

Article

« Les post-keynésiens et la monnaie endogène »

Marc Lavoie

L'Actualité économique, vol. 58, n° 1-2, 1982, p. 191-221.

Pour citer cet article, utiliser l'information suivante :

URI: <http://id.erudit.org/iderudit/601019ar>

DOI: 10.7202/601019ar

Note : les règles d'écriture des références bibliographiques peuvent varier selon les différents domaines du savoir.

Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter à l'URI <http://www.erudit.org/apropos/utilisation.html>

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche. Érudit offre des services d'édition numérique de documents scientifiques depuis 1998.

Pour communiquer avec les responsables d'Érudit : erudit@umontreal.ca

LES POST-KEYNÉSIENS* ET LA MONNAIE ENDOGÈNE**

Dans leur article du *Journal of Economic Literature* de 1975, article qui a grandement contribué à faire connaître les post-keynésiens à l'ensemble de la communauté économique, Eichner et Kregel prétendaient qu'il existait un nouveau paradigme en science économique, un paradigme dont l'origine remontait à Kalecki et au *Treatise on Money* de Keynes.

Dans son « guide » à l'économie post-keynésienne (1979, p. 14) Eichner écrivait que la description du système économique en tant que système intrinsèquement monétaire était l'un des aspects caractéristiques de cette école de pensée.

Dans l'article du *Journal of Economic Literature*, Kregel et Eichner ne consacraient qu'un paragraphe plus une note en bas de page à l'économie monétaire comme telle. Le paragraphe se référait implicitement aux travaux de Paul Davidson et Hyman Minsky. La note en bas de page, quant à elle, est indicative des ambitions des post-keynésiens en ce domaine :

* Le trait d'union entre post et keynésiens doit-il être omis? Il existe une certaine confusion à cet égard. Doit-on écrire post keynésien, post-keynésien ou postkeynésien? Selon Paul Davidson, l'un des deux éditeurs du *Journal of Post Keynesian Economics* (« Post Keynesian Economics: Solving the Crisis in Economic Theory », *Public Interest*, spécial 1980, pp. 152-5), l'adjectif post-keynésien s'applique uniquement aux cantabridgiens (bien que Davidson lui-même les appelle néo-keynésiens!), alors que le terme post keynésien plus général englobe les cantabridgiens, les post-keynésiens d'Amérique (tels Davidson, Weintraub ou Minsky) et certains économistes tels Shackle, Galbraith, Harrod ou même Hicks, Tobin, Leijonhufvud et les économistes radicaux. Le concept post keynésien est peut-être le plus intéressant puisqu'il regroupe des penseurs d'horizons et d'intérêts divers. Mais le présent article cerne davantage les vues relativement homogènes des post-keynésiens (d'Amérique ou d'ailleurs) qu'un mythique point de vue post keynésien (qui engloberait les marxistes et des responsables de la synthèse néo-classique). Pour cette raison, le trait d'union a été conservé.

** Une version de ce texte a été présentée au colloque « Keynes et Sraffa », organisé à l'Université d'Ottawa, le 13 mars 1981. Je remercie le professeur T.K. Rymes pour ses commentaires quant à la première version, ainsi que les professeurs Jacques Henry et Mario Seccareccia pour leurs nombreuses critiques concernant cette nouvelle version. Évidemment, ils ne peuvent être tenus responsables des exagérations qui subsisteraient encore.

« D'après ce que nous avons présenté ici, à savoir que la théorie post-keynésienne traite d'une économie monétaire de production à la Keynes, toute analyse de la monnaie est inséparable de l'analyse de l'ensemble du système »¹ (Kregel et Eichner, 1975, p. 1309, n. 39).

Cependant malgré cette présentation et malgré les références à un « Traité sur la monnaie », des critiques (plutôt modérés) ont reproché à la théorie post-keynésienne de ne pas avoir incorporé la monnaie et les marchés financiers dans ses modèles. Il est d'ailleurs symptomatique de constater que Kenyon et Harcourt, en réponse à ces critiques, ont préféré ne pas aborder le problème².

Il est vrai que pour beaucoup de cantabridgiens, l'oeuvre maîtresse se trouve être *Production de marchandises par des marchandises* de Sraffa, où la monnaie n'apparaît pas. Certains auteurs (Rymes, 1980; Kregel, 1976) ont tenté d'introduire la monnaie chez Sraffa en se servant du fameux chapitre XVII de la *Théorie générale* de J.M. Keynes. Mais bien des sraffiens s'interrogent sur la pertinence d'un lien entre un taux d'intérêt de courte période et un taux de profit de longue période. En fait, bien des néo-ricardiens s'interrogent sur la signification de toute tentative d'introduction de la monnaie dans un modèle sraffien (Maurisson, 1976, pp. 9-11). Il faut reconnaître que ces débats semblent bien éloignés des problèmes des économies contemporaines. De même, dans les modèles de croissance et répartition des cantabridgiens, les aspects monétaires sont le plus souvent ignorés : seuls Mme Robinson (1972, pp. 223-5) et surtout Paul Davidson (1972) semblent y attacher une quelconque importance.

