

De fait, non seulement Hicks a rejeté dans les années 1970 les versions a-monétaires du keynésianisme d'après guerre, mais son scepticisme s'est même étendu à la théorie des choix de portefeuille, pourtant issue de la « Simplification » de 1935. Ses écrits des années 1980, en particulier son ouvrage posthume de 1989 (*A Market Theory of Money*) sont d'ailleurs largement consacrés à une tentative de refondation d'un keynésianisme « monétarien », capable de faire justice de l'accusation d'ignorance de la monnaie portée par les « monétaristes » à l'encontre des keynésiens. Ainsi cet auteur, qui fut considéré par nombre de keynésiens, dans les années 1960, comme le responsable d'une « dénaturation » du message de Keynes, s'est-il révélé, dans les années 1980, être l'un des économistes les plus attachés à la défense de la « préférence pour la liquidité » comme concept fondamental de l'analyse monétaire.

UNE SUGGESTION POUR SIMPLIFIER LA THÉORIE MONÉTAIRE¹

I

Après la tempête de ces dernières années, c'est avec beaucoup de circonspection et même d'appréhension que l'on se risque à s'exprimer sur la monnaie. En ce qui me concerne, mon manque d'expérience en la matière renforce ces sentiments. La formation que j'ai reçue portait surtout sur la partie non monétaire de l'économie, et je n'ai commencé à m'intéresser à la monnaie qu'en me rendant compte qu'elle n'était pas dissociable des

1. John Hicks, « A Suggestion for Symplifying the Theory of Money », *Economica*, II, n° 5, février 1935, p. 1-19 ; trad. fr. André Cabannes. Certaines notes de l'article n'ont pas été reproduites dans cette édition.

questions qui me préoccupaient. À la réflexion, je me dis cependant que ce n'est peut-être pas une mauvaise approche du sujet : certaines choses qui ne sont pas claires à première vue peuvent le devenir avec cet éclairage.

C'est bien sûr pour une large part grâce à de telles perspectives croisées que l'économie progresse, et au moins un département d'économie non monétaire est né d'une fréquentation intime avec la théorie monétaire. Mais ce n'est pas mon objectif d'évoquer ici cette liaison particulière. On sait que la plupart des économistes ont désormais lu Böhm-Bawerk ; toutefois, quel qu'ait été le fruit de cette union, cela n'a pas été l'harmonie. Je préfère rechercher l'illumination à partir d'un autre point de vue – à partir d'une branche de l'économie plus élémentaire, mais aussi, pour cette raison, je pense, mieux développée : la théorie de la valeur.

Pour quiconque aborde la théorie de la monnaie en venant de la théorie de la valeur, un certain nombre de points sont plutôt surprenants. Le premier est l'obsession qu'ont les théoriciens monétaires pour une certaine équation, déclarant que les prix des biens multipliés par leur quantité égale le montant de la monnaie dépensée pour les acheter. Cette équation ne cesse de surgir ici ou là, et elle fait l'objet de toute une collection de manipulations arithmétiques astucieuses. Parfois elle est énoncée sous la forme $MV = PQ$; elle est même devenue, dans sa transfiguration à ce jour la plus prodigieuse¹ : $P = Y/Q + (I - S)/Q_c$

1. Il s'agit de la « première équation fondamentale » du *Traité sur la monnaie* de J. M. Keynes, dans laquelle P désigne le prix des biens de consommation, Y le revenu net global, Q le volume de la production, Q_c celui de la production de biens de consommation, I la valeur de la production de biens d'équipement (évaluée à son coût) et S l'épargne globale. Y/Q représente le coût unitaire de la production. Cette équation signifie qu'un excès d'épargne ($I - S < 0$) fait baisser le prix des biens de consommation, tandis qu'un excès d'investissement ($I - S > 0$) le fait monter. (NdE)

Nous autres théoriciens de la valeur n'ignorons évidemment pas cette équation, et il fut un temps où nous lui attachions autant d'importance que les théoriciens monétaires semblent toujours le faire aujourd'hui. C'était au milieu du siècle dernier, quand nous avions l'habitude de parler de la valeur comme d'un « rapport entre l'offre et la demande ». Encore maintenant, nous acceptons cette équation et l'intégrons, plus ou moins implicitement, dans nos systèmes. Mais nous sommes plutôt enclins à la considérer comme une évidence, parce qu'elle exprime surtout une tautologie, et que nous avons trouvé une autre équation, qui n'est pas une alternative à l'équation quantitative, qui lui est complémentaire, et qui est beaucoup plus significative. Il s'agit de l'équation déclarant que la valeur relative de deux marchandises dépend de leur utilité marginale relative.

