" (McCulloch 1888, xiv) and was "gradually shutting up foreign markets against our [U.S.] manufacturing goods" (508).

To sum up, specie standard was the basis for the development of a productive and competitive industry, an indispensable condition to the establishment of a surplus commercial balance. With that object in mind, McCulloch prescribed the combined of a specie standard and free-trade policy.

### **Sherman, Specie Standard, and Protectionism**

Commercial integration would be promoted by the adoption of both a specie standard and protectionism, thought Sherman. The combination of a gold standard with protective duties is not, a priori, a coherent one as equilibrium

---

<sup>107</sup> The fact that McCulloch was a free trader contributes to Palen's argument (2016) showing that a tendency in favour of free trade existed and grew in the Republican Party during the Reconstruction period.

mechanisms of the gold standard necessitated free trade.<sup>108</sup> Still, Sherman considered that the adoption of a protective policy was necessary in order to counterbalance the negative effects of the inconvertible monetary system, as well as of the appreciation policy to the competitiveness of U.S. products. Sherman's proposal was rooted in the idea that a necessary condition for commercial integration was the establishment of a competitive industry which, in the context of the U.S. reconstruction period, necessitated a protectionist policy.

Competitiveness of U.S. products depended on the exchange rate. The adoption of a depreciated monetary standard induced a loss of exchange for both imports and exports, according to Sherman. Imports were more expensive because they had to be paid with an appreciated standard, i.e. in gold. Exports also entailed a loss due to the fact that the U.S. products' price was deflated proportionally to the amount of depreciation. Sherman explains this reasoning in the following quotation.

Experience has established that every nation using a depreciated currency loses in exchanges with a nation having a better currency. If we buy abroad, specie is the standard of value, and the cost of the article to us is at once increased by an addition of the depreciation of our money and a percentage for exchange and risk. What we sell abroad is also measured by the specie standard, and the loss by exchange, whether we buy or sell, is paid by us. (Sherman [1873] 1879, 390)

Sherman makes this argument at a time when the US had adopted a depreciated currency while pursuing a policy of greenbacks appreciation. It is in this context that under a depreciated standard the US loses by selling

---

<sup>108</sup> Free trade was a necessary condition of the price-specie-flow mechanism inasmuch as commodities arbitrage was necessary to establish equilibrium. However, Marcuzzo and Rosselli (1987, 378) have shown that the purchasing power parity of gold in terms of currency "alone was the market mechanism on which the gold standard was based during the first decades of its history." In addition, as mentioned before (p. 118), Le Maux (2017) sees the combination of protectionism and strong money as a policy mix.

abroad: an exporter receiving gold for his exports would have to pay more gold for the same quantity of greenbacks, if, in between the moment of export and the reception of his payment, the price of greenbacks in gold had increased, i.e. the price of gold in greenbacks decreased. Sherman concluded that such issues would cease to exist once the specie payments were resumed, in that international integration would be facilitated under a convertible monetary standard.

In the meantime, the policy of appreciation hindered U.S. competitiveness due to the rigidity of prices as compared to the price of gold in greenbacks. For Sherman ([1867] 1879, 128), the greenback monetary system advanced “prices far beyond the difference between paper and gold.” The policy of appreciation had declined the price of gold, but the latter “fell much more rapidly than the prices of labor or of other commodities” (124). This meant that wages and the prices of raw materials were maintained at a high level, increasing the cost of the product of a U.S. producer, while the price of gold declined rendering imports less expensive. As a result, Sherman concluded that “the system of paper money is a discrimination in favor of the importer of foreign goods,” that discrimination translated to an increase in imports (129). As imports increased, competition in the domestic market grew, further disrupting the development of national production – a necessary condition for international integration (Sherman [1867] 1879, 124-25; [1872] 1879, 349).

To counterbalance this loss of competitiveness, Sherman thought that the best policy would be the maintenance of protectionist policy ([1867] 1879, 129; [1872] 1879, 346). Throughout the Reconstruction period, he endorsed the commercial policies that aimed to protect domestically produced goods or the raw materials entering into domestic production (Sherman [1867] 1879, 130; [1872] 1879, 352). Sherman ([1872] 1879, 346-47) defended those policies believing that a protective tariff would ultimately reinforce U.S. commercial

integration by promoting the U.S. production and preserving the competitiveness of national production.

Facing the increasing number of free traders in Congress, and additionally the fact that the Midwest (Sherman's electoral base) was a free-trade section, Sherman envisaged other policies for rendering U.S. production more competitive. One could think of reducing wages or increasing the price of gold, but both policies could not have been applied during the Reconstruction period. Sherman ([1867] 1879, 131) felt that a reduction of wages would cause distress, and that an increase of the price of gold would stand for the abandonment of a return to specie payments at pre-war parity. As a matter of fact, the relative lack of U.S. laborers rendered a wage decline impossible, whereas the adoption of a protective tariff was possible thanks to the dominance of the Republican Party.

Sherman however did not endorse protectionism under every circumstance. Once the resumption of specie payments had been completed, the need for a protective policy would cease to exist; then a free-trade policy should be adopted.<sup>109</sup> In other words, with the completion of resumption the cost of production would be reduced "in the same ratio that gold was reduced," improving the competitiveness of U.S. products (Sherman [1867] 1879, 124).

Over and above the need for competitive national production, commercial integration also necessitated the adoption of a monetary standard that would promote international transactions. This was not the case under an inconvertible monetary standard, as long as commercial transactions necessitated the conversion of greenbacks to gold and the rate of this conversion was not stable given that it was subject to speculative enterprises (Sherman [1869] 1879, 193). Accordingly, uncertainty about the value of

---

<sup>109</sup> Sherman's conditional endorsement of the protective tariff indicated that he was essentially a free trader. For the criteria for characterizing someone a free trader or a protectionist in the postbellum period, see Meardon (2007, 583).



greenbacks slowed down commercial transactions, thought Sherman ([1873] 1879, 387-88).

To the uncertainty proper to an inconvertible standard was added the uncertainty due to McCulloch's contraction policy. As said previously, the policy of contraction did not fix the exact amount of greenbacks that would be contracted every month; it only set a limit to it. For Sherman ([1866] 1879, 91), the "uncertainty of the amount of currency on hand, and the uncertainty as to the policy to be adopted by the Government and the Secretary of the Treasury, take away from them [business men] all the means of judging as to what amount of business they can transact." As a consequence, the number of commercial transactions diminished. If uncertainty was gone too far, it could even lead to a general panic (Sherman [1868] 1879, 175). It goes without saying that a decrease in commercial transactions is incompatible with commercial integration.

Uncertainty would be remedied by a resumption of specie payments – the adoption of a monetary standard synonymous with stability. A gold standard established a monetary regime with a currency that would "purchase as much food or clothing as the same sum in gold coin; that will measure the products of all other nations as well as our own, and is not subject to the fluctuations and speculative changes of our present currency [greenbacks]" (Sherman [1873] 1879, 391). It follows that a specie standard facilitated international exchanges and placed the US alongside the countries using the "fixed international standard of value, by which all products may be measured, and in conformity with which the coin of a country may go without being disconcerted by the money changes" (Sherman [1868] 1879, 180).

Following that analysis, it seems that Sherman distinguished between long-run and short-run effects. A strong money policy aimed at improving U.S. product competitiveness in the long run and providing stability of international transactions, while in the short run protectionist tariff policies aimed at counterbalancing the negative effects of an inconvertible standard.

Thus, in Sherman's scheme stability and competitiveness of the U.S. products were established and consolidated by specie resumption – in view of U.S. integration.

## **Conclusion**

Sherman and McCulloch used different means to the same end. Their divergent understanding of the effects of deflation and appreciation led them to different policy propositions. McCulloch considered that greenbacks contraction would not be harmful to productive industry. As to the appreciation of the exchange rate, he considered that it would improve the U.S. commercial balance. On the contrary, Sherman highlighted the short-term effects of the appreciation policy: it was deteriorating U.S. competitiveness. Hence, he proposed counterbalancing the loss of competitiveness via a protective tariff. McCulloch also accepted this short-term effect, but he thought that it would be rapidly absorbed. As a result, he didn't endorse protectionism.

It seems that the main difference between McCulloch's and Sherman's proposals lies in their emphasis on the short-term and long-term effects. Sherman thought that the policy measures should compensate the short-term effects without losing sight of long-term objectives. On the contrary, McCulloch focused on the long-term effects rather than the short-term ones – even if he admitted the existence of the latter.

Notwithstanding the apparent divergence of the secretaries' policies, the objectives that those policies served evince their coherence. This study reveals that above all the gold approach served a larger objective, that of international integration.

This chapter has focused on two important individuals of the post-bellum period by a history of economic thought perspective, which contributes to the previous literature in three different ways. No previous

studies have focused specifically on McCulloch, and there are only a few accounts of Sherman – none of which focuses on his economic thought (Burton 1906; Kerr 1907; Nichols 1934; Egnal 2007). This chapter follows Richardson's (2006, 84) call for a close study of the policy makers of the Reconstruction period, such as Sherman and McCulloch.

Understanding the economic rationale of McCulloch and Sherman not only helps us understand the ideas of two major figures of the U.S. Reconstruction monetary debates, but it also helps us understand the approach that they defended in the debate. Under the term gold approach we can group politicians and intellectuals with a variety of policy prescriptions, but this chapter aimed to show that what the gold approach shared above all was a vision of economic development.

Elucidating the importance of this vision allows also for a better understanding of the greenbacks debate. What were opposed in the debate were not only different economic analyses or policy recommendations, but also different visions of economic development. This shows that the issues at stake in this debate reflected bigger questions about the future of the US, as well as the way to reallocate resources and power to command those resources in a nation just after the end of a civil war. Past accounts of the debate have already highlighted this aspect (for example Sharkey ([1959] 1967), Unger (1964), Nugent (1967), and Barreyre (2014a, 2014b)), but what is new here is the focus on the ideas behind the policies. Tracing the links between ideas, policies, and visions of economic development makes possible a better understanding of the rationale behind Reconstruction policies. It also sheds light on investigations into the construction of the American state and the influence of economic ideas in state development – an aspect missing from the current literature.

However, our understanding of the gold approach would be limited if we focus only on McCulloch and Sherman. While they offer an illustration of the vision of economic development that motivated the policy propositions of

the gold approach, both of them mainly use economic arguments rather than develop an economic theory. This seems consistent with their role as secretaries: a treasury report is hardly the place for developing economic theories. If we want to focus on the economic theory of the gold approach, elements of it can be found in the writings of Simon Newcomb, as will be presented in the next chapter.

## Chapitre 4

### Simon Newcomb: a Theoretical Reply to the Greenback Approach

Simon Newcomb (1835-1909) is known for having written the equation of exchange in the form by which it is known today. He has also contributed to economic theory by introducing the distinction between a fund and a flow (Dunphy 1956). Keynes (1930, 233n) wrote that Newcomb's "*Principles of Political Economy*, published in 1886, is one of those original works which a fresh scientific mind ... is able to produce from time to time in a half-formed subject like Economics; and it still to-day deserves perusal. ... The whole thing [equation of societary circulation] is worked out much subtlety – more subtlety, perhaps, than is shown by Fisher." For Schumpeter (1955, 863-66), Newcomb played an important role in the education of great U.S. economists such as Irving Fisher. Friedman and Schwartz (1963, 18n) thought that Newcomb's book on the greenback was "the most sophisticated, original, and profound analysis of the theoretical issues involved in Civil War finance that we have encountered, regardless of the date of publication." Yet Newcomb is rarely mentioned as a participant in the greenback debate. Major history books on the debate merely mention him, Unger (1964, 129) mentions Newcomb once, and Barreyre (2014b) does not mention him at all.<sup>110</sup> Historians of the

---

<sup>110</sup> Unger (1964, 129) includes Newcomb in "a gifted corps of financial freelances and journalists" that supported the resumption approach in the greenback debate. Nugent (1967,

greenback debate probably did not focus on Newcomb because his political prominence was not at the same level as that of Hugh McCulloch, John Sherman, or even Henry C. Carey. Nonetheless, Newcomb was an important participant in the greenback debate: he offered the only theoretical response to Carey's political economy.

In the previous chapters, the two approaches on the proper monetary and commercial policies for government to take have been presented. Each side of the debate's defense of a particular vision of the proper course of U.S. economic development and the position of the U.S. in international commerce that would result from it were also presented. Notwithstanding, while we have seen that Carey developed an economic theory to defend his policy propositions and his vision of economic development, no such aspect has been presented in what concerns McCulloch and Sherman. The theoretical aspect of the gold approach was given by Newcomb.

Newcomb, a renowned mathematician and astronomer, came to economics by reading H. C. Carey's *Principles of Social Sciences* during the Civil War. Towards the end of the war, Newcomb (1865) published a book at his own expense aiming to correct the fallacies of monetary theory. Those fallacies were precisely the monetary theory and policy proposals that were held by Carey in particular, the greenback approach in general. Newcomb continued to criticize Carey after the Civil War: first with a review of Carey's methodology, followed by a criticism of his economic theory ([Newcomb] 1866a, 1866b). As late as 1873, Newcomb (1873, 207-8) continued to denounce Carey's policy proposal in favor of the greenback monetary standard.

Correcting Carey's fallacies required precise identification of them first. Newcomb located the roots of Carey's fallacies in his erroneous methodology. Based on a methodological critique, Newcomb was able to identify how

---

120) refers to Newcomb's 1865 book as "one of the most rigorous but influential contemporary statements," but does not say much more than that.

Carey's methodology led him to worry needlessly about the problem of scarcity of the means of payments. Applying his own methodology, Newcomb was able to identify a more meaningful issue: it was the stability of the dollar. To completely address this issue required him to develop a monetary theory. Newcomb's monetary theory guided him to prescribe the right policies for stabilizing the dollar.

Newcomb's contribution to methodological debates of the late 19<sup>th</sup> century is already well known. Various authors have focused on Newcomb's quest for positive and mathematical economics (Coats 1961; Barber 1987, 180; 1988, 214; Moyer 1992, 100; Wible and Hoover 2015, 514). Other have noted his role in molding U.S. academic economics through his debate with Richard T. Ely in the 1880's. Barber (1987) presents how the *American Economic Association* was created by the Ely in order to protect the institutionalists from Newcomb's methodological attack. In this debate, Newcomb defended the ideas of classical political economics, a "hypothetico-deductive methodology that relied on abstract, immutable laws," and free-trade policies (Moyer 1992, 106-7). On the opposite side, Ely defended an empirical approach to economics close to that of the German historical school, an inductive method, and policies that favored "government intervention" (106-7). This methodological debate demonstrated Newcomb's use of methodology as a rhetorical tool to "justify his own political, economic, pedagogic, religious, and philosophical positions" (xii-xiii). In the same vein, Newcomb's methodological criticism of Carey aimed at promoting Newcomb's own views on the right economic policies, Moyer (112-13) suggested. However, Moyer did not go any further in explaining how exactly Newcomb offered a theoretical reply to Carey and the greenback approach. Section 2 of this chapter shows how the methodological discordance between Newcomb and Carey were the starting point for Newcomb's contribution to economics and to the money question of the Civil War and Reconstruction period.

Newcomb's best-known contribution to economic theory is the equation of exchange.<sup>111</sup> Echoing Carey's term of societal circulation, Newcomb called his equation the equation of societal circulation. The latter became popularized by Irving Fisher. After Newcomb's death, Fisher (1909, 642) published an obituary note expressing his admiration for Newcomb's economic thought and his equation of societal circulation, while highlighting that "this equation, with due amplifications, represents the so-called 'quantity theory of money' in its highest form." Some years later Fisher (with Brown 1911) dedicated *The Purchasing Power of Money* to Newcomb, praising him again for his equation of exchange. Historical studies of Newcomb's monetary thought focused similarly on his equation of societal circulation (Burns 1929, 574; Keynes 1930, 233; Marget 1938-42; Hutchison 1953, 270-71; Spiegel [1971] 1983, 616-17; Humphrey 1984, 18-19). Accordingly, some of those studies treated him as a proponent of the quantity theory of money (Fisher 1909, 642; Dorfman [1949] 1969, 86-87; Barber 1987, 179), the only two exceptions being Dunphy (1956) and Hegeland (1951). In aiming to evaluate Newcomb's contribution to economics, Dunphy (1956) was careful to distinguish between Newcomb's equation of exchange and his adherence to the quantity theory of money. Hegeland (1951) also took the precaution of highlighting the same distinction.<sup>112</sup> Extending Dunphy's and Hegeland's insights, section 3 of this chapter will show that there was more to Newcomb's monetary theory than his equation of exchange.

By offering a theoretical reply to the greenback approach, Newcomb developed his monetary theory by distinguishing a different mechanism of adjustment for each kind of money: a) metallic money, b) convertible bank

---

<sup>111</sup> Newcomb's equation was not the first algebraic quantity equation (Humphrey 1984). It was not however the last one, as Fisher extended Newcomb's equation (Dimand 2019, 57).