Pourtant, le rôle joué par la monnaie dans le schéma de pensée post-keynésien est primordial. Ceci est évident si l'on consulte les écrits des économistes post-keynésiens dont la préoccupation majeure est l'application immédiate des théories économiques à la politique économique³. Dans ce cadre, il est clair que c'est l'existence de la monnaie, la possibilité de contrôler des ressources sans épargne préalable, qui permet aux post-keynésiens d'affirmer que les décisions d'investissement déterminent

1. « On the view presented here, that post-Keynesian theory deals with a monetized production economy in Keynes' sense, there can be no analysis of money separate from the analysis of the overall actions of the system ».

2. Voir L. Tarshis (1980, p. 14) et J.L. Yellen (1980, p. 19) ainsi que Harcourt et Kenyon (1980, pp. 26-8). Ainsi A. Lepas écrit : « ... Les post-keynésiens, dans l'état actuel de leurs recherches théoriques, développent plutôt une vision négative que positive de la théorie monétaire » (1980, p. 33).

3. Ceci semble être plus particulièrement le cas du *Journal of Post Keynesian Economics*. Les éditeurs Paul Davidson et Sidney Weintraub écrivent : « In establishing JPKE, we sought foremost a journal that pursued « theory for policy »... » (1981, p. 602). Ce point de vue n'est guère différent de celui adopté par Eichner et Kregel en ce qui concerne l'objet de la théorie post-keynésienne : « To explain the real world as observed empirically » (1975, p. 1309).

l'épargne et non l'inverse. Sans monnaie, les entrepreneurs seraient éventuellement condamnés à respecter les désirs des ménages (Kregel, 1973, pp. 159-60; Moore, 1979, p. 128).

Dans ce qui suit, nous allons tenter de démontrer que les critiques concernant l'aspect monétaire de la théorie post-keynésienne ne sont que partiellement justifiées. Nous montrerons que les post-keynésiens ont des vues spécifiques quant au rôle et à la signification de la monnaie et que celles-ci ont d'importantes répercussions quant à la formulation et la conduite des politiques économiques. Nous verrons aussi parfois que ces vues ont été exprimées, sous une forme peut-être plus vigoureuse, par des praticiens et des théoriciens de l'école keynésienne française⁴.

1. Un thème majeur des post-keynésiens : « l'endogénéité » du stock de monnaie

Par opposition aux keynésiens traditionnels (la « vulgate ») qui ne se préoccupaient guère des aspects proprement monétaires de l'économie, et par opposition aux monétaristes et à tous leurs convertis qui prêchent l'exogénéité du stock de monnaie, les post-keynésiens prétendent que la plus grande partie du stock de monnaie est endogène. On peut lire les déclarations suivantes :

« Les post-keynésiens se différencient clairement des monétaristes en considérant le stock de monnaie comme étant essentiellement endogène, répondant et s'accommodant aux changements du niveau des salaires monétaires »⁵ (Moore, 1979, p. 125).

« La position post keynésienne, selon laquelle le stock de monnaie s'adapte de façon endogène aux changements issus des demandes de crédit, considère le taux de changement du salaire monétaire comme la variable exogène clé, à laquelle s'ajustent à la fois les prix et le stock de monnaie »⁶ (Moore, 1979a, p. 63).

De manière pratique, Alfred Eichner (1979a, p. 54) précise d'ailleurs que l'un des aspects essentiels de son modèle économétrique par rapport aux modèles économétriques conventionnels est le renversement de la causalité entre facteurs monétaires et facteurs réels.

D'autres post-keynésiens préfèrent reconnaître que le stock de monnaie est à la fois endogène et exogène. Ainsi Sidney Weintraub écrit :

4. Cet article ne prétend pas être un « survey ». Il s'agit de relever les aspects qui ont paru les plus fondamentaux à l'auteur.

5. « Post-Keynesians in sharp contrast to monetarists, regard the stock of money as being essentially endogenous, responding and accommodating to changes in the level of money wages ».

6. « The post Keynesian position that the money stock responds endogenously to changes in the demand for credit treats the rate of money wage changes as the key exogenous variable, to which both prices and the money stock adjust ».

«... Il peut exister à la fois une bonne dose d'endogénéité et d'exogénéité dans les actions [de l'autorité monétaire] sur ΔM »⁷ (1978, p. 75).