Cela dit, pour un néophyte en matière de théorie monétaire, il n'est pas facile d'être privé de cette bouée de sauvetage. Car c'était l'utilité marginale qui donnait réellement un sens à la théorie de la valeur ; et voilà qu'on pénètre dans une branche de l'économie qui se dispense totalement de l'utilité marginale ! Pas étonnant qu'on y rencontre tant de difficultés et tant de divergences de vue ! Ce qu'il faut, c'est une « révolution marginale » !

C'est en cela que consiste ma suggestion. Je sais bien qu'elle rencontrera des objections apparemment solides. On me dira que ce que je propose a déjà été tenté ; Wicksell l'a essayée, et, bien que cela ait conduit à des résultats intéressants, cela n'a pas débouché sur une théorie de la monnaie fondée sur l'utilité marginale. Mises l'a essayée, et il est parvenu à la conclusion que la monnaie n'était que le fantôme de l'or – car, à ce qu'il semble, la monnaie en tant que telle n'a pas d'utilité marginale¹. Bref, cette suggestion a une histoire, et celle-ci n'est pas encourageante.

1. Sous une forme plus subtile, la même difficulté apparaît dans les travaux de Marshall et ses disciples. Ils avaient conscience qu'il

Ce constat suffirait à dissuader n'importe qui, s'il n'y avait également deux bonnes raisons de continuer : des développements importants ont eut lieu dans la théorie de la valeur et dans la théorie de la monnaie au cours des vingt ou trente ans écoulés depuis qu'écrivaient Wicksell et Mises. Et ils ont considérablement réduit les barrières qui bloquaient ces derniers.

Dans la théorie de la valeur, les travaux de Pareto, Wicksteed et leurs successeurs ont élargi et approfondi notre conception de l'utilité marginale. Nous nous rendons compte à présent que l'analyse de l'utilité marginale n'est rien d'autre qu'une théorie générale du choix, et qu'elle est applicable dès lors qu'il existe un choix entre plusieurs possibilités se prêtant à une expression quantitative. Or la monnaie se prête clairement à une expression quantitative, donc l'objection selon laquelle la monnaie n'a pas d'utilité marginale est forcément fautive. Les gens choisissent réellement entre détenir de l'argent¹ ou détenir d'autres choses. Donc, dans le sens précis du terme, la monnaie doit avoir une utilité marginale.

fallait soumettre la monnaie à l'analyse de l'utilité marginale ; mais ils étaient tellement dominés par la conception classique de la monnaie vue comme un « voile » (qui est une approche valide à un certain niveau d'approximation) qu'ils persistaient à regarder la demande de monnaie comme une demande pour les choses que la monnaie permet d'acheter – « les encaisses réelles ». Par conséquent, leur invocation de l'utilité marginale n'a jamais été autre chose qu'un vœu pieux. Car ils étaient incapables de faire la différence, dans le cadre de l'utilité marginale, entre le désir d'épargner et le désir de thésauriser ; et ils ont forcément occulté cette indétermination dans leur analyse de « l'encaisse réelle » (si importante dans certaines applications de la théorie monétaire), qui a lieu lorsqu'on s'attend à un changement dans les prix des biens de consommations. D'un autre côté, je dois reconnaître que certaines versions de la théorie marshallienne sont très proches de ce que je vais exposer. [...]

1. Dans le texte en français les mots « monnaie » et « argent » sont utilisés indifféremment pour traduire le mot anglais *money*. (NdE)

Mais appeler simplement cette utilité marginale X, et se mettre à tracer des courbes, ne serait pas d'une grande aide. Par chance, les développements de la théorie monétaire [...] viennent à notre rescousse.