<sup>112</sup> For Hegeland (1951, 87), "Newcomb did not employ the equation for the illustration of the quantity theory. ... Newcomb, in fact, never mentioned the quantity theory; only the law of value applied to money." Similarly, Dunphy (1956, 202-3) wrote that "Newcomb does not apply the equation of the societal circulation ( $VR=KP$ ) to the quantity theory of money; he uses the equation in attempting to explain general value theory." Unfortunately, both Dunphy and Hegeland did not develop this argument any further.



issues, c) inconvertible paper money. Newcomb applied the quantity theory of money only in the third case. His distinction between each kind of money was motivated by his wish to prescribe the right policies for a more stable monetary standard.

Newcomb's interest in the stability of the monetary standard has already been hinted at by Irving Fisher. In the dedication of his 1920 book entitled *Stabilizing the Dollar* Fisher writes, "to John Rooke, Simon Newcomb, Alfred Russel Wallace and all others who have anticipated me in proposing plans for stabilizing the monetary units." Fisher was referring to Newcomb's 1879 article in *The North American Review*, in which Newcomb (1879, 235) proposed a tabular standard of value. Moyer (1992, 104) shares Fisher's insight on the importance of the stability of the money standard for Newcomb. Even if Fisher and Moyer identified Newcomb's interest in the stability of the standard with his endorsement of a tabular standard of value, we will see that the stability of the monetary standard interested Newcomb throughout his oeuvre.

Spotlighting the details of Newcomb's monetary theory that past accounts have amalgamated with his equation of exchange and/or the quantity theory of money, reveals the subtlety of Newcomb's economics.<sup>113</sup> It also makes it possible to place Newcomb in the larger 19<sup>th</sup> century intellectual context and to show how the greenback debate was a fertile context for the development of economic theory.

#### **4.1. Newcomb's critique of Henry C. Carey and the money question of the U.S. Reconstruction period**

In his memoirs, Newcomb (1903, 401) wrote that reading Carey's *Principles of Social Science* was "like a slap in the face," due to the book's fallacies of methodology, economic argument, and policy propositions. Just after the end

---

<sup>113</sup> This chapter owes a lot to the works of Archibald (1924) who compiled an exhaustive list of Newcomb's publications, and to Campbell (1924) who wrote his biographical memoir.

of the war, Newcomb (1866b, 574) thought that Carey used his methodology “to prove the political economy of the seventeenth century mainly right, and that of the nineteenth all wrong.” He was referring to Carey’s championing of mercantilist policies and opposition to the policy recommendations of classical political economists. It was exactly that adherence to the 17<sup>th</sup> and 18<sup>th</sup> century political economy that Newcomb aimed to correct in his 1865 book. In the preface, Newcomb wrote that,

The first two chapters were suggested by the general disposition manifested in our legislative halls and our organs of public opinion, to ignore all that the *nineteenth century* has done for financial science, and to adhere entirely to the views and practices of the *eighteenth*. Their object is therefore ... to amend the most serious defects in the popular Political Economy. (Newcomb 1865, 4; italics mine)

Newcomb was writing against Carey in particular, and against the greenback approach in general. His aim was to correct the fallacy of the greenback monetary standard that the government had instituted and Carey endorsed. To do so, Newcomb started by criticizing Carey’s methodological approach, which led him to show the deficiency of Carey’s analysis of the U.S. Reconstruction period money question. While rejecting Carey’s analysis, Newcomb proposed his own methodological stance and identified of the main money issue. The aim of this section is to present how Newcomb identified the main issue of the money question while criticizing Carey’s methodology and stance in the greenback debate.

### **Simon Newcomb’s methodological critique of Henry C. Carey**

“Mr. Carey’s work is principally valuable as an example of the possible aberrations of the human intellect, and of the absurdity of the popular method he adopts when applied to questions of practical statesmanship,” wrote Newcomb (1866b, 580) in 1866. Newcomb’s criticism was not a passing

phase, he continued to criticize Carey twenty years later by quoting passages from Carey's *Principles* as an illustration of methodological fallacies (Newcomb [1886] 1966, 41-44). Newcomb's criticism of Carey's methodology was rooted in the fact that it reached incorrect conclusions.

For Newcomb ([1886] 1966, 11), economics is a science that traces out the laws that govern the efforts of individuals to satisfy their desires. Those desires are to be taken as given and were not judged. The corollary is that the borders between economics and other sciences are clearly sketched, so economics shouldn't be confounded either with sociology, or with moral science, that is the sciences aiming to understand or adjust those desires (10-13).

Unlike Newcomb, Carey (1858-60, 1: 31-37) thought that "all sciences, and all their methods [were] embraced in sociology", in that there existed only one science. It follows that no borders between sciences could be drawn:

If science be one and indivisible, then must the method of study be one. That this is so, with regard to all the departments of knowledge that underlie social science – physics, chemistry, and physiology – cannot now be doubted, yet it is but recently that there has been reason to believe in any such connection. (Carey 1858-60, 1: 33)

The difference between Newcomb's and Carey's definition of science led them to follow different methodologies. Their methodological approaches were opposed in: a) an inductive *vs.* a deductive methodological approach, b) a focus on society *vs.* a focus on individuals, c) a positive *vs.* a normative approach.

(a) Carey's methodology consisted in observing the history of different countries and trying to deduce what was the best policy to apply. More precisely, Carey studied the economic policies of different countries and their

results, aiming to determine the relation between the two. Identifying those relations allowed Carey to prescribe the right policies for economic development. For Newcomb (1866b, 579), Carey’s methodology “looks over the world and back into history to learn what phenomena accompany wealth. It then assumes that the artificial production of these phenomena in our country will necessarily result in increased wealth and diversity of industry.” For example, Carey observed that countries like France, Italy, or, Germany, grew under a protective policy, and stagnated under a free-trade policy. He then concluded that the U.S. should adopt a protective policy in order to promote economic development. In that way, Carey applied an inductive method based on historical observation. He also focused on the macro-level of the economy, rather than individual economic behavior.

Newcomb thought that this method was flawed as it confounded causes and effects, i.e. it transformed relations of correlation to relations of causality ([Newcomb] 1866b, 577; Newcomb 1875, 254-55; [1886] 1966, 36-37). A correlation between economic policies and their results in terms of economic development in a specific country at a specific time did not necessarily imply a relation of causality – it was impossible to exclude the role of other factors (Newcomb [1886] 1966, 33). As a result, observation neither made it possible to infer general laws, nor to understand their mode of operation and limits ([Newcomb] 1866b, 574). In Newcomb’s words,

Most events which actually occur in the world are the product of a very complex combination of causes, in which the silent hypothesis, “other conditions being equal,” does not hold true, and in which the operation of every cause is altered by the concurrent action of a multitude of other causes. These causes are continually changing, so that it is generally impossible to infer a law from mere observation. To reach a rational result, we have to begin by considering the action of each cause separately. We are then said to *make abstraction* of all the causes which we do not consider. (Newcomb [1886] 1966, 19; italics in the original)

Newcomb suggests here that to avoid a confusion of causes and effects a deductive method should be adopted. Contrary to an inductive method, the deductive approach would make it possible to infer economic laws, because “acts caused by the desire to attain an end are necessarily found *in mind alone*, and can never be exhibited by matter, nor learned by viewing men as moved by laws like those which move matter” ([Newcomb] 1866b, 574; italics mine). To put it differently, empirical observation “will be barren of results without guiding principles by which to interpret and arrange the facts ... observe[d]” (Newcomb [1886] 1966, v). Hence, Newcomb concluded that the deductive method was better suited for economic science.

This did not signify that Newcomb accorded no importance to empirical observation, which was useful for forming and testing economic hypotheses (Newcomb [1886] 1966, 40), in that it was possible to put together a “deductive chain by reverse or inductive process” (25).<sup>114</sup>

(b) In addition, Newcomb ([1886] 1966, 35) criticized Carey’s holistic approach: indeed, Carey treated the society as a whole, and not as the sum of individuals, and as a consequence he accorded limited credit to individual decisions and free will. “The natural effect of this method is to make man the creature of society...[and] to look upon man the individual as having no more power over his own destiny than the particles of a chemical mixture,” wrote Newcomb (1866b, 573-74). He criticized that approach because he considered that it conveyed social determinism. This criticism was rooted in the importance that Newcomb ([1886] 1966, 22) accorded to individual decisions and choice: “human acts are not governed by necessary and invariable laws of the class recognized in physics, but by will and choice.” Thus, to avoid social

---

<sup>114</sup> A link between Newcomb and John S. Mill’s methodology could be traced here. Moyer (1992, chap. 3) traced the roots of Newcomb’s methodological approach to his readings of Auguste Comte, Charles Darwin, and mainly John Stuart Mill. For the relation of Newcomb’s and Mill’s definition of economics, see Dunphy (1956, 98-99).

determinism, Newcomb considered that the economist should study individuals instead of studying the society as a whole (8, 23). The reason for this was that Newcomb viewed the economy as being the sum of individuals: “society being made up of individuals, this knowledge may be very valuable in enabling us to discover or account for social laws” ([Newcomb] 1866b, 573).

(c) Last but not least, Newcomb considered that Carey’s empirical approach didn’t allow him to distinguish between positive and normative aspects of his reasoning. “The most common defect ... is that of confounding statements of how things are with statements how [*sic*] we would like them to be, or how things might or ought to be,” wrote Newcomb ([1886] 1966, 39). This defect was problematic because it was in opposition with Newcomb’s definition of science, which “is primarily concerned with things as they are” (39). To distinguish between how things are and how they should be the economist should “distinguish between his thoughts as a scientific economist and his feelings as a promoter of human welfare” (40). This would only be possible by applying a deductive approach.

### **From the methodological critique to the money question in the U.S. Reconstruction period**

Newcomb’s methodological critique of Carey allows us to see how the adoption of different methodological stances leads to different appreciations of the money question in the U.S. Reconstruction period. Carey emphasized the importance of the quantity of the means of payment in circulation, while Newcomb placed the focus on the depreciation of the greenback. To make his point clear, Newcomb identified every argument Carey made and tried to show its incorrectness.

Newcomb started by addressing Carey’s belief that the greenbacks had been a great help for the Union’s victory in the war. Carey believed that an adequate quantity of the means of payment was a necessary condition for

economic development.<sup>115</sup> Greenback-led economic development could have prevented secession, and had helped the Union to win the war. Carey's stance was a direct application of his methodological approach: he observed that greenback issuance and economic development as well as winning the war were correlated facts. This led him to conclude that there existed a relation of causality: greenbacks induced economic developed which in turn strengthened the military capacity of the Union.

Newcomb found Carey's reasoning incorrect as money could not bolster military strength. In the following passage, Newcomb paraphrases Carey to highlight his fallacious idea that money can impact the military powers of the Union.

When we hear poets call gold and iron the sinews of war; reviews tell how paper money drains swamps, and builds roads, ships, and cities, and popular orators call upon the people to aid the Government by converting a note which bears no interest into a bond on which Government has to pay interest in gold; we can hardly separate the poetical from the prosaic, the ideal from the real, and the figurative from the literal. (Newcomb 1865, 35-36)

Notwithstanding his harsh comment on Carey, Newcomb recognized that inconvertible paper money could be useful for measuring and equalizing the burden of war via the payment of taxes (Newcomb 1865, 36-41). However, he couldn't go as far as Carey and confer on money the Union's capacity to win the war. Winning the war was the result of real and moral causes: "cannon foundries and fertile fields, trust in God, and a consciousness of right; these are the real sinews of war" (36). For what is important here, Newcomb's reply to Carey's worry was the direct application of a general law, and not an empirical observation. For Newcomb, money had "no 'power' to effect exchanges," it was "only the *instrument*, not the *cause*, of the exchange"

---

<sup>115</sup> For a complete analysis of Carey's stance in the greenback debate, see chapter 2.

(1866a, 117; italics in the original). Similarly, Newcomb (116) thought that money could not affect the productive capacity of the country: “the amount of each man’s labor is regulated by a law which is wholly independent of money.”

Adopting a similar argument for the Reconstruction period, Newcomb rejected the idea that a resumption of specie payments through contraction could “prove highly injurious to the industrial interests of the country” ([Newcomb] 1866a, 114). Newcomb (1873, 208) was addressing Carey’s apprehension that the contraction of the quantity of greenbacks in circulation would hinder economic development and produce a financial crisis. Carey’s stance was the result of his study of the quantity of money in different states and territories, and his comparisons of those quantities with the per capita quantity of means of payment in different times, periods, and countries, such as France or Great Britain. Newcomb’s reply to that argument was once again the application of a general law, rather than empirical observation: the diminution of the quantity of money in circulation could not “produce certain injurious effects on the ability of men to exchange and enjoy the products of each other’s labor” ([Newcomb] 1866a, 115). Even if there were not enough means of payment, “nearly every one would have said, we may as well work as stand idle; and would have gone on with their work, only with less than their usual energy, in anticipation of a future demand. Thus, a surplus of all the articles desired by man would have been accumulated” (118). In other words, no diminution of production could follow the policy of greenback contraction inasmuch as production did not depend on the quantity of money in circulation.

However, Carey insisted that a scarcity of means of payment existed even before the contraction policy, and that the enlargement of the Union after the war, in terms of surface and population, would reinforce that scarcity. Carey’s stance was once again the result of his observation, and Newcomb’s reply the application of a general law. For Newcomb, the quantity of money “held, in ordinary times, by a community or by the nation, is remarkably



constant” ([Newcomb] 1866a, 111).<sup>116</sup> Newcomb even calculated that amount: “*the total gold value of the circulating medium, including bank deposits, cannot permanently fall below five hundred or six hundred millions of dollars*” (112; italics in the original). This calculation corresponded to the quantity of money that was needed for economic transactions under a gold standard. When referring to inconvertible paper money, like the greenbacks, Newcomb considered that issuing more of it would render it more and more scarce, as prices would rise following any new issuance higher than the quantity of money needed under a gold standard (Newcomb 1873, 219). Newcomb’s argument was the direct application of his monetary theory, as we will see in the next section.<sup>117</sup>

Newcomb (1866a, 118) referred once again to his monetary theory for asserting that the only effect of a contraction policy would be an appreciation of the greenback. The degree of appreciation depended on the premium of gold: “if the gold value of the dollar is doubled, this cheapening will go on till prices are reduced to one half” (119). It follows that prices would diminish, and “then the ‘societary circulation’ will again go on at its natural rate” (119). Hence, Newcomb concluded that Carey’s worries were unfounded.

By showing that Carey’s analysis of the greenback issue was insufficient, Newcomb (1865, 16-18, 26) emphasized that experience was inadequate for identifying the money issue, what was needed were general principles with which to observe reality. To put it differently, experience was necessary, but ultimately not enough as “experience can increase any man’s power of correctly judging the effects of a new measure only when the things to be judged are similar to those which he has met with in experience” (18). This

---

<sup>116</sup> See also Newcomb (1873, 209).

<sup>117</sup> However, in 1877 Newcomb (1877, 78) addressed the argument for a possibility of a monetary scarcity by empirical observations: “we have now 50 per cent. more population, and three times as much paper currency, as between 1854 and 1861. Therefore, it cannot be from any want of currency that we are suffering.” Similarly, in 1873, Newcomb (1873, 212) wrote, “it appears that our nominal circulation per head of population is now eighty-five per cent greater than the average during the eight years which preceded the war.”

was not the case with the inconvertible greenback, which was a different monetary standard from the metallic one that preceded it.

Newcomb argued that the problem was not the quantity of means of payment in circulation *per se*, but monetary stability. By adopting an inconvertible monetary standard, and then issuing more paper money than needed, the monetary standard had depreciated during the Civil War (Newcomb 1865, 11). This depreciation was harmful insofar as it changed the relation between the debtor and the creditor (Newcomb 1865, 23; 1866a, 106; 1873, 220-21). A depreciated monetary standard profited the debtor at the expense of creditor. It also encouraged speculation, and discouraged production due to “the enormous sums to be made by speculation” (Newcomb 1873, 221). Thus, “every change in the value of the dollar is an evil” ([Newcomb] 1866a, 110).

Yet Newcomb distinguished between the effects of depreciation, and those of appreciation. The reason for this distinction was that an appreciation of the standard benefited the creditor, to whom Newcomb accorded an important role for economic development.

It is less injurious to national wealth when the creditor is benefited at the expense of the debtor, than in the opposite case, because, as a general rule, the creditor class are disposed to save their money, and the debtor class to spend it; and when the debtor pays more than he justly owes he is compelled to be more frugal, while the creditor receives a greater reward for his frugality, and is therefore encouraged to be more frugal. Frugality being the foundation of all national wealth and strength, the habits which conduce to wealth and strength are encouraged by an appreciation of the currency. ([Newcomb] 1866a, 110-11)

It seems then, that an appreciation of the value of the greenback could even have favorable effects: it would encourage the debtor to save – a

necessary condition for accumulation of capital.<sup>118</sup> Once again, Newcomb's endorsement of greenback appreciation followed logically from his methodology: he applied the general law concerning the role of savings to the accumulation of capital in order to explain the effects of an appreciation of the greenback.