Quant à Paul Davidson il prétend que :

«L'offre de monnaie peut s'accroître de façon exogène (c'est-à-dire suite à une action délibérée de la banque centrale) ou de façon endogène lorsque le système bancaire répond à une demande accrue de monnaie»⁸ (1980, p. 303).

La démonstration par les post-keynésiens de l'incohérence des thèses monétaristes, lesquelles ont été reprises, pour l'essentiel, par les économistes traditionnels, se fait en deux temps. Premièrement, les post-keynésiens cherchent à démontrer que l'existence d'un multiplicateur monétaire, qui est justifiée par la présence d'un contrôle exogène par les autorités monétaires, n'implique pas nécessairement une causalité dans le sens monnaie banque centrale/stock de monnaie. Deuxièmement, les économistes post-keynésiens vont préciser que même si le stock de monnaie était effectivement déterminé par les actions de la banque centrale, le taux de croissance de la masse monétaire n'aurait qu'un impact négligeable et indirect sur l'ampleur des dépenses globales des agents économiques.

2. *Le multiplicateur de monnaie*

Friedman et Schwartz (1963, pp. 790-1) ont défini un multiplicateur de crédit (que certains qualifieraient de tautologique)⁹ à partir des identités qu'ils dégagent des définitions de la masse monétaire et de la monnaie banque centrale. Puisque cette monnaie de base (B) est constituée par la somme des réserves des banques commerciales (R) et des billets en circulation (C) alors que la masse monétaire (M) est constituée par la somme de ces mêmes billets et des dépôts du public auprès des banques commerciales (D), on peut obtenir :

$$M = B \left(\frac{1}{\frac{R}{D} + \frac{C}{M} - \frac{RC}{DM}} \right) \quad (1)$$

Selon les monétaristes, il est possible à la banque centrale de contrôler le montant de monnaie de base (B). D'autre part, le rapport réserves/dépôts (R/D) est déterminé par le coefficient de réserves imposé (quant à

7. «... There can thus be a good deal of both 'endogeneity' and 'exogeneity' in [the Monetary Authority] ΔM actions ».

8. «The money supply can be expanded exogenously (i.e. by the deliberations of the central bank) or endogenously when the banking system responds to an increased demand for money». Voir aussi Davidson, 1977, p. 290; 1972, pp. 226-7.

9. Moore, 1979a, p. 55.

sa valeur minimale) par la banque centrale aux banques commerciales, alors que la préférence du public pour les billets (C/M) est jugée plus ou moins constante. La banque centrale peut donc imposer aux banques commerciales la masse monétaire de son choix par l'intermédiaire des opérations d'open-market. Celles-ci lui permettent de contrôler R , les réserves des banques commerciales et donc B , la monnaie banque centrale. Les monétaristes admettent généralement que les rapports R/D et C/M sont sujets à des variations à court terme mais la source fondamentale des fluctuations de la masse monétaire reste les variations de la monnaie de base.

Ceci constitue le premier commandement des monétaristes. Bien que la grande majorité des économistes orthodoxes acceptent le principe du multiplicateur de monnaie, il suffit de consulter les manuels pour s'en convaincre, seuls les monétaristes croient, qu'à court terme, il suffit de contrôler B pour vraiment contrôler M . La Banque du Canada, qui s'est pourtant déclarée monétariste en 1975, ne cherche pas à contrôler directement le taux de croissance de la masse monétaire par l'observation du niveau des réserves des banques à charte (Courchene, 1979, p. 605). Les fluctuations constatées du multiplicateur de crédit à court terme sont trop fortes pour que les taux de croissance de M et B soient parallèles et pour que le contrôle de l'un puisse garantir le comportement de l'autre (Clinton et Lynch, 1979, p. 3). Mais ces controverses quant à la stabilité du multiplicateur de monnaie ne sont que des querelles entre monétaristes. Beaucoup plus fondamentale est la question de la causalité entre masse monétaire et monnaie banque centrale.

Étant donné la forme de l'équation (1), les monétaristes pourraient argumenter de façon toute aussi élégante que la source principale des variations de B (la monnaie de base) se trouve être les variations de M (la masse monétaire). Si les monétaristes préfèrent la formulation inverse, c'est parce qu'ils considèrent que les autorités monétaires cherchent et réussissent à imposer leur volonté auprès des institutions bancaires. Autrement dit, parce que les banquiers craignent de faire faillite ou parce qu'ils craignent de perdre leurs privilèges, les banques commerciales se soumettent de bonne grâce aux initiatives prises par les autorités monétaires. Celles-ci sont « dynamiques », elles n'hésitent pas à contraindre les banques et elles n'hésitent pas à poursuivre des politiques qui seraient contraires (au moins à moyen terme) à l'intérêt de ces banques ou aux opinions émises par celles-ci. Ainsi, selon Victoria Chick (1977, p. 89), si les autorités monétaires sont dynamiques, il ne fait aucun doute que l'offre de monnaie est exogène.