Le *Traité* de M. Keynes, pour autant que j'aie pu le comprendre, contient au moins trois théories de la monnaie. La première est la théorie de l'épargne et l'investissement, qui, ainsi que je l'ai laissé entendre plus haut, ne me semble pas autre chose que la vieille théorie quantitative élégamment habillée. La deuxième est la théorie wicksellienne du taux d'intérêt naturel. La troisième, en revanche, est beaucoup plus intéressante. Elle apparaît quand M. Keynes commence à parler du niveau de prix des biens d'investissement, et démontre que ce niveau de prix dépend de la préférence relative de l'investisseur – pour des dépôts bancaires ou pour des titres financiers. Ici, nous avons enfin quelque chose qui apparaît à un théoricien de la valeur comme sensé et intéressant ! Ici, nous sommes enfin devant un choix à la marge ! Et M. Keynes poursuit en donnant de la substance à notre X, grâce à la doctrine selon laquelle la préférence relative dépend du sentiment baissier [*bearish*] ou hausier [*bullish*] du public, c'est-à-dire de son désir pour la liquidité ou pour le profit.

Ma suggestion peut donc être reformulée. Il me semble que cette troisième théorie de M. Keynes contient la part la plus importante de sa contribution théorique ; que là, enfin, nous tenons quelque chose qui, par analogie (une analogie appropriée, s'entend) avec la théorie de la valeur, commence à offrir une chance de rendre l'ensemble de la question aisément intelligible ; que c'est de ce point de départ, et non de la vitesse de circulation, du taux d'intérêt naturel, ni de l'épargne et l'investissement, que nous devons commencer à construire une théorie de la monnaie. Mais en disant cela, je suis plus keynésien que

M. Keynes lui-même. Il convient donc que je défende ma position en détail.

II

Voici en quoi consiste la méthode que je propose : il s'agit d'adopter la position d'un individu considéré à un point donné du temps, et de rechercher ce qui détermine la quantité précise de monnaie qu'à ce moment-là il souhaite conserver. [...]

La décision d'un individu de détenir une certaine quantité de monnaie signifie qu'il préfère cette quantité-là de monnaie, plutôt que plus ou moins. Mais examinons plus précisément les alternatives. Il pourrait réduire ses actifs monétaires de trois façons :

1. en dépensant, c'est-à-dire en achetant quelque chose, peu importe quoi ;
2. en prêtant cet argent à quelqu'un d'autre ;
3. en remboursant des dettes qu'il a envers quelqu'un d'autre.

Il peut accroître ses actifs monétaires des trois façons correspondantes :

1. en vendant quelque chose qu'il possède ;
2. en empruntant à quelqu'un d'autre ;
3. en demandant le remboursement de l'argent que quelqu'un d'autre lui doit.

Cette classification, à mon sens, est complète. Tous les moyens de modifier ses actifs monétaires se réduisent à l'une de ces catégories ou à une combinaison de deux d'entre elles – achat ou vente de biens, création de nouvelles dettes ou extinction de vieilles dettes.

Si une personne décide de détenir de la monnaie, cela signifie implicitement qu'elle préfère cela aux diverses possibilités exposées ci-dessus. Mais comment une telle préférence est-elle possible ?

Le choix de conserver de l'argent au lieu de le dépenser en biens de consommation ne présente pas de difficulté sérieuse car il s'agit évidemment du cas banal de préférence pour des satisfactions à venir plutôt que pour une satisfaction présente. À une date quelconque, un individu ne consacre normalement pas l'ensemble de ses ressources disponibles pour satisfaire ses désirs présents – mais en met une partie de côté pour satisfaire des besoins futurs.

Il est bien plus délicat d'expliquer la préférence pour la détention d'argent plutôt que celle de biens d'investissement. En effet, les biens d'investissement ont normalement une rentabilité positive, contrairement à la monnaie. Il s'agit alors de comprendre la décision de détenir des actifs sous forme monétaire pure plutôt que sous forme de titres produisant des intérêts ou du profit. Et la même question se pose bien sûr pour nos deuxième et troisième catégories d'utilisation. Tant que les taux d'intérêt sont positifs, la décision de conserver de l'argent plutôt que de le prêter, ou de l'utiliser pour rembourser des dettes, semble un choix non rentable.