Carey's repudiation of the idea that accumulation of capital is the result of abstinence from consumption was also the application of his methodological stance. Carey's argument was based on his observation that in countries where the rate of savings is high, the accumulation of capital does not increase more rapidly than in countries where the savings rate is lower. To prove his argument Carey compared the savings rate and accumulation of capital rate of Ireland and India. Such a method led Carey to a false economic reasoning, Newcomb insisted. If Carey would have thought of Robinson Crusoe, i.e. if he had adopted an individualist approach, he would have seen that there was no other way of accumulating capital than by "abstinence from present consumption for a future good" ([Newcomb] 1866b, 577). He would have then been able to endorse resumption of specie payments, rather than the maintenance of the greenback monetary standard.

Methodology, economic theory, and policy proposals were related and particularly relevant to the greenback debate. Showing the inadequacy of Carey's methodology motivated Newcomb to adopt his own methodology and

---

<sup>118</sup> Newcomb distinguishes here between two types of economic behaviors: a) the creditor who has the tendency to save his money, and then to loan it to another, and b) the debtor who does not save and is obliged to borrow money. Newcomb's argument here is that the value of the money loaned or borrowed varies according to the variations of the value of money. An appreciation of the monetary standard would raise the burden of debt for the debtor in real terms. It follows that such an appreciation favors the creditor at the expense of the debtor. Newcomb suggests here that this is not a very deplorable effect as due to the rise of the burden of the debt the debtor would be obliged to save more and consume less in order to reimburse his debt. Hence, the appreciation of the monetary standard entailed a change in the behavior of the debtor – a change that was positive for the whole economy inasmuch as the accumulation of capital depended on the savings rate.

One could think that Newcomb is referring here to the effect of the variations of interest rate, but the context of this passage suggests that Newcomb refers to the variations of the standard. In addition, Newcomb ([1886] 1966, 541) considers that the interest rate is determined by the supply and demand of loanable funds, and not the inverse.

develop a monetary theory that could offer the necessary categories for identifying and addressing the money issue.

#### 4.2. Newcomb's monetary theory

To address the question of the stability of the monetary standard, Newcomb had to understand the functioning of different types of money. Newcomb distinguished a different mechanism of adjustment for each type of money: a) metallic currency, b) convertible bank issues, c) inconvertible paper money. Metallic currency was regulated by its cost of production. Convertible bank issues were regulated by adjustment mechanisms based on demand for them. Inconvertible paper money, however, had negligible production costs and no automatic mechanism of adjustment could apply to it. Thus, the quantity theory applied only to inconvertible paper money.

The distinction that Newcomb made between each kind of money was the direct application of his methodological stance. For Newcomb, it was impossible to understand the functioning of the monetary system without any theoretical principles. To put it differently, empirical observation without theoretical principles could lead to confusions, as the following quotation implies.

For instance, if a banker had always done business in a community which would allow nothing but coin to circulate as money, he would not thereby be better qualified to judge of the finances of a people whose circulating medium was irredeemable paper. Nay, he would be rather worse qualified, because he would be likely to adopt conclusions founded on his former experience, without duly considering the change of circumstances; *he might consider money as being simply money, whatever its material, and totally forget that paper and metallic money are governed by entirely different laws.* (Newcomb 1865, 18; italics mine)

This passage highlights that it is impossible to correctly observe the functioning of money without the adequate principles, one such principle was that different laws govern metallic and paper money. The term “paper money” could be misleading here, it may be interpreted to mean convertible or inconvertible paper money. Notwithstanding, Newcomb (1865, 41-42, 126; 1877, 36-37; [1886] 1966, 187-89) was especially careful to distinguish between convertible bank notes and inconvertible paper money. Convertible bank notes were convertible at face value and partially backed by specie or deposits. As for inconvertible paper money, Newcomb ([1886] 1966, 149) regarded it as a promise to pay money “and not the money itself” as long as it was not convertible into gold. Thus, the distinction that Newcomb introduces in the previous quotation is a distinction between two monetary regimes, one of convertibility and one of inconvertibility.

This distinction was a necessary one for Newcomb. His aim was to understand the effect that each issue had on the level of prices and the economy. Under convertibility, that is, under a metallic standard or one with convertible bank issue, the quantity of money could not influence, at least proportionally, the level of prices. This was not the case with inconvertible paper money, which could influence the price level proportionally. Those theoretical differences signified that the process of price determination, as well as the adjustment process of international exchanges, differed for each kind of monetary regime.

This interpretation of Newcomb’s monetary theory relies on the recently introduced distinction between the classical monetary theory and the quantity theory of money. This distinction has been developed by Niehans (1978, 1987, 1990), Glasner (1985, 1989, 2000), Skaggs (1991, 1994, 1995) and Le Maux (2014). This literature studies the monetary theory of classical political economists and holds that two approaches to monetary theory could be found in the classical school of political economy: a) one that applied the quantity theory of money irrespectively of the kind of issue, and b) one that

distinguished an adjustment mechanism for each kind of issue. The latter is referred to as the classical-monetary-theory approach, without it signifying that the quantity theorists were not classical economists. According to that literature, classical monetary theorists distinguished one adjustment mechanism for each kind of issue: a) Specie money is regulated by its cost of production; b) convertible bank notes are regulated by a competitive process between banks; c) inconvertible paper money is regulated by quantity theory mechanisms.<sup>119</sup>

Reading Newcomb from a classical-monetary-theory perspective allows us to place him within the broader 19<sup>th</sup> century intellectual context. The classical-monetary-theory approach includes economists such as Richard Cantillon, Adam Smith, Henry Thornton, John Stuart Mill and the Banking School. This tradition differed from David Hume's thought or the Currency School that applied the quantity theory of money irrespective of the monetary regime.

Relying on that literature, the argument of this section will be developed in three steps. Section (3.1.) presents Newcomb's monetary theory concerning a metallic currency. Section (3.2.) focuses on Newcomb's analysis of a convertible bank issue, and section (3.3.) on his analysis of an inconvertible monetary standard.

### **Metallic currency**

One of Newcomb's main interests was understanding if the variations in price levels could be due to variations in the value of money, i.e. the standard of

---

<sup>119</sup> The literature on classical monetary theory as different from the quantity theory approach has been criticized by Blaug (1995) and O'Brien (1995). While Blaug (1995, 32) adheres to Niehans' (1987) idea that classical economists rejected the short-run non-neutrality of money, he believed that Glasner (1985) took the argument "one step further" in order to defend a free-banking theory. The difference between the two authors lies in their definition of classical monetary theory. Glasner used the term classical monetary theory to refer to the classical political economists who rejected the exogeneity of money supply, while Blaug (1995, 32-33) uses a much larger definition that includes all classical political economists. The aim here is not to settle this debate, but to rely on the distinction between classical monetary theory and quantity monetary theory in order to understand Newcomb's monetary theory.

value. The best standard by which to measure value for Newcomb (1865, 21) was labor: “the real value of an article, money included, is measured by the least amount of labor necessary to its possession.” Thus, the “relative value of articles” was then determined by their cost of production in labor (Newcomb 1865, 13; 1866a, 116) and the best standard of value was “the result of an average day’s work of the entire community” ([Newcomb] 1866a, 107). But this was not easily calculated, and he perceived gold monometallism as “the best attainable standard” because its value was relatively stable (107).<sup>120</sup> Under gold monometallism, gold constituted the measure of value of an article. In Newcomb’s own words: “the *price* of an article is its value, measured by the accepted standard [a designated weight of one of the precious metals]” (Newcomb 1865, 22). As both the price of gold and the general level of prices could fluctuate, Newcomb investigated the determination of the first and the link of causality between the two.

Gold’s price in the long run was determined by its costs of production. By adhering to the cost-of-production approach, Newcomb considered that the quantity of gold was endogenous. For Newcomb there were multiple endogenous channels, such as extraction of gold from mines (1865, 24; 1879, 228), or real causes such as war (1866a, 108). Endogeneity also suggests that the metallic money entered in circulation with a value, the value of the metal which it contained (Newcomb 1877, 42, 65), in that metallic money had an “absolute value independent of the needs of the money market” ([Newcomb] 1873, 215). Gold was also endogenous in the sense that its supply tended “to diffuse itself over the world in proportion to the needs of different countries” (287).

---

<sup>120</sup> While Newcomb (1877, 69; 1879, 228) continued to think of the gold standard as the best standard that had ever been implemented, after 1879 he expressed worries concerning the possibility of significant variations in the price of gold. This led him to endorse a tabular standard of value, under which the government would “issue paper currency which shall be redeemable, not in gold dollars of fixed weight, but in such quantities of gold and silver bullion as shall suffice to make the required purchases” (Newcomb 1879, 235). Newcomb continued to defend his tabular standard for years to follow, see for example Newcomb (1893).



The supply of gold was important in the long run; the variations in supply were less important in the short run as the quantity produced would be marginal relative to the international stock of gold (Newcomb 1865, 28; 1866a, 108; 1879, 323). Thus, in the short term the quantity of new gold would be easily absorbed because it would be insignificant relative to the stock of gold. In Newcomb's own words:

The supply of gold dollars does not consist of those which have just been coined from the mint and are waiting to be paid out, nor of those coined within a year, but of the entire mass of gold dollars in the country and in the world. ... Thus the actual supply of the precious metals is vastly greater than the amounts annually produced. Hence it is that their value is less dependent upon current production than in the case of any other commodity. (Newcomb [1886] 1966, 499)

As a result, short-run changes in the value of gold should be due to changes in demand, not in the supply of the metal (499-500).

Newcomb went a step further by suggesting that even if an exogenous supply of gold coins could exist, it would not have a proportional effect on the price of gold. He imagined the case of an exogenous increase of gold coins above the "total value of money actually required to transact the business of the United States," which he fixed at \$250,000,000, then "the excess would necessarily cease to circulate; it would either be hoarded for use at some future time, exported, or melted up into articles of jewelry. The fact that it may be put to other uses than that of money, thus prevents its value from depreciating" (Newcomb 1865, 122-23). Newcomb adheres here to the idea that as long as there exists a non-monetary demand for gold, a change in the gold coins available in a country would not necessarily affect their price. Newcomb ([1886] 1966, 500) used the same reasoning for the supply of the gold metal.



In the same vein, Newcomb imagined the possible effect of an exogenous variation in gold supply on the level of prices. As in the previous example, he rejects any link between the supply of gold and the level of prices. In modern terms, the absence of a proportional link between an exogenous change in the supply of gold and the level of prices was the result of Newcomb's belief in the law of one price and the possibility of an arbitrage of all tradable commodities, not only gold. Newcomb's adherence to the law of one price is made clear in his statement that "no general inequality between the scale of prices in different countries has ever had a chance to exist" ([1886] 1966, 279). International uniformity of prices was then ensured by an international arbitrage. Newcomb illustrated his theory when he argued that speculation in the price of gold could not persist. In order to explain the equilibrating mechanism that prevents continued speculation on the price of gold, Newcomb (1865, 29) made the hypothesis that speculators could raise the price of gold by getting "possession of all the gold in the market." In that case, a former importer would now export goods, as it would be more profitable for him to sell his gold to the gold market at an appreciated price and buy exportable goods with the paper money he receives. As long as exportation of goods is profitable it will provide him with more gold that he will use to repeat the same operation. The export of tradable commodities will result in "a steady stream of that metal [gold] ... from the vaults of Europe and the mines of California" (29). As a result of the latter effect, the quantity of gold in the country would rise and the speculators would no longer be in possession of all the gold in the country, then "the *cause* of the great rise having ceased, gold and every thing would go down to its old price, and the speculators would be ruined" (29; italics in the original). Thus, in case of a domestic gold disequilibrium, a scarce supply would be remediated through the balance of payments and the flow of gold without any necessary rise in prices. The law of one price is respected. Newcomb's reasoning was possible because the market for gold was international, as he specified in the following

quotation: “Like all other commodities, it [gold] is subject to slight fluctuations from month to month, but these are rendered very minute by the international supply and demand” (1866a, 108).

To sum up this section, in Newcomb’s understanding, exogenous variations of the quantity of gold in circulation under a metallic standard, if they were possible, would affect neither the price of the metal nor the general level of prices.

### **Convertible bank issue**

Having already discussed the case of a metallic currency in Newcomb’s monetary theory, I will now focus on Newcomb’s understanding of the monetary role of convertible bank issue. Before specifying the monetary role of convertible bank issue, I will present Newcomb’s view of the role of banks in money creation.

For Newcomb, a bank emerges from the necessity of the citizens to keep their money safe. The role of the bank is to operate “all payments...by transferring the ownership of the money” (Newcomb [1886] 1966, 159). The bank should form a specie reserve in order to be able to redeem the deposits of its customers (161-62).<sup>121</sup> Once this specie reserve is formed, the managers of the bank could let it sit idle or loan it. If specie in reserve is used as a resource in order to provide loans, then the bank will provide to its customers a promise to pay them in gold upon demand – that is a convertible bank issue. In that way, banks would create money given that “the object of the bank is to put into a different form that portion of the wealth of a community which is in the form of money” (199).

By issuing convertible bank notes the banking system saved a certain amount of interest. The interest saved was the interest rate that would be paid for bank reserves if they were idle, that is, if reserves were not used for discounts. More precisely, Newcomb used the term of “circulating capital” to

---

<sup>121</sup> The capital of the banks was constituted by the savings of capitalists, savings that were the result of an abstention from consumption (Newcomb 1865, 39).

characterize what in modern terms is called idle capital, that is the reserves of the bank that were hoarded without being loaned. For Newcomb, the “circulating capital” was “unproductive” and as such it lost interest (1865, 48, 201). If then the banks discounted their circulating capital, the amount of its interest would be saved (50). The banks would now receive interest for lending this capital in the form of an interest rate on discounts, different from their interest rate on deposits (201).

By discounting upon their reserves, banks would also enable the economy “to enjoy, to an additional extent, the fruits of its labor” (Newcomb 1865, 50). Newcomb thought that the discount of the banks’ idle capital would fund investment projects (52, 59). An increase of the rate of investment in the economy could have real effects. In the following quotation Newcomb considers the effects of the discounting process: it “would thus benefit...the community, by placing \$100 more capital at the disposal of the customers of the bank. The latter would be enabled to make more shares, bake more bread, and import more cloths” (129-30).

Thus, bank issue would save interest to the economy and operate as an intermediary in financing the economy. In addition, variations in the volume of bank issue could not significantly affect the level of prices. For Newcomb, convertible bank issue could not affect the level of prices proportionally. An economic mechanism would balance the quantity of issue notes in circulation – even if the banks wanted to overissue bank notes and by that induce an inflationary movement this would not be possible (Newcomb 1865, 41-42).

More precisely, Newcomb ([1886] 1966, 170) explains that there are three mechanisms that operate as “a safety-valve to stop an undue expansion of bank credit.” First, overissued bank notes could return to the bank to be redeemed for international transactions (Newcomb 1865, 160-61). Thus, the reflux of bank notes could set a “limit to the volume of the credit currency which the banks may have in circulation through the cash in its vaults” (Newcomb [1886] 1966, 165). Newcomb’s adherence to the law of reflux hints

at his conception of bank issue as endogenous to the economy. Under convertibility the quantity of bank issue in circulation adapted to the needs of trade (164-65, 417). The second mechanism relied on the competition among banks: banks could profit by issuing more and more loans, but their discount would be limited by the costs related to their bank issue. More precisely, for a bank to make any profit from money creation, it “must always have upon its books credits payable in demand (that is, deposits and circulating notes) to an amount greater than it has the cash on hand to pay with” (168). To put it differently, banks would issue credit in greater quantity than their gold reserves in order to profit from the money issuance. Other banks could accumulate the demand debts of an individual bank and demand their payment, in that case the bank would need to repay a considerable amount of its discounts at a precise moment. The impossibility of doing so would lead this bank to a failure and a suspension of its specie payments. Thus, Newcomb concludes that “banks themselves keep each other in check by requiring the prompt payment of all checks which they hold against each other” (170). The third mechanism is related to the bank’s portfolio management. Newcomb (163) considers that the banks would be able to maintain the convertibility of their issue notes “as long as the loans were well secured.”

Newcomb’s analysis of those three mechanisms indicates that the cost linked to the convertibility of the bank issue would prevent the banks from overissuing. The convertibility of the bank issue upon demand was a necessary condition for the effectiveness of those mechanisms (Newcomb 1865, 172). Hence it seems that Newcomb’s analysis is in accordance with Glasner’s (2000, 45) stance that in classical monetary theory the “quantity of (bank created) money is somehow determined by an interaction between the public’s demand to hold bank-created money and the costs that banks incur in creating such money.”

