

J. Hicks (1935), « Une suggestion pour simplifier la théorie monétaire »

Publié en 1935 dans la revue *Econometrica* pendant la Grande Dépression qui suit le krach de 1929, l'article « Une suggestion pour simplifier la théorie monétaire » de Hicks prend la forme d'une extension du *Traité de la monnaie* (1930) de John M. Keynes en prolongeant son analyse de l'utilité de la monnaie. Critiqué aussi bien par Hayek que par les jeunes économistes de Cambridge comme Robinson, le *Traité* semble être un échec. Hicks tentera pourtant de poursuivre ce travail. Son objectif est ici d'introduire une « révolution marginale » dans la théorie de la valeur, qui se dispense de donner une utilité à la monnaie – cette dernière ne servant alors qu'à simplifier les échanges tel un voile sur l'économie. Dans cet article, Hicks reprend la notion de préférence pour la liquidité des investisseurs formulée par Keynes. Il considère cette notion comme un jalon permettant de créer un lien entre la théorie de la monnaie et la théorie de la valeur. La vitesse de circulation de la monnaie formalisée par Fisher sera donc écartée, tout comme le taux d'intérêt naturel de Wicksell. Hicks prend à cœur l'introduction plus profonde des mathématiques dans les sciences économiques. À l'époque du *Traité*, la notion de modèle mathématique n'est pas tout à fait valable : ce sont plutôt des égalités ou des équations qui servent d'appuis pour un raisonnement plus littéraire que mathématique.

I. Enrichir la théorie de la monnaie : l'introduction d'une révolution marginale

Dans son article, qu'il qualifie lui-même de « déclaration d'indépendance » vis-à-vis de l'école du marché libre, Hicks cherche à intégrer à la théorie de la monnaie un choc marginal qui viendrait de la théorie de la valeur - cadre dans lequel il inscrit sa pensée. Wicksell et Mises s'étaient préalablement attelés à cette tâche au début du XX^{ème} siècle : leurs conclusions n'ont pas été fructueuses et la monnaie demeurait un simple « fantôme de l'or ». Pourtant, le contexte intellectuel et académique du XX^{ème} siècle était favorable à la poursuite de ces travaux. En effet, les théories de Pareto et de Wicksteed ont permis d'élargir la conception de l'utilité marginale. En découle une théorie générale du choix entre plusieurs possibilités d'un point de vue quantitatif dont s'inspire Hicks. Cette théorie offre un cadre adéquat pour mener une analyse de la monnaie puisque les agents choisissent entre détenir une certaine quantité de monnaie ou de titres. Une utilité marginale doit donc nécessairement, selon Hicks, être attribuée à la monnaie. En outre, dans son *Traité*, Keynes pose les premières pierres d'une théorie de la monnaie reposant sur des choix individuels à la marge. Ces choix peuvent prendre la forme de trois leviers – qui peuvent se combiner – chez Keynes : l'achat ou la vente de biens, la création de nouvelles dettes ou l'extinction de vieilles dettes.

L'introduction d'une révolution marginale dans la théorie de la monnaie conduit donc Hicks à renouveler l'analyse classique de la demande de monnaie. Il part d'un constat : les individus peuvent préférer détenir de la valeur de consommation en argent plutôt qu'en biens d'investissement, quand bien même leur rentabilité serait positive. Hicks va tenter de justifier ces comportements *a priori* paradoxaux, voire irrationnels, en prenant en compte les anticipations des agents.

II. Une demande de monnaie reposant sur les anticipations des agents : l'introduction du concept de friction

Dans son article, Hicks explicite sa démarche : en adoptant la position d'un individu à un moment donné, il recherche ce qui détermine la quantité de monnaie qu'il souhaite conserver à ce moment-là. Il admet d'abord que cette dernière dépend de sa consommation future. Toutefois, l'enjeu de sa théorie n'est pas d'expliquer la préférence pour la détention de monnaie – forme de thésaurisation – par rapport à des biens de consommation mais par rapport à des biens d'investissement rentables – contrairement à la monnaie – quand les taux d'intérêt sont positifs. Hicks va alors introduire le concept de friction comme l'un des déterminants de la demande de monnaie. Il suppose qu'il existe un grand nombre de frictions, mais l'étude ne portera ici que sur le type de friction le plus intelligible : les coûts de transactions des actifs d'une forme vers une autre. Ce coût est bien sûr monétaire, mais il revête aussi d'une dimension psychologique. Le jugement de l'agent se portera donc aussi bien du côté des coûts quantifiables, tels que les frais de courtages ou les droits à payer, que du côté de la rationalité. L'agent procédera donc à un calcul comptable lui permettant d'apprécier le bénéfice net attendu de l'investissement. Ce dernier n'a qu'une dimension monétaire, mais repose sur 3 déterminants traditionnels que sont :

- La date prévue de dépense de la somme investie
- Le taux de profit attendu sur l'investissement
- Le coût d'investissement

Ces 3 déterminants influent sur la demande de monnaie. Seulement, ils ne sont pas suffisants pour l'expliquer entièrement. En effet, les deux premiers déterminants gardent une zone d'incertitude et de risque qui doit être expliquée par la théorie monétaire selon Hicks.