C'est, à mon sens, la question essentielle à laquelle doit répondre toute théorie de la monnaie. Soit nous devons expliquer pourquoi les gens continuent de détenir de l'argent quand les taux d'intérêt sont positifs, soit, d'une manière ou d'une autre, nous devons contourner la difficulté. Ce sont les solutions traditionnelles pour éviter cet écueil qui ont conduit à la vitesse de circulation, aux taux d'intérêt naturels, *et id genus omne* (et toutes les autres choses du même genre)¹.

1. Je ne nie pas que ces concepts aient leur utilité dans un cadre approprié – c'est-à-dire dans certaines applications particulières de la théorie monétaire. Mais il me semble qu'ils constituent une nuisance dans la théorie de la monnaie elle-même, qu'ils ne sont d'aucune aide pour élucider les principes généraux de fonctionnement de la monnaie.

Bien sûr, ceux qui ont éludé la question ne niaient pas qu'il y eût une difficulté. Ils ramenaient, quant à eux, ce phénomène à des « frictions », et comme il n'y avait pas de place adéquate pour les « frictions » dans le reste de leur théorie, une théorie de la monnaie faisant appel à cette explication ne leur a pas semblé un champ d'étude prometteur de l'analyse économique.

III

Le type de friction le plus évident, et sans doute l'un des plus importants, est le coût du transfert des actifs d'une forme vers une autre. C'est exactement de même nature que les coûts de transferts qui, dans tous les secteurs du système économique, agissent comme un frein au changement ; vraisemblablement, il y a aussi des aspects psychologiques à côté des coûts directement quantifiables. Une personne sera ainsi dissuadée d'investir son argent sur de courtes périodes, en partie à cause des frais de courtage ou des droits à payer, en partie aussi parce qu'à ses yeux, cela n'en vaut pas la peine.

Le bénéfice net que l'on peut recevoir en investissant une quantité donnée d'argent est égal à l'intérêt ou au profit brut, diminué du coût de l'investissement. C'est seulement lorsque l'on s'attend à ce que ce bénéfice net soit positif (c'est-à-dire si le taux d'intérêt attendu, corrigé de la plus- ou moins-value en capital, est supérieur au coût de l'investissement) qu'il sera rentable d'investir.

Si l'on observe que les intérêts à recevoir augmenteront avec la quantité d'argent investi ainsi qu'avec la durée pendant laquelle il sera immobilisé, tandis que les coûts d'investissement sont quant à eux indépendants de la durée d'immobilisation, et que d'une façon générale ils ne s'accroîtront pas en proportion de la quantité d'argent investi, il devient clair que, quel que soit le montant des

coûts d'investissement, il ne sera pas rentable d'investir en dessous d'une certaine durée, et moins qu'une certaine quantité. Sur de courtes périodes et pour des quantités relativement faibles, il sera préférable de conserver ses actifs sous forme monétaire.

Ainsi, pour autant que nous puissions le dire aujourd'hui, la quantité d'argent qu'une personne souhaitera conserver dépend de trois facteurs : les dates auxquelles elle s'attend à faire des dépenses dans l'avenir, le coût d'investissement, et le taux de profit attendu sur l'investissement. Plus les dépenses à venir seront éloignées, le coût d'investissement bas, et la rentabilité attendue sur le capital investi élevée, plus faible sera la demande de monnaie.

Cependant, cette assertion n'est pas encore tout à fait exacte. Ces trois facteurs agissent certes sur la demande de monnaie, mais il se peut qu'ils ne suffisent pas à la déterminer totalement. Puisque la quantité de monnaie disponible doit dépasser un certain seuil pour qu'il soit rentable d'investir, et que les investissements ultérieurs seront plutôt effectués par à-coups discontinus durant une certaine période, il n'est pas surprenant de constater qu'en réalité la demande de monnaie de la part des particuliers, à l'exception des plus riches, est tout à fait insensible à des changements de la sorte. Mais cela ne veut pas dire qu'ils n'ont pas d'importance. Car, parmi les gens qui ont des chances d'y être sensibles, il nous faut compter non seulement les personnes très riches mais aussi les hommes d'affaires qui gèrent des capitaux qui ne leur appartiennent pas en propre. Et tout cela, au total, nous donnera une assez grande sensibilité aux facteurs décrits.