### **Inconvertible paper money**

After showing that in Newcomb's monetary theory convertible bank issue would not affect prices proportionally, I will now focus on the determination of the value of an inconvertible paper money. In the latter case, Newcomb espoused the quantity theory of money.

The quantity theory of money holds that the issue of paper money would lead to a proportional rise in domestic prices. The causal link runs from the quantity of paper money to the level of prices. Newcomb endorsed the quantity theory mechanism in the case of inconvertible paper money: the issue of inconvertible paper money would cause a proportional rise in prices (1865, 41-42, 107-8, 122-24). For Newcomb ([1886] 1966, 226; italics in the original), *“if the volume of currency be increased, all other things being equal, money will be cheaper relatively to goods, and thus the scale of prices will be increased in the same proportion.”*

Newcomb identified a limit below which the causal relation between the variations of volume of the currency and prices does not hold. If the quantity of inconvertible paper money issued is equal to the quantity of money necessary for economic transactions, then even the issuance of irredeemable paper money would neither depreciate nor have any effect on the level of prices. In the two following quotations Newcomb specifies that case.

The total value of the money actually required to transact the business of the United States is, on an average, about \$250,000,000 in gold....A paper issue, though irredeemable, will *not* depreciate materially so long as its amount is kept within the required limit; but, exceed this limit, and depreciation is inevitable. If the amount is double what is necessary, it will depreciate to one half; if treble, to one third, and so on. (Newcomb 1865, 122-23; italics mine)

So long as the total volume of irredeemable currencies of all kinds does not exceed that necessary to transact the business of the country on a coin scale of

prices, so long the currencies will *not* depreciate. (Newcomb [1886] 1966, 509-10; italics mine)

The difference between an inconvertible and a convertible paper money issuance was that in the case of convertibility there existed a mechanism that adapted the quantity of money in circulation to the needs of trade. This mechanism relied on the possibility to hoard, melt or export gold (Newcomb 1865, 123), as explained in the previous section. That mechanism was not operative in the case of inconvertible paper money. The value of the latter was not pegged to the value of the metal; its value was fixed by the quantity of paper money in circulation. This explains the cautiousness with which Newcomb distinguished between the effects of an inconvertible and a convertible paper money. In the following quotations Newcomb highlights the difference between a convertible paper money and an inconvertible paper money issuance:

If the paper money is redeemable in coin on demand, the rise will not be so rapid as if it is not so redeemable. In the latter case, it will speedily lose all purchasing power, no matter how secure may be its ultimate redemption. (Newcomb 1865, 42)

If the paper is redeemable in silver or gold, then, when its volume exceeds nine hundred millions, people will take it to the banks or Treasury for redemption. Thus it will be impossible to get more than the nine hundred millions in circulation [the volume of currency absolutely necessary to carry on the trade of the country on a certain scale of prices]. If, however, it cannot be redeemed...then prices will rise, so that not only will more than nine hundred millions of money be in circulation, but more will be necessary to the business operations of the country. (Newcomb [1886] 1966, 417)

The mechanism that adapted the quantity of convertible paper money supplied to the quantity of money demanded were not operative in the case of inconvertible paper money. As a result, the issuance of inconvertible paper money in a quantity greater than the quantity needed to transact the business of the country resulted in a proportional rise in prices.

It follows that price inflation would only concern domestic prices, international adjustments being absorbed by a fluctuating exchange rate. In the case of an overissue of inconvertible paper money, the price of gold will rise along with other prices (1865, 107-8). The price of gold was an important factor of the international monetary adjustment mechanism given that in the mid-nineteenth-century the ultimate form of international payments was gold. Hence, the price of gold determined the exchange rate. Variations in the exchange rate would ensure purchasing-power parity; in that, Newcomb's analysis of international adjustments was in accordance with the analysis of the quantity theory of money.

#### **4.3. Newcomb's policy propositions relative to the greenback monetary standard and the National Banking System**

Newcomb's prescription of the remedies that could stabilize the value of the dollar followed logically from his monetary theory. The latter led him to oppose the maintenance of the greenback monetary standard and the issuance of national notes in certain cases, and endorsed them under a different scenario. Newcomb considered that greenbacks were beneficial as long as their quantity in circulation corresponded to the quantity of paper money that would be in circulation under a specie monetary standard. Inasmuch as the government had not respected this condition, Newcomb endorsed the resumption of specie payments. Convertibility is also the key to understanding Newcomb's view of the National Banking System. He endorsed this system only insofar as banks could provide for the convertibility of their notes in gold.

### **Greenbacks: advantages and disadvantages**

Newcomb was not fiercely opposed to the greenback issuance during the war. He recognized that they could be beneficial to the U.S. economy. Newcomb admitted that the issuance of inconvertible paper money during the war had “promoted commercial prosperity and the general enjoyment of wealth by the community” (Newcomb 1865, 137). In addition, greenback issuance had been a way for the government to borrow without interest (160-61).

But Newcomb also thought that greenbacks were detrimental to the U.S. economy in that they impaired government credit. Every issuance of greenbacks above and beyond the needs of trade would depreciate the value of government bonds. Bond depreciation resulted from three processes that diminished demand for them. First, an additional issuance of greenbacks, operating as irredeemable paper money, provoked a proportional rise in prices. The rise in prices diminished the market value of bonds (Newcomb 1865, 190). In 1865, it was not clear if the government would reimburse the principal of government bonds in gold or in greenbacks; if it were in greenbacks, the reimbursement of the creditor was potentially diminished proportionally to depreciation.<sup>122</sup> Second, demand for government bonds diminished as every additional issuance of paper money induced speculation. It was the anticipations of a future increase in prices that stimulated speculative ventures. Individuals having capital to borrow preferred to invest their capital in the speculative sector where the profit rates were higher (168). It follows that the capital invested in government bonds would be diminished proportionally. Third, government bonds would be less in demand as an overissue of greenbacks heightened the uncertainty around the future value of the bonds (121). Creditors didn’t know to what extent the government would issue additional paper money, so they couldn’t correctly anticipate the future

---

<sup>122</sup> Deriving from the fact that greenbacks were depreciated, Newcomb considered that a greenback issuance superior to \$250,000,000 transferred the profit of the creditor to the debtor if the debt was to be reimbursed in greenbacks (Newcomb 1865, 131-32; 1866a, 110).



value of greenbacks, treasury bonds and their investment in real terms (133). The uncertainty of the future value of greenbacks diminished creditors' demand for government bonds. As a result, the Union's debt had been higher under the greenback standard than it would have been if specie payments had been maintained (175).

In addition, greenbacks were detrimental to the economy in that they established a depreciated monetary standard. Newcomb (1866a, 106) thought that the government could be tempted to issue more inconvertible paper money than what was necessary to transact the business of the country; this is what the government had done during the war.<sup>123</sup> The result was the establishment of a depreciating standard, which for Newcomb (1877, 68) was "the greatest source of injury to the business of a nation." A depreciating standard could affect the economy through four different channels. First, it increased uncertainty as the future level of prices could not be anticipated correctly (68-70). Second, a depreciating fiat standard benefited speculators and manufacturers at the expense of the workers. The speculator would hoard goods, expecting to sell them when their price would increase. The manufacturer could pay the same nominal wages, while the price of the products he sold increased. At the same time, the nominal wage of the worker remained the same, but real wages declined due to inflation. Thus, Newcomb (70-71) concluded that a depreciated standard "necessarily enriches speculators at the expense of the rest of the community." Third, a depreciated standard fostered "extravagance," that would necessarily be followed by an economic crisis (1873, 221; 1877, 71-72). The source of extravagance was to be found in the fact that people, being unable to distinguish between real and nominal income, felt richer. As a result, they increased their level of consumption and diminished their savings – a necessary condition for the accumulation of

---

<sup>123</sup> Therefore, Newcomb (1865, 138-39; 1866a, 134) thought that the government should have maintained the gold standard during the war and funded the war through a viable system of taxation. According to Mitchell (1903, chap. 1), maintaining the specie payments was not possible during the war.

capital. Fourth, a depreciated standard produced a scarcity of the means of payment while “making the rate of interest high” (1877, 72). The inflation that was synonymous to a depreciated standard signified that “more money is required to transact the business of the country just in proportion as more is issued” (72-73). In addition, as prices increased they stimulated “borrowing for the purpose of speculation,” which in turn raised the interest rate (73).<sup>124</sup> Scarcity of the means of payment, speculation, and a high interest rate would result in an economic crisis. In consequence, a depreciating monetary standard could fuel a crisis through those four channels of transmission.

So, for Newcomb, greenbacks could be both beneficial, but also potentially detrimental to the U.S. economy. The two possible effects of greenback issuance depended on the quantity of greenbacks issued. Newcomb precisely defined that quantity: it was the quantity of money that was needed to transact the business of the country under a metallic standard. To put it differently, greenbacks were beneficial to economic activity and to the government up to the point where the quantity was equal to the quantity of money needed (Newcomb 1865, 122-23). In that case, greenbacks operated as if they were a redeemable paper money. Once that limit is reached, i.e. the quantity of greenbacks issued is greater than the quantity of money needed to transact the business of the country, then greenbacks no longer operated as if they were a convertible issue. If the quantity of money needed to transact the business of the country is fixed at \$250,000,000, it follows that “a loan of say \$250,000,000, during the pleasure of the Government, without interest, is the sole advantage to be derived from the issue of notes. After this loan is contracted, *we are in the same position with respect to future loans as if no notes at all had been issued*” (160-61; italics in the original).<sup>125</sup>

---

<sup>124</sup> This argument was a reply to Carey’s plea for issuing more greenbacks in order to remediate the scarcity of means of payment and the increase of interest rates.

<sup>125</sup> Newcomb’s calculation of the quantity of money needed to transact the business of the country varies through time. For example, in 1866 Newcomb (1866a, 111-12) fixes this limit at 600 million dollars. Those variations are due to the increase of the business of the country,

Newcomb's belief that the government had issued more greenbacks than were needed under a specie standard led him to endorse the resumption of specie payments. Rendering the greenbacks convertible to gold at face value was the only "safe way ... [for greenbacks to] be kept from the depreciation and continual fluctuations in value, ... redeeming the paper is the only practical mode of fixing its value" (Newcomb 1865, 172-73). As explained previously, Newcomb thought that the value of convertible paper money was stable as it was regulated by automatic mechanisms. This was not the case for inconvertible paper money. Hence, Newcomb's (1866a, 111) proposition that "the experience of generations has shown that the only certain mode of regulating paper currency is to make it convertible into coin or bullion at the pleasure of the holder."<sup>126</sup>

In the 1870's, Newcomb thought all that the Treasury had to do was to announce the resumption of specie payments. After resumption was completed, greenbacks would be convertible issues. Inquiring into the feasibility of his plan, Newcomb tried to anticipate the quantity of greenbacks that would return to the Treasury in order to be converted into gold. The answer to that inquiry was in accordance with his monetary theory. If the quantity of greenbacks in circulation was equal to the quantity needed to transact the business of the country under a specie standard, then no change in the quantity of greenbacks in circulation would result. On the contrary, if the quantity of greenbacks in circulation was superior to the quantity that would be needed under a specie standard, then the surplus would reflux to the Treasury to be converted in gold (Newcomb 1877, 101). In 1873, Newcomb

---

as it rises, the quantity of money needed to transact it augments. However, his argument is essentially the same: the level of prices will rise proportionally with every paper money issuance greater than the quantity of money necessary for the transaction of the business of the country. Newcomb was not explicit as to his method of calculations or about the difficulties of calculating the quantity of money needed to transact the business of the country.

<sup>126</sup> After resumption was completed, Newcomb (1879) thought that a specie standard was not ultimately enough to guarantee the stability of the monetary standard. He then endorsed a tabular standard of value, as previously explained.

(1873, 213) estimated that quantity at “fifty and one hundred and twenty millions.” Taking into account that in 1873 “the stock of coin on hand and the surplus gold revenue would probably suffice to meet this demand,” resumption could have been declared at this moment (213). As a result, Newcomb thought that a Treasury policy contracting the quantity of greenbacks in circulation was not a necessary condition of resumption ([Newcomb] 1873, 218-19; 1877, 101).

Newcomb here was addressing Carey’s worries. He acknowledged that a resumption of specie payments could induce a deflationary movement that would affect the business of the country. However, this would only be temporary (Newcomb 1865, 138; 1866a, 116-19). Once prices were adapted to the quantity of money in circulation, business would go on as usual. In addition, under a convertible monetary standard no scarcity of money could exist, the quantity of money in circulation, metallic or convertible bank issues, would be equal to the quantity of money needed to transact the business of the country. As long as this monetary standard would be stable the interest rate would decline, so Carey had no reason to worry about a rise in interest rates (Newcomb 1877, 100). Over and above that, a convertible monetary standard would offer a stable monetary system – offering to the economy of the country all the advantages of such a monetary standard.

### **National Banking System: should it be prohibited?**

The monetary debate was also linked to the implementation of the National Banking System in which the national-chartered banks were obliged to redeem their issuances in greenbacks. But greenbacks remained inconvertible to gold from 1862 to 1879. Newcomb endorsed the National Banking System, but his endorsement was conditional on the monetary standard. Newcomb (1866a, 125-29; 1873, 213-15) approved of the National Banking System should there be a resumption of specie payments, and opposed it in the case that the greenback monetary standard was maintained.

If the national notes were only redeemable in inconvertible greenbacks, then they would be regulated by the principles of the quantity theory of money, in that any additional issuance of national bank notes over \$250,000,000 would depreciate their value (1865, 209). In Newcomb's words, "a national bank note is practically, though not theoretically, irredeemable so long as specie payments are suspended. Redemption in coin is the safety-valve which insures the escape from circulation of all notes issued in excess" (1866a, 129). If the national bank notes were to be convertible in gold, their issuances would be regulated by the same principles as convertible bank notes ([Newcomb] 1873, 273-74). This is obvious in the following quotation.

If the bill [national notes] were redeemable in gold, a holder might present a bill for redemption either because he wishes to keep the money and considers the coin more secure than the bill; because he wishes to take or send the gold to some place in which the bill will not pass; because he wishes to make payments to the Government; or because he intends to use the gold in manufactures. None of these reasons can be assigned for preferring a legal tender note to a National Bank bill. (Newcomb 1865, 209)

Hence, the mechanism inherent to the circulation of convertible bank notes would apply to national bank notes if they were convertible to gold upon demand. It follows that a depreciation of their value would be impossible (Newcomb 1865, 218).

Newcomb was once again replying to Carey. Carey opposed the National Banking System because it imposed a limit of \$ 300,000,000 on the quantity of national notes the banks would issue. Carey's opposition to national banks was rooted in his worry relative to the quantity of means of payment. Newcomb's theory allowed him to highlight that Carey's worry was irrelevant; what was relevant was the stability of the monetary standard, which depended on

convertibility. Hence, Newcomb endorsement or opposition of the new banking system was conditional on the monetary standard.

In short, while Newcomb avowed the benefits of greenbacks up to a certain limit, he also endorsed resumption of specie payments. Additionally, he opposed the national bank's paper money, but only in case that the greenback standard was maintained. Newcomb's position in the greenback debate is a manifestation of his distinction between convertible and inconvertible money.

### **Conclusion**

The aim of this chapter was to present the theoretical reply that Newcomb offered to the greenback approach. It has been shown how Newcomb's participation in the greenback debate started from a methodological critique of Carey's chef-d'oeuvre. This critique led Newcomb to identify Carey's deficient analysis of the money question of the Civil War and Reconstruction period. Carey's empirical methodology had led him to focus on the quantity of money in circulation, but this was not the main issue for Newcomb. One had to worry about the stability of the monetary standard, thought Newcomb. To address this issue correctly, Newcomb examined the functioning of different types of money. Applying the principles that he derived led him to prescribe resumption of specie payments as a way to stabilize the monetary standard.

Newcomb's writings on the greenback debate are a substantial part of the debate itself because he offers the theoretical framework of the gold approach. Nonetheless, one aspect is missing from Newcomb's contribution to the greenback debate: he does not present a vision of economic development. Newcomb's main interest was developing a scientific reply to the money question of the Reconstruction period. Previous commentators considered that the ideological aspect was too prevalent in Newcomb's economic writings. For Dorfman ([1949] 1969, 87), Newcomb's liberal political concerns "were so overpowering that he developed his insights only so far as they could be used to demonstrate his practical views." For Moyer

(1992, 100), “Newcomb’s unstated and perhaps unconscious goal was to use method to promote a particular political-economic agenda.” However, it has been shown that ideological aspects were less obvious in Newcomb’s work than in the works of his contemporaries, at least as concerns the greenback debate. This leads us to suggest that Newcomb’s contribution in this debate was indicative of the change that was operating in the field of economic theory in that moment in the U.S.: economics was increasingly left to academics who tried to “free” the field from ideological, or political approaches – or at least make those aspects less easily identifiable.