Cette « pénombre d'incertitude » invite Hicks à introduire le facteur risque dans son analyse : comment les agents font-ils face aux risques liés aux investissements ? Le raisonnement de Hicks va prendre la forme d'une ébauche de la théorie du portefeuille.

III. Vers la théorie du portefeuille : l'introduction du risque et de l'incertitude comme facteur de diversification des préférences individuelles

En prenant appui sur le *Traité* de Keynes et sur les déterminants de la demande de monnaie qu'il identifie, notamment à travers l'idée de friction, Hicks pose les bases de la théorie du portefeuille développée en 1952 par Harry Markowitz. En effet, en introduisant les concepts de risque et d'incertitude, Hicks montre comment s'opère une diversification des actifs monétaires des agents afin de permettre aux investisseurs rationnels d'optimiser leur portefeuille. La date anticipée de dépense de la somme et le taux de profit attendu sont deux déterminants soumis à un risque. L'estimation de ces deux paramètres jouera directement sur la demande de monnaie. De plus, l'introduction du risque dans le modèle présuppose une variabilité permettant de générer un gain ou une perte proportionnelle à la dispersion de ce dernier. Ainsi, le risque autour du taux de profit de l'investissement jouera donc comme un frein à l'investissement puisqu'il n'est pas certain pour les individus d'avoir raison de choisir des actifs plutôt que de la liquidité. De la même manière, le risque autour de la date de libération de l'argent investit met en doute les estimations de l'individu. Le déblocage conforme de cet argent lui sera nécessaire afin de pouvoir consommer à la date prévue. Ces risques se traduisent donc directement en une augmentation de la demande de monnaie puisque les agents vont préférer détenir de la monnaie plutôt que des titres. Il est important pour Hicks d'incorporer à l'économie des concepts mathématiques relativement poussés tels que la loi des grands nombres. C'est par ce concept qu'il va pouvoir expliquer pourquoi les agents vont tout de même vouloir détenir des titres malgré le risque. Ainsi, Hicks développe l'idée qu'il est possible de réduire la dispersion du risque total des investissements, en diversifiant ces derniers. Seulement, étant donné le facteur de coût de transaction, la réduction du risque n'est accessible qu'à partir d'une certaine quantité d'argent. Les riches et les grosses institutions seront alors favorisés face à cette situation de risque. Les agents qui auront la capacité de diversifier leurs épargnes vont pouvoir proposer aux individus ordinaires des investissements qui s'appuient sur leurs propres diversifications. Hicks va prendre pour exemple les banques qui proposent des substituts monétaires basés sur les dépôts bancaires. Ces acteurs vont pouvoir promettre une rémunération de ces dépôts bancaires en les agrégeant et en accédant ainsi à la loi du grand nombre. Les dépôts bancaires seront donc un substitut de plus, qui se place entre la monnaie et les titres, bien qu'il considère les dépôts comme aussi liquides que la monnaie. Les banques continueront à respecter la théorie monétaire puisqu'elles auront le choix entre garder ces dépôts sous forme de liquide, ou bien les transformer en titre. Le seul problème qui peut se poser est le risque inflationniste des crédits bancaires qui ne sont pas si différents que les dépôts bancaires selon Hicks. Le risque pourrait venir d'un désajustement entre le prêteur qui sera en excès d'actifs, et le demandeur qui est en excès de monnaie. Le demandeur sera sûrement plus rapide à rétablir son ratio de liquidité et donc créera une inflation. Cependant, cette inflation reste relativement contenue tant que l'emprunt est consentant.

Pour conclure, « Une suggestion pour simplifier la théorie monétaire » de Hicks enrichit le raisonnement introduit par Keynes en 1930 pour mener une révolution marginale dans la théorie monétaire. Le concept de friction est au centre de son analyse : il permet d'attribuer à la monnaie une utilité basée sur les anticipations des agents. Enfin, pour approfondir les déterminants de la demande de monnaie, Hicks s'emploie à étudier le rôle du risque et de l'incertitude dans les préférences des individus – investir ou thésauriser –, anticipant ainsi la théorie du portefeuille. Un an plus tard, Keynes publiera sa *Théorie générale*. Hicks la synthétisera sous forme mathématique en proposant le modèle IS-LM dans « Mister Keynes and the Classics » (1937, *Econometrica*). Ce modèle fondera un nouveau courant de pensée : le néo-keynésianisme, où l'on retrouvera les « économistes de la synthèse » tels que Hicks, Samuelson ou Tobin.