IV

Notre première liste de paramètres influençant la demande de monnaie – le taux d'intérêt attendu, le coût d'investissement, et la durée attendue de l'investissement – permet donc d'isoler certains facteurs qui ont réellement un effet ; néanmoins cette liste n'est pas complète. Car nous devons aussi tenir compte du fait, en réalité d'une importance considérable, que les attentes des gens ne consistent jamais en des estimations très précises, contrairement à ce que nous avons implicitement admis. Ils ne se disent pas « ces 100 livres, je n'en aurai pas besoin avant le 1^{er} juin » ou « cet investissement aura une rentabilité de 3,7 pour cent » ; ou alors, s'ils s'expriment ainsi, c'est en quelque sorte pour résumer. Leurs attentes, en réalité, baignent toujours dans une certaine pénombre d'incertitude ; et la densité de cette pénombre est d'une importance capitale dans le problème qui nous occupe.

Le facteur risque intervient dans notre problème de deux manières : premièrement, en affectant la durée attendue de l'investissement ; deuxièmement, en affectant la rentabilité nette attendue. Ces deux modalités d'intervention du facteur risque sont assez différentes, mais, comme nous le verrons, leurs effets sont en gros similaires.

Quand il y a risque, l'attente *spécifique* qui caractérisait la situation sans risque est remplacée par une fourchette de possibilités, chacune d'entre elles ayant une certaine probabilité. Il est commode de se représenter ces probabilités, de manière statistique, par une valeur moyenne et une mesure appropriée de dispersion. (Aucune mesure unique ne donne totalement satisfaction, mais on peut omettre ici cette difficulté.) En gros, on peut admettre qu'un changement dans la valeur moyenne, à dispersion constante, a essentiellement le même effet

qu'un changement de l'attente particulière sans risque mentionnée plus haut. Le problème spécifique du risque se réduit donc à un examen des conséquences d'un changement dans la dispersion. Davantage de dispersion signifie davantage d'incertitude.

En conséquence, si notre individu, au lieu de savoir (ou de penser qu'il sait) qu'il ne voudra ses 100 livres que le 1^{er} juin, est saisi d'un doute croissant ; c'est-à-dire que, tout en continuant à penser que le 1^{er} juin est la date la plus probable, il sait aussi qu'il est tout à fait possible qu'il en ait besoin avant, comme il est tout aussi possible qu'il ne veuille les récupérer que plus tard ; quel sera l'effet sur son comportement ? Supposons que lorsque la date était sûre, l'investissement était marginal – au sens où la rentabilité brute attendue était exactement contrebalancée par le coût de l'investissement. Quand on introduit l'incertitude ainsi que nous l'avons décrit, l'investissement offre alors la possibilité d'un gain plus important, mais aussi, avec la même probabilité, d'une perte équivalente. Dans cette situation, je pense qu'il est justifié de supposer que l'individu sera moins tenté d'effectuer l'investissement.

Si tel est le cas, l'incertitude sur la date où l'argent sera libéré agira normalement comme un frein à l'investissement. Il faut noter en outre que l'incertitude peut s'accroître sous l'effet d'un changement des faits objectifs sur lesquels sont fondées les estimations, mais aussi selon la psychologie de l'individu, qu'un changement d'humeur peut inciter à prendre moins de risques.

Tournons-nous maintenant vers l'autre facteur d'incertitude – celui de la rentabilité de l'investissement. Là encore, il existe une zone d'ombre ; et là encore, il semble justifié de postuler que l'augmentation de la zone d'ombre, l'accroissement de la dispersion des rentabilités possibles, agira normalement comme un frein à l'investissement. Et effectivement, sans cette hypothèse, il serait

impossible d'expliquer certains des faits les plus frappants observés sur le marché des capitaux. Cette sorte de risque sera, donc, ordinairement un autre facteur tendant à accroître la demande de monnaie.