## Conclusion générale

La guerre de Sécession met fin à l'esclavage et laisse les États-Unis avec un système de travail libre commun pour tout le pays, une politique protectionniste et un étalon monétaire de papier-monnaie inconvertible. Cette thèse s'est focalisée sur ce dernier aspect et a analysé les débats autour du choix de l'étalon monétaire pendant la période de la Reconstruction. Dans ces débats, deux visions s'opposent : a) celle de la monnaie faible qui préconise le maintien du système monétaire des *greenbacks* et b) celle de la monnaie forte qui est en faveur du retour aux paiements en espèces. Nous avons étudié un auteur de l'approche de la monnaie faible, Henry C. Carey, et trois auteurs de l'approche de la monnaie forte, Hugh McCulloch, Simon Newcomb et John Sherman.

Ce qui distingue les deux approches c'est leur attitude vis-à-vis de la question du choix de l'étalon-monnaire ; cependant, nous avons montré que dans ces débats s'opposent non seulement deux approches théoriques, mais aussi deux visions du développement économique. Ces aspects – les théories économiques, les visions du développement économique et les propositions de politique économique – sont indissociables.

Du point de vue des théories économiques, deux approches s'opposent dans ces débats : celle de Henry C. Carey et celle de Simon Newcomb. D'un côté, Carey voit les *greenbacks* comme un moteur de la croissance économique des États-Unis. Pour lui, les *greenbacks* étaient le type de papier-monnaie permettant de remédier à la pénurie des moyens de paiement dont souffraient



le Midwest, le Sud et le Centre des États-Unis. Offrir la quantité adéquate de monnaie était pour Carey le moyen idéal pour encourager le développement économique sans pour autant provoquer de l'inflation : la pénurie était tellement importante qu'une nouvelle émission de *greenbacks* allait être absorbée par la demande. À cela s'ajoutait la conviction selon laquelle mettre en circulation plus de monnaie que ce qui en était demandé était impossible.

De l'autre côté, Newcomb ne nie pas qu'un système monétaire inconvertible, comme celui des *greenbacks*, puisse avoir des effets positifs sur l'économie. Newcomb en précise néanmoins les conditions : pour qu'une émission de papier-monnaie inconvertible soit bénéfique, il faudrait que la quantité émise ne dépasse pas la quantité de monnaie qui serait en circulation dans un système monétaire convertible. Pour le dire autrement, il faudrait éviter une surémission monétaire qui provoquerait une augmentation du niveau général des prix. Selon la théorie monétaire de Newcomb, une telle surémission est possible en cas d'inconvertibilité, alors qu'elle ne pouvait pas persister dans un système monétaire convertible. La différence essentielle entre les deux systèmes se trouve au niveau de la convertibilité ou non du papier-monnaie en espèces métalliques. Pour Newcomb, la convertibilité déclenche des mécanismes qui permettent à l'offre d'un papier-monnaie convertible de s'adapter à la demande de monnaie<sup>127</sup>. Ce mécanisme n'est évidemment pas opérant en cas d'inconvertibilité. Cette différence entre les deux systèmes monétaires explique la préconisation de Newcomb en faveur d'un retour à un système monétaire métallique.

Il y a ainsi deux approches de théorie monétaire qui s'opposent dans les débats sur les *greenbacks*, celle de Carey qui considère qu'indépendamment de sa forme, l'offre de monnaie additionnelle serait bénéfique, de manière

---

<sup>127</sup> Newcomb propose trois mécanismes à travers lesquels la monnaie excessive peut refluer à la banque d'émission : a) un retour des billets excessifs au comptoir des banques pour être convertis en or afin d'utiliser l'or pour le commerce international, b) un mécanisme de compétitivité entre banques, c) un mécanisme lié à la gestion du portefeuille des banques. Ces mécanismes sont précisés au chap. 4, pp. 169-71.

inconditionnelle, et celle de Newcomb qui différencie son analyse monétaire selon le type de monnaie.

Il y a aussi deux visions du développement économique qui s'opposent, celle de l'indépendance nationale et celle de l'intégration internationale. Toutes les deux partagent l'objectif d'établir une balance commerciale excédentaire, mais elles diffèrent quant à la manière d'envisager la place des États-Unis dans le marché mondial, ainsi que sur la relation entre les différentes sections du pays.

La vision que Carey a pour les États-Unis est celle d'une économie diversifiée, industrialisée, avec un marché interne développé, protégé de la concurrence internationale et surtout de celle de la Grande-Bretagne. C'est à cette vision que renvoie le terme d'indépendance nationale. Pour la favoriser, Carey préconise un système monétaire basé sur les *greenbacks* – c'est pour cela qu'il souhaite le voir maintenu. Les *greenbacks* correspondent à une monnaie dépréciée au niveau international : en tant que telle, ils opèrent comme une politique protectionniste qui permet le développement de l'industrie et plus largement de l'économie états-unienne. En outre, ils remédient à la pénurie monétaire et permettent la réalisation des échanges entre les différentes sections des États-Unis, conditions nécessaires à la croissance économique et solution au sectionnalisme. À cela s'ajoute le fait qu'en instaurant un système monétaire différent de celui de la majorité des pays au XIX<sup>e</sup> siècle, les *greenbacks* permettent de protéger les États-Unis des crises financières internationales, tout en diminuant leur dépendance vis-à-vis des politiques monétaires des pays qui sont sous un système monétaire métallique. Il en résulte que le système monétaire des *greenbacks* encourage l'indépendance nationale des États-Unis.

À cette volonté de favoriser la croissance économique par la protection du développement interne, s'oppose une vision qui vise à promouvoir l'intégration internationale des États-Unis, intégration qui concerne à la fois les marchés financiers et commerciaux.

L'intégration des marchés financiers se traduirait par l'augmentation de la capacité des États-Unis à placer la dette fédérale à des taux plus faibles. L'opinion partagée par Sherman et McCulloch est qu'une politique de retour à la convertibilité augmenterait la confiance des marchés financiers dans la capacité des États-Unis à rembourser ses dettes, favorisant ainsi leur intégration financière.

Quant à l'intégration commerciale, l'adoption d'un étalon monétaire identique à celui des grandes économies occidentales allait favoriser les échanges commerciaux, l'or étant le moyen de régler les transactions internationales. Par ailleurs, l'intégration commerciale nécessitait le développement d'une production états-unienne compétitive. Pour McCulloch, les États-Unis pouvaient améliorer leur compétitivité *via* un retour aux paiements en espèces. L'appréciation du taux de change nécessitait une baisse des prix internes. Cette déflation aurait amélioré la compétitivité-prix des produits états-uniens désormais moins chers, selon McCulloch. Au contraire, Sherman s'inquiète des effets d'une telle déflation. Il observa que le prix de l'or diminuait plus rapidement que les salaires, ce qui se traduisait par un coût du travail croissant pour les producteurs états-uniens, et donc par une perte de compétitivité. Pour pallier cette perte de compétitivité, Sherman proposa de combiner la politique du retour à la convertibilité à une politique protectionniste favorisant à la fois la production et les exportations états-uniennes. Cependant, malgré leurs différences d'appréciation concernant les effets de la déflation, Sherman et McCulloch partageaient le souhait de promouvoir l'intégration des États-Unis dans les marchés mondiaux.

Cette vision du développement économique implique aussi un point de vue sur le développement du marché domestique. McCulloch, comme Carey, perçoivent le sectionnalisme. Mais à la différence de Carey, le premier pensait que sa solution se trouvait dans l'adoption d'un système monétaire métallique. McCulloch voit le sectionnalisme comme le résultat des échanges inégaux entre sections, échanges perpétués par le crédit. Un système monétaire métallique ne

mettrait pas fin aux échanges inégaux, mais éviterait l'accumulation des dettes et des crédits entre sections. Nous voyons que l'analyse du sectionnalisme par McCulloch est bien moins élaborée que celle de Carey.

Nous n'avons pas mentionné la vision du développement économique de Newcomb, parce que ce dernier ne développe pas une telle vision. De même, nous n'avons pas présenté les théories monétaires de McCulloch et de Sherman, car tous deux développent plutôt des arguments économiques qu'une théorie monétaire unifiée. C'est pour toutes ces raisons que nous avons étudié trois auteurs de l'approche de la monnaie forte, tandis qu'un seul auteur a été retenu pour comprendre l'approche de la monnaie faible.

Les résultats que nous venons de présenter nous permettent non seulement de reconstruire les débats monétaires de la période de la Reconstruction, mais aussi de réfléchir sur la méthodologie relative à la théorie économique. Les théories économiques qui ont été développées à l'occasion des débats sur les *greenbacks* entretiennent un rapport étroit avec leur contexte. Carey a pris en compte la géographie de son pays : il a vu les différences entre sections et développé sa théorie économique en ayant comme objectif d'exploiter ces différences, afin d'en faire l'un des moteurs de croissance économique du pays. Newcomb critique la méthodologie de Carey et s'efforce de proposer une méthodologie qu'il qualifie de scientifique.

L'analyse de ces débats contribue aussi aux tentatives d'établir un panorama des approches d'économie politique aux États-Unis dans les années 1860-1870. Certes, les débats étudiés ici portent sur une question précise et ne résument pas à eux-seuls l'ensemble de la théorie économique. Mais comme l'illustre, par exemple, la question méthodologique, leurs ramifications sont suffisamment importantes pour qu'ils puissent servir de support à l'identification de deux approches d'économie politique. En outre, leurs enjeux sont considérables. Ainsi, et sans prétendre à l'exhaustivité, nous pouvons observer deux lignées théoriques différentes. D'un côté, Carey est considéré

comme le représentant de ce que l'on peut qualifier – au moins pour des raisons de simplification – une école de pensée américaine. Il s'agit d'une école de pensée prenant en compte les particularités des États-Unis, comme le sectionnalisme, et visant à adapter le raisonnement économique au contexte dans lequel il se développe. De l'autre, Newcomb se base sur la théorie classique britannique pour développer sa propre contribution à la théorie monétaire. Laquelle, comme nous avons vu, s'inscrit dans la continuité de la théorie classique de la monnaie. Intuitivement, et sans chercher à le développer davantage, il nous semble finalement que Carey s'inscrit dans une perspective qui se poursuivra avec les institutionnalistes américains, tandis que l'approche de Newcomb se rapproche de celle des « néoclassiques », et plus précisément de celle d'Irvin Fisher qui fera souvent référence à l'apport de Newcomb en matière de théorie économique.

Enfin, l'analyse des débats sur les *greenbacks* à travers le prisme de l'histoire de la pensée économique nous permet de mieux comprendre la période de la Reconstruction. La théorie économique de Carey donne un fondement analytique à une proposition d'une fraction du Parti républicain selon laquelle la Reconstruction politique des États-Unis passe par le développement économique, voire serait impossible sans lui. Par ailleurs, comprendre la vision du développement économique permet d'appréhender la cohérence de la combinaison entre une politique de retour à la convertibilité et une politique protectionniste proposée par Sherman d'un point de vue différent de celui proposé par Le Maux (2017) ou Barreyre (2014b, 123-25). Le Maux montre que cette combinaison est cohérente d'un point de vue de la théorie économique, alors que Barreyre la voit comme une cohérence politique plutôt que théorique. Prendre en compte la vision du développement économique permet de montrer la cohérence de cette combinaison à un autre niveau, sans remettre en question ni le point de vue de Barreyre, ni celui de Le Maux.

Comprendre les développements théoriques dans leur contexte nous permet donc de mettre en lumière les relations entre le politique et l'économique, c'est-à-dire d'identifier les liens précis entre différentes analyses d'économie politique, de politiques économiques et des visions divergentes du développement économique.

Ce même type de liens semble être aussi présent dans une autre question qui se pose pendant la période de la Reconstruction – qui est une question essentielle lors de cette période : quelle place faudrait-il donner aux nouveaux affranchis ? Cette question porte sur les droits civiques, mais elle a aussi des aspects économiques : faudrait-il redistribuer la terre aux *freedmen* ou poursuivre un système de plantations avec du travail salarié à la place d'un système esclavagiste ? La réponse renvoie à la vision du développement économique retenue. Les adeptes de l'intégration internationale pensent qu'il vaudrait mieux continuer à produire du coton ou du riz pour les marchés mondiaux, alors que ceux de l'indépendance nationale aimeraient promouvoir une agriculture vivrière en petites parcelles. Cette question n'a pas été traitée dans cette thèse, mais l'analyse des débats monétaires de la Reconstruction que nous proposons permet de contribuer à son traitement, tant il nous semble évident qu'existent des liens entre la question de la politique monétaire et celle de la place économique qu'il convient de donner aux nouveaux affranchis.

Enfin les liens mis en évidence dans le cadre de cette thèse – entre politique et économie – ont persisté même après le retour à la convertibilité en 1879 : c'est ce que montre, par exemple, l'émergence du débat sur le bimétallisme dès la deuxième moitié des années 1870<sup>128</sup>. Les débats autour des *greenbacks* vont très rapidement engendrer une réflexion autour du choix entre

---

<sup>128</sup> Il ne s'agit pas ici de faire référence aux effets structurants des débats sur les *greenbacks* sur les théories monétaires d'économistes tels que Mitchell (1903, 1908), Fisher (1896, 1930, 1932) ou Friedman et Schwartz (1963) par exemple : s'il est possible que, comme Coriat et Boyer (1984) l'ont suggéré, les théories de ces économistes aient été façonnées par leur étude des débats sur les *greenbacks*, notre perspective est différente, en ce qu'elle consiste à nous concentrer sur l'analyse des débats eux-mêmes.

un étalon monométallique d'or ou un étalon bimétallique or-argent qui se poursuit au moins jusqu'aux années 1890. Le débat sur le bimétallisme a donné lieu à une des déclarations les plus connues dans l'histoire des États-Unis, phrase du candidat démocrate William Jennings Bryan à la Convention nationale des démocrates en 1896 : « Nous ne crucifions pas les États-Unis sur une croix d'or ». Peut-on exprimer plus clairement l'idée que les questions monétaires sont un lieu privilégié d'affrontement entre des visions politiques antagonistes ? Et, en allant plus loin, cette idée n'appartient-elle qu'au passé ?

## Annexes

**Table 1: List of the bills and acts quoted in the dissertation**

Title	Date	Main aspects of the Act/Bill
First Legal-Tender Act	February 25, 1862	The most important aspects of this act are that it authorized the issue of \$150,000,000 of United State notes (greenbacks). Those notes were to be “lawful money and a legal tender in payment of all debts, public and private, within the United States, except duties on imports” and interest on federal bonds. In addition, the greenbacks were convertible to “bonds of the United States...bearing interest at the rate of six per centum per annum, payable semi-annually, and redeemable at the pleasure of the United States after five years, and payable twenty years from the fate thereof” (12 <i>US Stat</i> , 345-48, chap. 33).
Second Legal-Tender Act	July 11, 1862	The law authorized an additional issue of \$150,000,000 greenbacks (12 <i>US Stat</i> , 532-33, chap. 142).
National Banking Act	February 25, 1863	This act enacted the National Banking System (12 <i>US Stat</i> , 665-82, chap. 58).  The important aspects of the law were summarized by Bolles (1886, 219-20) as follows: “five or more persons could form a banking association, and on depositing \$50,000, or a larger amount, of any kind of government interest-bearing bonds with the United-States treasurer, could receive circulating notes to the amount of ninety per cent of the current and par value of the bonds deposited. These notes were to be receivable for all government dues except duties on imports, and payable on government debts except for interest on its bonds. In lieu of all taxes on circulation or bonds, the banks had to pay semi-annual, one-half of one per cent on their



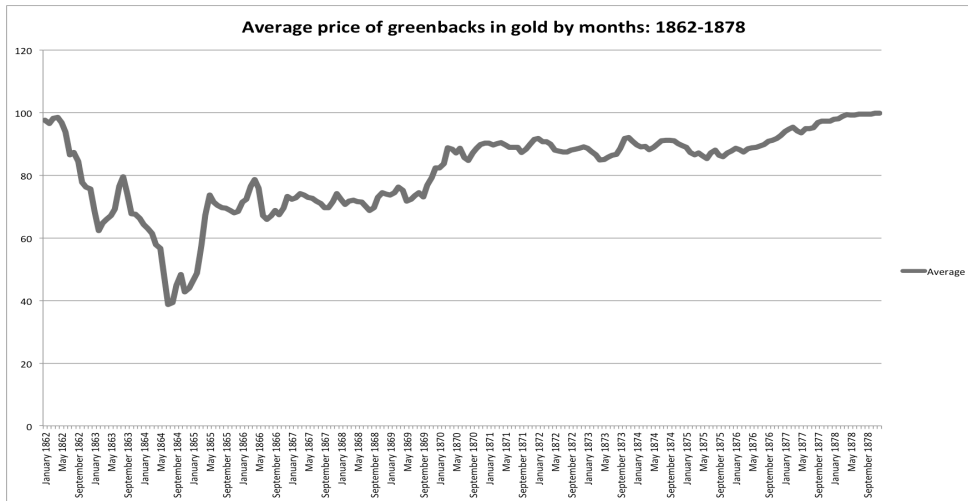
		circulation, and they were to conform to the laws of the States in fixing their rates of interest. They were to keep on hand, in lawful money, at least twenty-five per cent of their notes and deposits, and were to redeem their circulation at the place of issue. The amount to be issued was fixed at \$300,000,000, one-half of which was to be issued to banks in States and territories, determined by their population, the other half was to be distributed to with regard to the existing banking capital, business, and resources of each State. A bureau of currency was to be established in the treasury department, and administered by a comptroller and proper subordinate officers. He was to be appointed by the President, on the recommendation of the secretary of the treasury, with the consent of the Senate, and hold his office for five years.”
Third legal-tender act	March 3, 1863	The act authorized an additional issue of \$ 150,000,000 and repealed the convertible aspect of the greenbacks to 5-20’s after July 1, 1863 (12 <i>US Stat</i> , 709-13, chap. 73).
Contraction Act	April 12, 1866	The act authorized “the Secretary of the Treasury, at his discretion, to dispose of any description of bonds...for lawful money of the United States... <i>Provided</i> , That of United States notes not more than ten millions of dollars may be retired and cancelled within six months of the passage of this act, and thereafter not more than four millions of dollars in any one month” (14 <i>US Stat</i> , 31-32, chap. 39).
Suspension Act	February 4, 1868	The act suspended the further reduction of greenbacks authorized by the Contraction Act: “That from and after the passage of this act, the authority of the Secretary of the Treasury to make any reduction of the currency, by retiring or cancelling United States notes shall be, and is hereby, suspended ; but nothing herein contained shall prevent the cancellation and destruction of mutilated United States notes, and the replacing of the same with notes of the same character and amount” (15 <i>US Stat</i> , 34, chap. 6).
Public Credit Act	March 18, 1869	This act provided for the payment of interest and principal of all United States obligations in gold: “it is hereby provided and declared, that the faith

		of the United States is solemnly pledged to the payment in coin or its equivalent of all the obligations of the United States not bearing interest, known as United-States notes, and of all the interest-bearing obligations of the United States, except in cases where the law authorizing the issue of any such obligation has expressly provided that the same may be paid in lawful money, or in other currency than gold or silver. But none of said interest-bearing obligations not already due shall be redeemed or paid before maturity unless at such time United States notes shall be convertible into coin at the option of the holder, or unless at such time bonds of the United States bearing a lower rate of interest than the bonds to be redeemed can be sold at par in coin. And the United States also solemnly pledges its faith to make provision at the earliest practicable period for the redemption of the United States notes in coin” (16 <i>US Stat</i> , 1, chap. 1).
Funding Act	July 14, 1870	This act authorized the refunding of the national debt. To resume the main aspects of the act: it authorized the Secretary of the Treasury to “issue not over \$200,000,00 coupon or registered 5 per cent. bonds redeemable after ten years; denomination principal and interest payable in coin; also not over \$ 300,000,000 4,5 per cent. bonds, redeemable after fifteen years; also not over \$1,000,000,000 4 per cent. bonds redeemable after thirty years; all to be exempt from United States or States taxes” (16 <i>US Stat</i> , 272-74, chap. 256).
Funding Act	January 20, 1871	This act increased the amount of five percent bonds of the previous Funding Act to \$500,000,000 (16 <i>US Stat</i> , 399, chap. 23).
Inflation Bill	April 14, 1874	Senate No. 617: “ <i>Be it enacted. &amp;c.</i> , That the maximum amount of United States notes is hereby fixed at \$400,000,000. SEC. 2. That forty-six millions in notes for circulation in addition to such circulation now allowed by law shall be issued to national banking associations now organized and which may be organized hereafter, and such increased circulation shall be distributed among the several States as provided in section 1 of the act entitled ‘An act to provide for the redemption

		<p>of the 3 per cent. temporary-loan certificates and for an increase of national-bank notes,' approved July 12, 1870. And each national banking association, now organized or hereafter to be organized, shall keep and maintain, as a part of its reserve required by law, one-fourth part of the coin received by it as interest on bonds of the United States deposited as security for circulating notes or Government deposits; and that hereafter only one-fourth of the reserve now prescribed by law for national banking associations shall consist of balances due to an association available for the redemption of its circulating notes from associations in cities of redemption, and upon which balances no interest shall be paid” (Congressional Record 1874, 43, 1, 3077).</p>
Resumption Act	January 14, 1875	<p>This act provided for the resumption of specie payments. Its main aspects were: 1) it authorized the Secretary of the Treasury to issue silver coins in redemption of fraction currency, 2) it repeals the limit of “the aggregate amount of circulating-notes of national banking-associations,” 3) it authorized the “Secretary of the Treasury to redeem the legal-tender United States notes in excess only of three hundred million of dollars, to the amount of eighty per centum of the sum of national-bank notes so issued to any such banking-association as aforesaid, and to continue such redemption as such circulating-notes are issued until there shall be outstanding the sum of three hundred million dollars of such legal-tender United States notes, and no more,” 4) it provided that “the Secretary of the Treasury shall redeem, in coin, the United States legal-tender notes then outstanding on their presentation for redemption, at the office of the assistant treasurer of the United States in the city of New York, in sums not less than fifty dollars” after January 1, 1879 (18 <i>US Stat</i>, 296, chap. 15).</p>

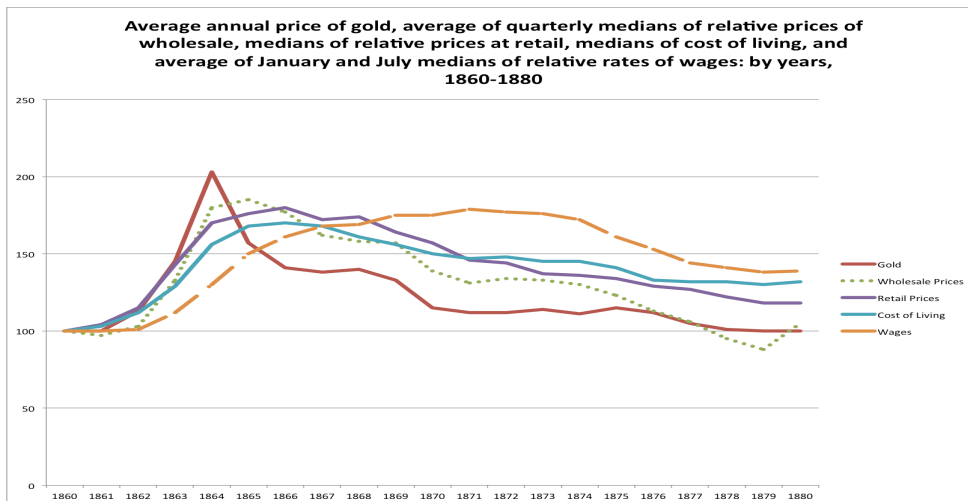
## Maps and figures

### Figure 1



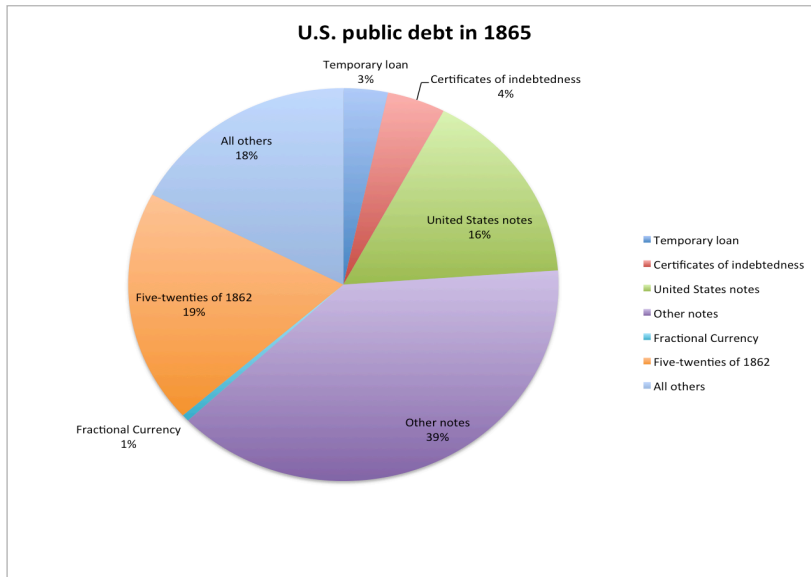
Source: Mitchell 1908, 7-13.

### Figure 2



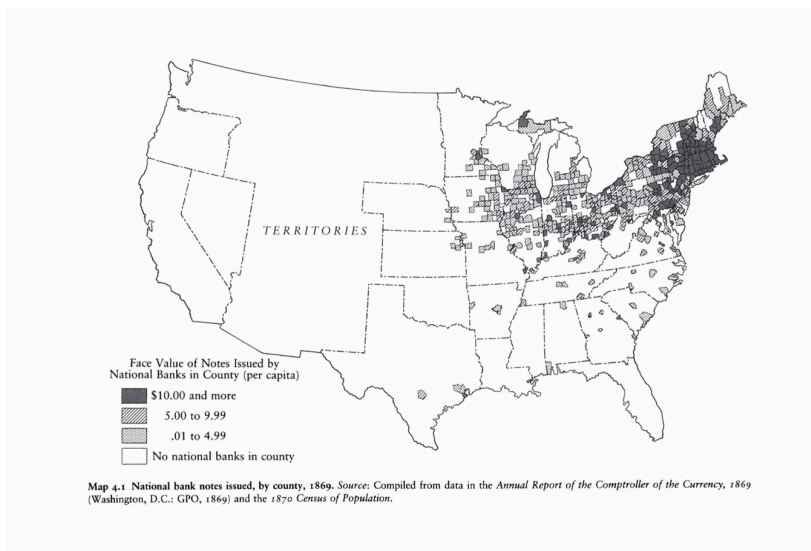
Source: Mitchell 1908, 279.

Figure 3



Source: Dewey 1903, 341.

Map 1



Reproduced from Bensel 1990, 270.

## Bibliographie

- Aglietta, Michel, and Virginie Coudert. 2019. "The Dollar and the Transition to Sustainable Development: From Key Currency to Multilateralism." *Policy Brief CEPII*, no. 26. <http://www.cepii.fr/CEPII/en/publications/pb/abstract.asp?NoDoc=12245>.
- Allen, Robert C. 1977, "The Peculiar Productivity History of American Blast Furnaces, 1840-1913." *Journal of Economic History* 37 (3): 605-633.
- Allen, James S. 1955. *Reconstruction, the Battle for Democracy, 1865-1876*. New York: International publishers.
- Anderson, George L. 1943. "The South and Problems of Post-Civil War Finance." *The Journal of Southern History* 9 (2): 181-95. <https://doi.org/10.2307/2191797>.
- Archibald, Raymond C. 1924. "Simon Newcomb 1835-1909: Bibliography of His Life and Work." *Memoirs of the National Academy of Sciences* 17:19-69. Washington, D.C.: Government Printing Office.
- Ashworth, John. 2012. *The Republic in Crisis: 1848-1861*. New York: Cambridge University Press.
- Baptist, Edward E. 2014. *The Half Has Never Been Told: Slavery and the Making of American Capitalism*. New York: Basic Books.

- Barber, William J. 1987. "Should the American Economic Association Have Toasted Simon Newcomb at Its 100th Birthday Party?" *Journal of Economic Perspectives* 1 (1): 179-83.
- Barber, William Joseph, ed. 1988. *Breaking the Academic Mould: Economists and American Higher Learning in the Nineteenth Century*. Middletown, Conn: Wesleyan University Press.
- Barrett, Don C. 1931. *The Greenbacks and Resumption of Specie Payments, 1862-1879*. Cambridge: Harvard University Press.
- Barreyre, Nicolas. 2011. "The Politics of Economic Crises: The Panic of 1873, the End of Reconstruction, and the Realignment of American Politics." *The Journal of the Gilded Age and Progressive Era* 10 (4): 403-23.
- Barreyre, Nicolas. 2014a. "Les échelles de la monnaie: Souveraineté monétaire et spatialisation de la politique américaine après la guerre de Sécession." *Annales - Histoire et Sciences Sociales*, 69 (2): 439-68.
- Barreyre, Nicolas. 2014b. *L'or et la liberté : une histoire spatiale des Etats-Unis après la guerre de Sécession*, Paris : Éditions de l'École des hautes études en sciences sociales.
- Beale, Howard Kennedy. (1930) 1958. *The Critical Year: A Study of Andrew Johnson and Reconstruction*. New York: F. Ungar Publishing Co.
- Beard, Charles A., and Mary R. Beard. (1927) 1946. *The Rise of American Civilization*. New edition. Two volumes in one. Revised and Enlarged. New York: Macmillan.

- Beckert, Sven. 2014. *Empire of Cotton: A Global History*. New York: Alfred A. Knopf.
- Bellora, Cecilia. 2019. "L'Europe dans la Guerre Commerciale Sino-Américaine." *CEPII Le Blog* (blog). September 30, 2019. <http://www.cepii.fr/BLOG/bi/post.asp?IDcommuniqu=735>.
- Bensel, Richard F. 1984. *Sectionalism and American Political Development: 1880-1980*. Madison: University of Wisconsin Press.
- Bensel, Richard F. 1990. *Yankee Leviathan: The Origins of Central State Authority in America, 1859-1877*. Cambridge : Cambridge University Press.
- Blanc, Jérôme and Ludovic Desmedt. eds. 2014. *Les pensées monétaires dans l'histoire: l'Europe, 1517-1776*. 2014. Paris: Classiques Garnier.
- Blaug, Mark. 1995. "Why Is the Quantity Theory of Money the Oldest Surviving Theory in Economics." In *The Quantity Theory of Money: From Locke to Keynes and Friedman*, by Mark Blaug, Walter Elis, Denis O'Brien, Don Patinkin, Robert Skidelsky, and Geoffrey E. Wood, 27-49. Aldershot, U.K.: Edward Elgar.
- Blaug, Mark. 1997. *Economic Theory in Retrospect*. 5th edition. Cambridge: Cambridge University Press.
- Bolles, Albert S. 1886. *Financial History of the United States from 1861 to 1885*. Vol. 3 of *Financial History of the United States*. New York: D. Appleton and Company.



- Bordo, Michael, and Hugh Rockoff. 1996. "The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval.'" *The Journal of Economic History*, 56 (2): 389-428.
- Bristow, Benjamin H. 1874. Report of the Secretary of the Treasury [for 1874]. House of Representatives Ex. Doc. No 2, 43<sup>th</sup> Cong., 2d Sess. Washington, D.C.: Government Printing Office.
- Brown, Thomas J., ed. 2006. *Reconstructions: New Perspectives on the Postbellum United States*. New York: Oxford University Press.
- Burns, Arthur F. 1929. "The Quantity Theory and Price Stabilization." *The American Economic Review* 19 (4): 561-79.
- Burton, Theodore E. 1906. *John Sherman*. Boston: Houghton, Mifflin and Co.
- Calomiris, Charles W. 1988. "Price and Exchange Rate Determination during the Greenback Suspension." *Oxford Economic Papers* 40 (4): 719-50.
- Calomiris, Charles W. 1992. "Greenback Resumption and Silver Risk: The economics and Politics of Monetary Regime Change in the United States, 1862-1900." NBER Working Paper No. 4166, National Bureau of Economic Research.
- Calomiris, Charles W., and Joseph R. Mason. 2008. "Resolving the Puzzle of the Underissuance of National Bank Notes." *Explorations in Economic History* 45 (4): 327-55.  
<https://doi.org/10.1016/j.eeh.2008.01.001>.

- Campbell, William W. 1924. "Biographical Memoir of Simon Newcomb, 1835-1909." *Memoirs of the National Academy of Sciences*, 17:1-18. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office.
- Carey, Henry C. 1848. *The Past, the Present and the Future*. Philadelphia: Carey and Hart.
- Carey, Henry C. 1858-60. *Principles of Social Science*. 3 vol. Philadelphia: J. B. Lippincott & Co.
- Carey, Henry C. 1865. *The Way to Outdo England without Fighting her. Letters to the Hon. Schuyler Colfax, Speaker of the House of Representatives, on the Paper, the Iron, the Farmer's, the Railroad, and the Currency Question*. Philadelphia: Henry Carey Baird.
- Carey, Henry C. 1866a. *Contraction or Expansion? Repudiation or Resumption? Letters to the Hon. Hugh McCulloch, Secretary of the Treasury*. Philadelphia: Henry Carey Baird.
- Carey, Henry C. 1866b. *The Public Debt, Local and National: How to Provide for its Discharge While Lessening the Burthen of Taxation. Letter to David A. Wells, ESQ., Chairman of the Board of Revenue Commissioners*. Philadelphia: Henry Carey Baird.
- Carey, Henry C. 1868a. *Reconstruction: Industrial, Financial, And Political. Letters to the Hon. Henry Wilson, U.S. Senator from Massachusetts*. Washington, D.C.: United Press Association.
- Carey, Henry C. 1868b. *The Finance Minister, the Currency, and the Public Debt*. Washington, D.C.: United Press Association.