V

Jusqu'à présent, l'effet du risque semble plutôt simple : un accroissement du risque de l'investissement agira de la même manière qu'une diminution de la rentabilité nette espérée ; et une augmentation de l'incertitude sur le montant des paiements à effectuer agira de la même manière qu'un raccourcissement du temps moyen avant de faire les paiements. Dans tous les cas, ces changements auront donc normalement tendance à accroître la demande de monnaie. Néanmoins, bien que cette conclusion soit plutôt simple, le mode opératoire précis du facteur risque, quant à lui, ne l'est pas. Et, étant donné que ces complications ont des conséquences importantes sur les problèmes monétaires, nous ne pouvons pas nous dispenser de les examiner en détail.

L'une des particularités du risque est que le risque total encouru lorsqu'on effectue plusieurs investissements risqués en même temps n'est pas une fonction simple des risques encourus dans chaque investissement individuellement. Dans la plupart des cas, la « loi des grands nombres » s'applique (exactement de quelle façon, il n'est pas possible d'en discuter ici), de telle sorte que le risque pris en faisant simultanément un certain nombre d'investissements risqués distincts sera plus faible que celui que l'on aurait pris si la même quantité totale de capital avait été entièrement placée dans un seul investissement. Quand le nombre d'investissements séparés est très élevé, le risque global peut dans certains cas devenir réellement très faible.

Dans un monde où le coût d'investissement serait négligeable, n'importe qui serait en mesure de tirer un avantage considérable de cette méthode de réduction du risque. En effet, en divisant son capital en petites fractions et en répartissant ses risques, il pourrait se protéger d'un risque important sur l'ensemble de la somme. Mais en réalité, comme le coût de chaque investissement impose d'y placer une certaine somme minimum, la possibilité d'une réduction du risque par cette méthode de répartition est réservée à ceux qui gèrent des capitaux considérables. Ceci a deux conséquences.

D'une part, étant donné que la plupart des gens n'ont pas les ressources suffisantes pour leur permettre de tirer profit de la loi des grands nombres, et que le grand capitaliste lui-même ne peut pas ainsi annihiler totalement les risques, on observera une tendance à répartir le capital sur un grand nombre d'investissements, non pas pour la raison évoquée, mais pour une autre raison. En investissant seulement une fraction de l'ensemble de ses actifs dans des entreprises risquées, et en plaçant le reste sans risque, un individu aura la possibilité d'ajuster précisément le risque total au niveau de son choix, plus sûrement qu'en investissant dans une seule entreprise. Il aura par exemple l'assurance, si des circonstances particulièrement défavorables survenaient, de ne pas perdre plus qu'une certaine fraction de son argent. Et, tout en gardant un œil sur ses futurs remboursements de dettes et ses futures dépenses de consommation, puisque des pertes importantes lui feraient supporter un fardeau proportionnellement plus grand que des pertes faibles, le petit investisseur accueillera favorablement cette possibilité d'ajustement au niveau de risque qu'il peut se permettre de prendre.

Il faut donc nous attendre à voir notre individu typique répartir ses actifs entre des investissements relativement sûrs et d'autres plus risqués. Cette répartition

sera, une fois encore, gouvernée par les faits objectifs d'où il tire ses estimations du risque, ainsi que par sa préférence subjective pour un niveau de risque plutôt qu'un autre.

D'un autre côté, les gens qui gèrent de grandes masses de capitaux et ont les moyens de répartir leurs risques peuvent réduire le risque sur leur propre capital à un niveau très bas, mais ils sont aussi capables d'offrir une très bonne sécurité sur l'investissement d'une unité supplémentaire marginale, ajoutée à ce qu'ils ont déjà investi. Si donc ils choisissent même d'emprunter, il y a des chances qu'ils soient des emprunteurs très sûrs. C'est pourquoi ils peuvent fournir les investissements sûrs dont ont besoin leurs concitoyens.

En l'absence de tels investissements sûrs, l'individu ordinaire serait contraint de conserver une fraction importante de ses actifs sous forme monétaire, puisque la monnaie serait alors la seule façon sûre de détenir des actifs. L'apparition de tels investissements sûrs agira en tant que substitut à l'argent dans l'une de ses utilisations, et diminuera par conséquent la demande de monnaie.

Dans une communauté moderne, cette fonction particulière est remplie non seulement par les banques, mais aussi par les compagnies d'assurances, les fonds de placements et, jusqu'à un certain point (peut-être peu important), par d'autres organisations de grande taille à travers leurs autres activités¹. Et bien sûr, dans une très large mesure, elle est remplie par les émissions de titres gouvernementaux de toutes sortes.