Carey, Henry C. 1869a. *Shall We Have Peace? Peace Financial and Peace Political*. Philadelphia: Collins, Printer.

Carey, Henry C. 1869b. *Resumption! How It May Profitably Be Brought About*, Philadelphia: Collins, Printer.

Carey, Henry C. 1873. *Of the Rate of Interest and of Its Influence on the Relations of Capital and Labor. Speech of H. C. Carey in the Constitutional Convention of Pennsylvania, May 16, 1873*. Philadelphia: Collins, Printer.

Carey, Henry C. 1874. *Currency Inflation: How It Has Been Produced, and How It May Profitably Be Reduced. Letters to the Hon. B. H. Bristow, Secretary of the Treasury*. Philadelphia: Collins.

Carey, Henry C. 1875. *Monetary Independence: Letter of Mr. H. C. Carey to the Hon. Moses W. Field, Chairman of the Committee of Invitations for the Detroit Convention*. Philadelphia: s.n.

Carey, Henry C. 1876. *Appreciation in the Price of Gold. Evidence of Henry C. Carey before the Congressional Committee for Ascertaining the Causes of Recent Changes in the Prices of Precious Metals*. Philadelphia: Collins, Printer.

Carey, Henry C. (1877). *Resumption: When, and How, Will It End? Letter to the President of the United States*. Philadelphia: Collins, Printer.

Carruthers, Bruce G., and Sarah Babb. 1996. "The Color of Money and the Nature of Value: Greenbacks and Gold in Postbellum America." *American Journal of Sociology* 101 (6): 1556-91.

Coats, Alfred W. 1961. "The Political Economy Club: A Neglected Episode in American Economic Thought." *The American Economic Review* 51 (4): 624-37.

*Congressional Record*, 1873-. Washington, D.C.

Conkin, Paul K. 1980. *Prophets of Prosperity: America's First Political Economists*. Bloomington: Indiana University Press.

Boyer, Robert, and Benjamin Coriat. 1984. "Innovations dans les institutions et l'analyse monétaires américaines: les greenbacks « revisités »." *Annales. Histoire, Sciences Sociales* 39 (6): 1330-59. <https://doi.org/10.3406/ahess.1984.283132>.

Dawson, Andrew. 2000. "Reassessing Henry Carey (1793-1879): The Problems of Writing Political Economy in Nineteenth-Century America." *Journal of American Studies* 34 (3): 465-85.

Dewey, Davis R. 1903. *Financial History of the United States*. London: Longmans, Green, and Co.

Dimand, Robert W. 2019. *Irving Fisher*. Cham, Switzerland: Palgrave Macmillan.

Dorfman, Joseph. (1946) 1966. *The Economic Mind in American Civilization 1606-1865*. Vol. 2. New York: A. M. Kelley. First published 1946 by The Viking Press.

Dorfman, Joseph. (1949) 1969. *The Economic Mind in American Civilization 1865-1918*. Vol. 3. New York: A. M. Kelley. First published 1949 by

The Viking Press.

Du Bois, William E. B. 1935. *Black Reconstruction*. New York: Harcourt, Brace.

Dunning, William A. 1907. *Reconstruction, Political and Economic, 1865-1877*. New York: Harper and Brothers.

Dunphy, Loretta M. 1956. "Simon Newcomb: His contribution to Economic Thought." PhD diss., Catholic University of America.

Egnal, Marc. 2007. "Explaining John Sherman: Leader of the Second American Revolution." *Ohio History* 114 (1): 105-17. <https://doi.org/10.1353/ohh.0.0040>.

Egnal, Marc. 2009. *Clash of Extremes: The Economic Origins of the Civil War*. New York: Hill and Wang.

Elder, William. 1880. *A Memoir of Henry C. Carey. Read before the Historical Society of Pennsylvania, Philadelphia, January 5, 1880*. Philadelphia: The American Iron and Steel Association.

Fessenden, William P. 1864. Report of the Secretary of the Treasury [for 1864]. House of Representatives Ex. Doc. 3 No. 3, 38<sup>th</sup> Cong., 2d Sess. Washington, D.C.: Government Printing Office.

Fisher, Irving. 1896. *Appreciation and Interest*. in Vol. 1. of *The Works of Irving Fisher*, edited by William J. Barber assisted by Robert W. Dimand and Kevin Foster, consulting ed. James Tobin. London: Pickering and Chatto.

Fisher, Irving. 1909. "Obituary, Simon Newcomb." *The Economic Journal* 19 (76): 641-44.

Fisher, Irving., with Harry G. Brown, 1911. *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest, and Crises*. New York: Macmillan.

Fisher, Irving. 1920. *Stabilizing the Dollar: A Plan to Stabilize the General Price Level without Fixing Individual Prices*. New York: Macmillan.

Fisher, Irving. 1930. *The Theory of Interest as Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It*. New York: Macmillan.

Fisher, Irving. 1932. *Booms and Depressions: Some First Principles*. New York: Adelphi.

Flaherty, Jane. 2009. *The Revenue Imperative: The Union's Financial Policies during the American Civil War*. London: Pickering & Chatto.

Foner, Eric. 1980. *Politics and Ideology in the Age of the Civil War*. Oxford: Oxford university press.

Foner, Eric. 1988. *Reconstruction: America's Unfinished Revolution, 1863-1877*. New York: Harper & Row.

Frieden, Jeffrey A. 1997. "Monetary Populism in Nineteenth-Century America: An Open Economy Interpretation." *The Journal of Economic History* 57 (2): 367-95. <https://doi.org/10.1017/S0022050700018489>.

Frieden, J. A., and J. L. Broz. 2013. "Chapter 8 - The Political Economy of International Monetary Policy Coordination." In *Handbook of Safeguarding Global Financial Stability*, edited by Gerard Caprio Jr., Philippe Bacchetta, James R. Barth, Takeo Hoshi, Philip R. Lane, David G. Mayes, Atif R. Mian, and Michael Taylor, 81-90. London: Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-397875-2.00003-9>.

Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz. 1963. *A Monetary History of the United States 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press.

Friedman, Milton. 2008. "Newcomb, Simon (1835-1909)." In *The New Palgrave Dictionary of Economics*. 2<sup>nd</sup> ed. Vol. 6. Edited by Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume, 51-52. New York: Palgrave Macmillan.

Glasner, David. 1985. "A Reinterpretation of Classical Monetary Theory." *Southern Economic Journal* 52 (1): 46-67.

Glasner, David. 1989. "On Some Classical Monetary Controversies." *History of Political Economy* 21 (2): 201-229.

Glasner, David. 1997. "Crisis of 1873." In *Business Cycles and Depressions: An Encyclopedia*, edited by David Glasner, 132-33. New York: Garland Publishing.

Glasner, David. 2000. "Classical Monetary Theory and the Quantity Theory." *History of Political Economy* 32 (1): 39-59.

- Goldstein, Judith, and Robert Owen Keohane, eds. 1993. *Ideas and Foreign Policy: Beliefs, Institutions, and Political Change*. Ithaca: Cornell University Press.
- Graham, F. D. 1922. "International Trade Under Depreciated Paper. The United States, 1862-79." *The Quarterly Journal of Economics* 36 (2): 220-73. <https://doi.org/10.2307/1883480>.
- Hacker, Louis M. 1940. *The Triumph of American Capitalism, the Development of Forces in American History to the End of the 19th Century*. New York, Simon and Schuster.
- Hammond, Bray. 1970. *Sovereignty and an Empty Purse: Banks and Politics in the Civil War*. Princeton: Princeton University Press.
- Heffer, Jean. 1985. "Le port de New York et le commerce extérieur américain, 1860-1900." PhD diss., Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne.
- Hegeland, Hugo. 1951. *The Quantity Theory of Money: a Critical Study of Its Historical Development and Interpretation and a Restatement*. Göteborg: Elanders Boktryckeri Aktiebolag.
- Hirst, Margaret E. 1909. *Life of Friedrich List, and Selections from his Writings*. London: Smith, Elder & Co.
- Humphrey, Thomas M. 1984. "Algebraic Quantity Equations before Fisher and Pigou." *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review* 70 (5): 13-22.



- Huston, James L. 1983. "A Political Response to Industrialism: The Republican Embrace of Protectionist Labor Doctrines." *The Journal of American History* 70 (1): 35-57. <https://doi.org/10.2307/1890520>.
- Hutchison, Terence W. 1953. *A Review of Economic Doctrines 1870-1929*. Oxford: Clarendon Press.
- International Monetary Fund. 2019. *Global Financial Stability Report: Lower for Longer*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- James, John A. 1976. "The Conundrum of the Low Issue of National Bank Notes." *Journal of Political Economy* 84 (2): 359-67. <https://doi.org/10.1086/260439>.
- Jaremski, Matthew. 2014. "National Banking's Role in U.S. Industrialization, 1850-1900." *The Journal of Economic History* 74 (1): 109-40.
- Johnson, Walter. 2013. *River of Dark Dreams: Slavery and Empire in the Cotton Kingdom*. Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press.
- Kaplan, A. D. H. 1931. *Henry Charles Carey: A Study in American Economic Thought*. Baltimore: The John Hopkins Press.
- Kerr, Winfield S. 1908. *John Sherman: His Life and Public Services*. Boston: Sherman, French & Co.
- Keynes, John Maynard. 1930. *A Treatise on Money*. Vol. 1. London: Macmillan.

- Kindahl, James K. 1961. "Economic Factors in Specie Resumption: The United States 1865-1879." *Journal of Political Economy* 6 (1): 30-48.
- Lapidus, André. 1996. "Introduction à une 'Histoire de la Pensée Économique' qui ne verra jamais le jour." *Revue Économique* 47 (4): 867-92.
- Lapidus, André. 2019. "Bringing Them Alive." *The European Journal of the History of Economic Thought* 26 (6): 1084-106. <https://doi.org/10.1080/09672567.2019.1682022>.
- Le Maux, Laurent. 2012. "Fractionnements et crises du *National Banking System* aux États-Unis, 1863-1913." *Revue d'économie financière* 105 (1): 25-48.
- Le Maux, Laurent. 2013. "The Payment System and Liquidity Provision during the US National Banking Era." *Comparative Economic Studies* 55 (3): 459-77. <https://doi.org/10.1057/ces.2013.12>.
- Le Maux, Laurent. 2014. "Cantillon and Hume on Money and Banking: The Foundations of Two Theoretical Traditions." *Journal of Economic Surveys* 28 (5): 956-70.
- Le Maux, Laurent. 2017. "L'économie politique de la monnaie: Le régime monétaire de la Reconstruction aux États-Unis." *Revue d'Économie Politique* 127 (3): 397-421.
- Levermore, Charles H. 1890. "Henry C. Carey and his Social System." *Political Science Quarterly* 5 (4): 553-582.

- Machlup, Fritz. 1977. *A History of Thought on Economic Integration*. London: Macmillan.
- Maggor, Noam. 2017. *Brahmin Capitalism: Frontiers of Wealth and Populism in America's First Gilded Age*. Cambridge: Harvard University Press.
- Magness, Phillip W. 2015. "The American System and the Political Economy of Black Colonization." *Journal of the History of Economic Thought* 37 (2): 187-202.
- Majewski, John D. 2009. *Modernizing a Slave Economy: The Economic Vision of the Confederate Nation*. Chapel Hill: University of North Carolina Press.
- Marcuzzo, Maria Cristina, and Annalisa Rosselli. 1987. "Profitability in the International Gold Market in the Early History of the Gold Standard." *Economica* 54 (215): 367-80.
- Marget, Arthur W. 1938-42. *The Theory of Prices: A Re-Examination of the Central Problems of Monetary Theory*. 2 vols. New York: Prentice-Hall.
- Enmale, Richard [pseud.]. 1940. Introduction to *The Civil War in the United States*, by Karl Marx and Friedrich Engels, ed. Richard Enmale. New York: International Publishers.
- McCulloch, Hugh. 1864. Report of the Comptroller of the Currency. In Report of the Secretary of the Treasury [for 1864], 46-55. House of Representatives Ex. Doc. 3 No. 3, 38<sup>th</sup> Cong., 2d Sess. Washington, D.C.: Government Printing Office.

- McCulloch, Hugh. 1865a. *Our National and Financial Future: Address of Hon. Hugh McCulloch, Secretary of the Treasury, at Fort Wayne, Indiana*. Fort Wayne: s.n.
- McCulloch, Hugh. 1865b. Report of the Secretary of the Treasury [for 1865]. House of Representatives Ex. Doc. No. 3, 39<sup>th</sup> Cong., 1st Sess. Washington, D.C.: Government Printing Office.
- McCulloch, Hugh. 1865c. "The Tariff and Specie Resumption. Letter from Hon. Hugh McCulloch, Secretary of the Treasury, to Henry C. Carey, Esq., Philadelphia." *Banker's Magazine* 14 (11): 916-18.
- McCulloch, Hugh. 1866. Report of the Secretary of the Treasury [for 1866]. House of Representatives Ex. Doc. No. 4, 39<sup>th</sup> Cong., 2d Sess. Washington, D.C.: Government Printing Office.
- McCulloch, Hugh. 1867. Report of the Secretary of the Treasury [for 1867]. House of Representatives Ex. Doc. No. 2, 40<sup>th</sup> Cong., 2d Sess. Washington, D.C.: Government Printing Office.
- McCulloch, Hugh. 1868. Report of the Secretary of the Treasury [for 1868]. House of Representatives Ex. Doc. No. 2, 40<sup>th</sup> Cong., 3d Sess. Washington, D.C.: Government Printing Office.
- McCulloch, Hugh. 1877. Opinion of Hugh McCulloch. In "Resumption of Specie Payments," 397-404. *The North American Review* 125 (259): 397-426.
- McCulloch, Hugh. 1888. *Men and Measures of Half a Century: Sketches and Comments*. New York: Charles Scribner's Sons.

- McPherson, James M. 1988. *Battle Cry of Freedom: the Civil War Era*. Oxford: Oxford University Press.
- McPherson, James M. 1991. *La guerre de Sécession : 1861-1865*. Translated by Béatrice Vierende. Preface written by Phillippe Raynaud. Paris: R. Laffont.
- Meardon, Stephen. 2005. "How TRIPs Got Legs: Copyright, Trade Policy, and the Role of Government in Nineteenth-Century American Economic Thought." In *The Role of Government in the History of Economic Thought*, edited by Steven G. Medema and Peter Boettke. *History of Political Economy* 37 (supplement): 145-74.
- Meardon, Stephen. 2007. "Postbellum Protection and Commissioner Wells's Conversion to Free Trade." *History of Political Economy* 39 (4): 571-604.
- Meardon, Stephen. 2011. "Reciprocity and Henry C. Carey's Traverses on 'the Road to Perfect Freedom of Trade.'" *Journal of the History of Economic Thought* 33 (3): 307-333.
- Meardon, Stephen. 2015. "Henry C. Carey's 'Zone Theory' and American Sectional Conflict." *Journal of the History of Economic Thought* 37 (2): 305-320.
- Medema, Steven G. 2015. "Remarks of the General Discussant: A Distinctively American Economics? What We Know, What We Don't Know, and Why it Matters." *Journal of the History of Economic Thought* 37 (2): 163-69.

- Meulemann, Max, Martin Uebele, and Bernd Wilfling. 2014. "The Restoration of the Gold Standard after the US Civil War: A Volatility Analysis." *Journal of Financial Stability* 12 (June): 37-46. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2013.05.001>.
- Mitchell, Wesley C. 1903. *A History of the Greenbacks, with Special Reference to the Economic Consequences of their Issue: 1862-1865*. Chicago: University of Chicago Press.
- Mitchell, Wesley C. 1908. *Gold, Prices, and Wages Under the Greenback Standard*. Berkeley: University of California Press.
- Morrill, Justin S. 1890. "Address of Mr. Morrill of Vermont." In *Memorial Addresses on the Life and Character of William D. Kelley (a Representative from Pennsylvania): Delivered in the House of Representatives and in the Senate, Fifty-first Congress, First Session*, 81-82. Washington, D.C.: Government Printing Office.
- Moyer, Albert E. 1992. *A Scientist's Voice in American Culture: Simon Newcomb and the Rhetoric of Scientific Method*. Berkeley: University of California Press.
- Myers, John L. 2009. *Henry Wilson and the Era of Reconstruction*. Lanham, MD: University Press of America.
- Myers, Margaret G. 1931. *The New York Money Market: Origins and Development*. Vol. 1. New York: Columbia University press.