Les banques ne sont que l'exemple extrême de ce phénomène ; elles ont la possibilité d'aller plus loin que les autres acteurs dans la création de substituts monétaires, car la sécurité de leurs promesses de remboursement est

1. Les actions des grandes entreprises, dominantes sur leurs marchés, offrent aussi de tels investissements peu risqués. (Nde)

généralement suffisamment reconnue et acceptée pour qu'il soit possible d'effectuer des paiements avec ces promesses elles-mêmes. Les dépôts bancaires sont donc capables de remplacer encore un peu plus la monnaie, car le coût d'investissement est réduit grâce à la confiance générale en leur absence de risque.

Il s'agit là d'une différence tellement importante que l'on peut à juste titre la regarder comme une différence de nature¹. Néanmoins, il est utile d'observer que la création de crédit bancaire n'est pas réellement différente, dans ses effets économiques, des activités fondamentalement similaires d'autres entreprises et d'autres personnes. Le point clé est que la personne qui dépose son argent à la banque n'est pas consciente d'un changement dans sa position en termes de liquidité ; elle considère son dépôt bancaire comme aussi liquide que la détention d'espèces. La banque, de son côté, si elle conserve dans ses caisses la totalité des fonds déposés, est plus liquide qu'avant. Si elle ne souhaite pas rester plus liquide, et cherche au contraire (par exemple) à revenir à un ratio standard de réserves, elle devra accroître ses investissements. Mais on observe le même mécanisme, essentiellement, dans le cas d'un emprunt contracté par n'importe quel acteur économique dont le crédit est très supérieur à la moyenne. L'emprunt est ici presque toujours un acte volontaire de la part de l'emprunteur ; il ne le contracterait pas s'il n'avait pas le désir de devenir moins liquide qu'avant ; le fait qu'il ait à payer des intérêts sur le prêt qu'il reçoit signifie que s'il ne dépense pas l'argent qu'on vient de lui prêter, il en sera de sa poche. D'un autre côté, si le crédit de l'emprunteur est bon, la liquidité du prêteur n'aura pas beaucoup changé par suite du prêt qu'il aura

1. Par rapport aux autres investissements sans risque, qui représentent de la valeur sûre, mais ne sont néanmoins pas de la monnaie et n'ont pas cours légal. (NdE)

accordé, si bien que sa demande de monnaie sera vraisemblablement plutôt moindre qu'avant le prêt. Ainsi, l'effet net du prêt a des chances d'être « inflationniste », en ce sens que l'acquisition de biens d'équipement et de titres financiers par l'emprunteur sera sans doute une affaire plus pressante pour lui que la vente de biens d'équipement ou de titres par le prêteur, qui serait nécessaire pour que le prêteur restaure la liquidité de sa position.

S'ensuit-il que tous les emprunts et prêts soient inflationnistes dans ce sens ? Je ne le pense pas ; car prenons le cas où le crédit de l'emprunteur est très mauvais, et où le prêteur n'est tenté d'accorder un prêt qu'à cause de l'attrait d'un taux d'intérêt très élevé. Alors la position en termes de liquidité du prêteur sera considérablement dégradée ; et il peut éprouver le besoin de vendre d'autres titres financiers beaucoup moins risqués pour un montant encore plus élevé afin de restaurer la liquidité de sa position. Dans ce cas, l'effet net serait « déflationniste ».

La conclusion pratique de cette analyse semble être que, s'il est vrai que les emprunts et prêts *volontaires* sont au minimum des symptômes d'expansion monétaire, et ont donc des chances d'être accompagnés d'une hausse des prix, l'« emprunt de détresse » est une exception à cette règle. Il s'ensuit en outre que cette sorte d'encouragement à prêter, en persuadant les gens d'accorder des prêts qu'ils n'auraient pas faits sans y être invités (phénomène qui a caractérisé certaines phases de la dépression mondiale), est une politique douteuse. Car les prêteurs, peut-être sans être conscients de ce qu'ils font, ont toutes les chances de chercher à restaurer la liquidité de leur position, et d'annuler ainsi, et peut-être même au-delà, l'effet expansionniste du prêt.