- Nataf, Philippe. 1997. "Free Banking." In *Business Cycles and Depressions: An Encyclopedia*, edited by David Glasner, 245-46. New York: Garland Publishing.
- Newcomb, Simon. 1865. *A Critical Examination of Our Financial Policy During the Southern Rebellion*. New York: D. Appleton and Company.
- [Newcomb, Simon]. 1866a. "Our financial future." *The North American Review* 102 (210): 100-135.
- [Newcomb, Simon]. 1866b. "Carey's Principles of Social Science." *The North American Review* 103 (213): 573-80.
- [Newcomb, Simon]. 1873. "The Session." *The North American Review* 117 (240): 182-223.
- Newcomb, Simon. 1875. "The Method and Province of Political Economy." *North American Review* 121 (249): 241-270.
- Newcomb, Simon. 1877. *The ABC of Finance; Or, The Money and Labor Questions Familiarly Explained to Common People, in Short and Easy Lessons*. New York: Harper & Brothers.
- Newcomb, Simon. 1879. "The Standard of Value." *The North American Review* 129 (274): 223-37.
- Newcomb, Simon. (1886) 1966. *Principles of Political Economy*. New York: Harper & Brothers. Reprint, New York: Augustus M. Kelley.

- Newcomb, Simon. 1893. "Has the Standard Gold Dollar Appreciated?" *Journal of Political Economy* 1 (4): 503-12.
- Newcomb, Simon. 1903. *The Reminiscences of an Astronomer*. London: Harper and Brothers.
- Nichols, Jeanette P. 1934. "John Sherman: A Study in Inflation." *The Mississippi Valley Historical Review* 21 (2): 181-94.
- Niehans, Jürg. 1978. *The Theory of Money*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- Niehans, Jürg. 1987. "Classical Monetary Theory, New and Old." *Journal of Money, Credit and Banking* 19 (4): 409-24.
- Niehans, Jürg. 1990. *A History of Economic Theory: Classic Contributions, 1720-1980*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- Nugent, Walter T. K. 1967. *The Money Question During Reconstruction*. New York: Norton & Company.
- O'Brien, Denis. 1995. "Long-run Equilibrium and Cyclical Disturbances: The Currency and Banking Controversy Over Monetary Control." In *The Quantity Theory of Money: From Locke to Keynes and Friedman*, by Mark Blaug, Walter Elis, Denis O'Brien, Don Patinkin, Robert Skidelsky, and Geoffrey E. Wood, 50-80. Aldershot, U.K.: Edward Elgar.
- O'Leary, Paul M. 1960. "The Scene of the Crime of 1873 Revisited: A Note." *Journal of Political Economy* 68 (4): 388-92. <https://doi.org/10.1086/258345>.



- Officer, Lawrence H. 1981. "The Floating Dollar in the Greenback Period: A Test of Theories of Exchange-Rate Determination." *The Journal of Economic History* 41 (3): 629-650.
- Olmstead, Alan L., and Paul W. Rhode. 2018. "Cotton, Slavery, and the New History of Capitalism." *Explorations in Economic History* 67 (January): 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.eeh.2017.12.002>.
- Palen, Marc-William. 2016. *The "Conspiracy" of Free Trade: The Anglo-American Struggle over Empire and Economic Globalization, 1846-1896*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Persky, Joseph. 2015. "American Political Economy and the Common School Movement: 1820-1850." *Journal of the History of Economic Thought* 37(2): 247-62.
- Ransom, Roger L. 1989. *Conflict and Compromise: The Political Economy of Slavery, Emancipation, and the American Civil War*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Redlich, Fritz. 1951. *The Molding of American Banking: Men and Ideas*. Vol. 2. New York: Hafner.
- Richardson, Heather Cox. 2006. "North and West of Reconstruction: Studies in Political Economy." In Brown 2006, 66-90.
- Ron, Ariel. 2015. "Henry Carey's Rural Roots, 'Scientific Agriculture,' and Economic Development in the Antebellum North." *Journal of the History of Economic Thought* 37 (2): 263-75.

- Rorty, Richard. 1984. "The Historiography of Philosophy: Four Genres." In *Philosophy in History: Essays on the Historiography of Philosophy*, edited by Richard Rorty, Jerome B. Schneewind, and Quentin Skinner, 49-75. Cambridge: Cambridge University Press.
- Rutherford, Malcolm. ed. 1998. *The Economic Mind in America: Essays in the History of American Economics*. London: Routledge.
- Samuels, Warren J. 2005. "The Role of Government in the History of Political Economy: The 2004 HOPE Conference Interpreted and Critiqued by the General Discussant." In *The Role of Government in the History of Economic Thought*, edited by Steven G. Medema and Peter Boettke. *History of Political Economy* 37 (supplement): 393-423. [https://doi.org/10.1215/00182702-37-Suppl\\_1-393](https://doi.org/10.1215/00182702-37-Suppl_1-393).
- Schoen, Brian. 2015. "The Political Economies of Secession." *Journal of the History of Economic Thought* 37 (2): 203-19.
- Schumpeter, Joseph A. 1955. *History of Economic Analysis*. 2nd ed. Edited from manuscript by Elizabeth Boody Schumpeter. London: G. Allen and Unwin.
- Selgin, George A., and Lawrence H. White. 1994. "Monetary Reform and the Redemption of National Bank Notes, 1863-1913." *Business History Review* 68 (2): 205-43. <https://doi.org/10.2307/3117442>.
- Sexton, Jay. 2005. *Debtor Diplomacy: Finance and American Foreign Relations in the Civil War Era, 1837-1873*. Oxford: Oxford University Press.
- Sharkey, Robert P. (1959) 1967. *Money, Class and Party: An Economic Study of*

*Civil War and Reconstruction*. Reprint, Baltimore: John Hopkins University Press.

Sharkey, Robert P. 1965. "Review of *The Greenback Era: A Social and Political History of American Finance, 1865-1879*, by Irwin Unger." *Journal of American History* 52 (2): 380-83. <https://doi.org/10.2307/1908842>.

Sherman, John. 1877. Opinion of Secretary Sherman. In "Resumption of Specie Payments," 420-26. *The North American Review*, 125 (259): 397-426.

Sherman, John. 1879. *Selected Speeches and Reports on Finance and Taxation, From 1859 to 1878*. New York: D. Appleton and Company.

Sherman, John. 1895. *John Sherman's Recollections of Forty Years in the House, Senate and Cabinet, an autobiography*. Chicago: Werner Company.

Skaggs, Neil T. 1991. "John Fullarton's Law of Reflux and Central Bank Policy." *History of Political Economy* 23 (3): 457-80.

Skaggs, Neil T. 1994. "The Place of J. S. Mill in the Development of British Monetary Orthodoxy." *History of Political Economy* 26 (4): 539-67.

Skaggs, Neil T. 1995. "Henry Thornton and the Development of Classical Monetary Economics." *The Canadian Journal of Economics* 28 (4b): 1212-27.

Smith, George Winston. 1951. *Henry C. Carey and American Sectional Conflict*. Albuquerque: University of New Mexico Press.

- Smith, Gregor W., and R. Todd Smith. 1997. "Greenback-Gold Returns and Expectations of Resumption, 1862-1879." *The Journal of Economic History* 57 (3): 697-717.
- Spiegel, Henry W. (1971) 1983. *The Growth of Economic Thought*. Revised and expanded edition. Durham, NC: Duke University Press.
- Stanwood, Edward. 1903. *American Tariff Controversies in the Nineteenth Century*. Vol. 2. Westminster: Archibald Constable & Co.
- Stiglitz, Joseph E. 2018. "Trump and Globalization." *Journal of Policy Modeling* 40 (3): 515-28.  
<https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2018.03.006>.
- Studenski, Paul, and Herman Edward Krooss. 1963. *Financial History of the United States: Fiscal, Monetary, Banking, and Tariff, Including Financial Administration and State and Local Finance*. 2nd. ed. New York: McGraw-Hill.
- Sylla, Richard. 1969. "Federal Policy, Banking Market Structure, and Capital Mobilization in the United States, 1863-1913." *The Journal of Economic History* 29 (4): 657-86.
- Taussig, Frank William. 1892. *The Tariff History of the United States: A Series of Essays*. New York: G. P. Putnam's sons.
- Thornton, Mark, and Robert B. Ekelund, Jr. 2004. *Tariffs, Blockades, and Inflation: The Economics of the Civil War*. Wilmington, Del.: Scholarly Resources.

Timberlake, Richard H. 1964. "Ideological Factors in Specie Resumption and Treasury Policy." *The Journal of Economic History* 24 (1): 29-52.

Timberlake, Richard H. 1978. *The Origins of Central Banking in the United States*. Cambridge: Harvard University Press.

Unger, Irwin. 1959. "Business Men and Specie Resumption." *Political Science Quarterly* 74 (1): 46-70. <https://doi.org/10.2307/2145940>.

Unger, Irwin. 1964. *The Greenback Era: A Social and Political History of American Finance, 1865-1879*. Princeton: Princeton University Press.

US Statutes at Large. 1789 -. Washington, D.C.

Weinstein, Allen. 1970. *Prelude to Populism: Origins of the Silver Issue, 1867-1878*. New Haven: Yale University Press.

Wible, James R., and Kevin D. Hoover. 2015. "Mathematical Economics Comes to America: Charles S. Peirce's Engagement with Cournot's *Recherches Sur Les Principes Mathématiques de La Théorie Des Richesses*." *Journal of the History of Economic Thought* 37 (4): 511-36.

Wilkins, Mira. 1989. *The History of Foreign Investment in the United States to 1914*. Cambridge: Harvard University Press.

# Table des matières

Avant-propos.....	4
Remerciements .....	5
Sommaire .....	7
Introduction générale .....	8
1. Les débats de la politique monétaire et tarifaire états-unienne : de Donald Trump à la Reconstruction.....	8
2. Les débats au cœur de la question monétaire entre partisans de la monnaie faible et adeptes de la monnaie forte .....	17
3. Faire l'histoire de la pensée des débats sur les <i>greenbacks</i> : entre histoire et théorie économique .....	24
4. Les types d'économie politique des <i>greenbacks</i> .....	36
Chapitre 1. Émission et gestion des <i>greenbacks</i> : faits, débats au Congrès et enjeux.....	41
1.1. L'émission des <i>greenbacks</i> pendant la guerre de Sécession : motifs, cadre législatif et effets .....	43
1.2. Le choix du système monétaire pendant la Reconstruction : les décisions du Congrès relatives à la gestion des <i>greenbacks</i> .....	49
La <i>Contraction Act</i> .....	50
La <i>Suspension Act</i> .....	52
La <i>Public Credit Act</i> .....	53
Les <i>Refunding Acts</i> .....	55
La panique de 1873 et l' <i>Inflation Bill</i> .....	57
La <i>Resumption Act</i> de 1875 .....	59
Le retour à la convertibilité en 1879 .....	62
1.3. Les enjeux de la politique monétaire pendant le période de la Reconstruction .....	65
La définition du sectionnalisme.....	66
La forme spatiale du débat sur les <i>greenbacks</i> .....	72
Conclusion .....	79
Chapitre 2. Henry C. Carey's Monetary Thought and American Industrialization in the Greenback Debate .....	80
2.1. Carey, sectionalism, and the greenback debate .....	84
From Carey's ante-bellum analysis of sectionalism to the post-bellum period .....	85
Carey, post-bellum sectionalism, and the greenback debate.....	88
2.2. Carey, economic development, and monetary theory: the theoretical basis for providing a solution to sectionalism.....	99
Carey's virtuous cycle and the harmony of interests as a plausible solution to sectional stress .....	100
Money as an instrument to put Carey's virtuous cycle in motion.....	102
2.3. Greenback-led industrialization, association, and national independence: a permanent solution to sectionalism.....	106
Greenback-led industrialization and association as a solution to sectionalism.....	106

National independence in the international spectrum: a permanent solution to sectionalism .....	108
<b>Conclusion .....</b>	<b>113</b>
<b>Chapitre 3. International Integration and the Gold Approach: Hugh McCulloch's and John Sherman's Monetary and Tariff Policies .....</b>	<b>115</b>
<b>3.1. U.S. financial market integration .....</b>	<b>119</b>
Debt Refunding, Contraction & Resumption: McCulloch's approach.....	120
Greenbacks Peg, Debt Refunding & Resumption: Sherman's approach .....	131
<b>3.2. U.S. Commercial Market Integration.....</b>	<b>137</b>
McCulloch, Specie Standard, and Free Trade .....	137
Sherman, Specie Standard, and Protectionism.....	140
<b>Conclusion .....</b>	<b>145</b>
<b>Chapitre 4. Simon Newcomb: a Theoretical Reply to the Greenback Approach .....</b>	<b>148</b>
<b>4.1. Newcomb's critique of Henry C. Carey and the money question of the U.S. Reconstruction period.....</b>	<b>152</b>
Simon Newcomb's methodological critique of Henry C. Carey.....	153
From the methodological critique to the money question in the U.S. Reconstruction period.....	157
<b>4.2. Newcomb's monetary theory .....</b>	<b>163</b>
Metallic currency.....	165
Convertible bank issue.....	169
Inconvertible paper money .....	172
<b>4.3. Newcomb's policy propositions relative to the greenback monetary standard and the National Banking System .....</b>	<b>174</b>
Greenbacks: advantages and disadvantages .....	175
National Banking System: should it be prohibited? .....	179
<b>Conclusion .....</b>	<b>181</b>
<b>Conclusion générale .....</b>	<b>183</b>
<b>Annexes.....</b>	<b>191</b>
<b>Table 1: List of the bills and acts quoted in the dissertation.....</b>	<b>191</b>
<b>Maps and figures.....</b>	<b>195</b>
Figure 1 .....	195
Figure 2 .....	195
Figure 3 .....	196
Map 1.....	196
<b>Bibliographie .....</b>	<b>197</b>
<b>Table des matières .....</b>	<b>221</b>

## **La politique monétaire de la période de la Reconstruction aux États-Unis (1865-1879) : enjeux, théories, débats**

Cette thèse propose une reconstruction théorique des débats monétaires de la période de la Reconstruction aux États-Unis en se focalisant sur les travaux de Henry Charles Carey, Hugh McCulloch, Simon Newcomb et John Sherman. Elle s'efforce d'identifier les liens entre les positions respectives de chacun, les politiques économiques préconisées et leurs visions du développement économique. Répondre à cette ambition implique au préalable d'expliquer pourquoi la question monétaire centrale est celle des *greenbacks* – le papier-monnaie inconvertible ayant cours légal émis afin de financer la guerre de Sécession – et de préciser comment la question monétaire a été le lieu privilégié d'affrontement entre des visions politiques antagonistes (chapitre 1). Les chapitres qui suivent se focalisent sur l'analyse des écrits des principaux participants aux débats. Le chapitre 2 s'intéresse à la théorie monétaire de Carey et montre comment elle vise à réunifier les États-Unis tout en établissant leur indépendance nationale à travers l'industrialisation par le maintien du système monétaire des *greenbacks* et du protectionnisme. Face à Carey se trouvent ceux qui favorisent un retour à la convertibilité, parmi ceux-ci McCulloch, Newcomb et Sherman. Le chapitre 3 examine la position de McCulloch et Sherman et établit que leur position dans le débat était dictée par leur vision du développement économique qui promouvait l'intégration internationale des États-Unis. Enfin, le chapitre 4 porte sur l'auteur qui constitue la référence théorique commune à ceux qui défendent le retour à la convertibilité : tant la méthodologie que la théorie monétaire de Newcomb y sont analysées.

**Mots-clés** : théorie quantitative de la monnaie, théorie classique de la monnaie, intégration internationale, retour à la convertibilité, *greenbacks*, Henry Charles Carey, Hugh McCulloch, Simon Newcomb, John Sherman

### **Monetary Policy During U.S. Reconstruction (1865-1879): Issues, Theories, and Debates**

This thesis proposes a theoretical reconstruction of the monetary debate that took place during the U.S. Reconstruction period by studying the writings of Henry Charles Carey, Hugh McCulloch, Simon Newcomb, and John Sherman. It traces the links between the policy proposals of each writer, their political economy, and their vision of economic development. A prerequisite to tracing those links was a clear identification of the main money question of the period: the greenback – the fiat, legal-tender, paper money issued by the Union as a means to finance the Civil War. Also necessary was an explanation of how the monetary debate became an arena for expressing antagonistic political visions. The first chapter offers both an identification and explanation. The following chapters then analyze the writings of the main participants of the debate. Chapter 2 focuses on Carey's monetary theory and shows that his theory led him to deduce that maintaining both a greenback monetary standard and protectionism would make it possible to build a permanent union, while establishing national independence. On the opposite side of the debate were those who advocated for a resumption of specie payments, among them McCulloch, Newcomb, and Sherman. Chapter 3 examines McCulloch and Sherman's position in the debate and provides evidence that it was informed by their vision of economic development, a vision that aimed to promote U.S. international integration. The fourth chapter centers on Newcomb's methodology and the monetary theory that results from its application, a theory that offers an analytical framework to those who defended the resumption of specie payments.

**Keywords**: quantity theory of money, classical monetary theory, international integration, resumption of specie payments, greenbacks, Henry C. Carey, Hugh McCulloch, Simon Newcomb, John Sherman