3. Le diviseur de crédit

Si la position des monétaristes, laquelle, sur ce point, est semblable à celle de la grande majorité des économistes actuels, peut se résumer par la simple équation :

$$M = m B \quad (2)$$

où m est le multiplicateur de crédit et où la causalité va de la droite vers la gauche, M étant la variable dépendante et B la variable indépendante, la position des post-keynésiens peut s'exprimer par la relation :

$$B = (1/m) M \quad (3)$$

où $1/m$ est le diviseur de crédit.

En fait l'équation (3) n'apparaît pas comme telle dans les écrits des partisans de l'économie post-keynésienne, mais il ne fait aucun doute qu'elle aurait dû s'y trouver, avec B comme variable dépendante et M comme variable indépendante¹⁰.

Comme l'a très clairement expliqué Victoria Chick (1977, pp. 87-90 ; 1979, p. 50) le choix entre ces deux équations dépend de l'opinion que l'on se fait de la politique poursuivie par les autorités monétaires. Si l'on croit que celles-ci poursuivent une politique « défensive », comme le pensent les post-keynésiens et d'autres économistes, alors c'est l'équation (3) qui est la plus représentative du monde réel. Ceci signifie que les banques centrales laissent carte blanche aux banques commerciales quant à la façon de mener leurs opérations : lorsque ces dernières éprouvent quelques difficultés de trésorerie, la banque centrale, en tant que prêteur de dernier ressort, accepte de créer les signes monétaires nécessaires à la liquidité du système bancaire. C'est la thèse développée par Moore (1979, 1979a) et par Kaldor (1970).

« Les post-keynésiens considèrent que les responsabilités de soutien des banques centrales sont plus importantes que leurs obligations de contrôle »¹¹ (Moore, 1979, p. 126).

« La Réserve Fédérale et les autres banques centrales ont traditionnellement répondu aux besoins des hommes d'affaires et du Trésor et ont fait en sorte d'entretenir des conditions calmes sur les marchés des obligations et de stabiliser les taux d'intérêt »¹² (Moore, 1979a, p. 55).

10. En réalité, l'expression « diviseur de crédit » est de Le Bourva (1962).

11. « *Post-Keynesians rank the supportive responsibilities of central banks above their control duties* ».

12. « *The Federal Reserve and other central banks characteristically have accommodated the needs of business and the Treasury and have operated to maintain orderly conditions in the bond markets and stabilize interest rates* ».

Ainsi, comme l'a fait remarquer Victoria Chick (1977, p. 89, n. 1), tant que la banque centrale tente de stabiliser les taux d'intérêt, l'offre de monnaie s'adapte à la demande de monnaie et non l'inverse.

Pour Kaldor, la stabilité historique du multiplicateur de crédit est due, pour l'essentiel, au fait que les autorités monétaires se sont refusées à exercer des pressions sévères sur la liquidité du système bancaire¹³. Si ces pressions s'exerçaient, les agents économiques feraient appel à toutes sortes de subterfuges pour éviter d'avoir à utiliser les billets de la banque centrale ou pour utiliser efficacement leurs dépôts. Il y aurait un déplacement des activités vers le secteur non bancaire (la thèse de Gurley et Shaw, 1974), tandis que les banques tenteraient de substituer aux dépôts à vue des dépôts à terme. Ceci aurait pour effet d'accroître la vitesse de circulation de la monnaie. Consciemment ou inconsciemment, les autorités monétaires réalisent qu'elles doivent faire preuve de flexibilité, autrement les institutions financières privées tenteraient de se dégager d'une emprise qu'elles trouveraient par trop contraignante. Tant que les restrictions sont acceptables, la suprématie de la banque centrale reste assurée. Les relations entre banque centrale et banques commerciales sont similaires à celles entre les vassaux et leur suzerain. Kaldor a employé une image équivalente :

« La Réserve Fédérale ou la Banque d'Angleterre... occupent une position similaire à celle d'un monarque constitutionnel : il possède des pouvoirs très vastes sur le papier, mais des pouvoirs dont le maintien et la continuation dépendent du degré de restriction et de modération avec lequel ceux-ci ont été exercés »¹⁴ (1970, p. 9).

Ainsi la théorie de la « persuasion morale », selon laquelle la banque centrale peut mettre au pas les banques commerciales sans recourir à une réglementation particulière ou sans imposer des sanctions (immédiates), ne devrait pas se situer à sens unique. La banque centrale fait face à une « persuasion morale » toute aussi insidieuse : elle se doit d'accommoder aux circonstances les décisions prises par les banques commerciales. Autrement, la banque centrale risque de perdre tout contrôle des opérations financières, soit parce que les agents économiques (financiers et non financiers) feront en sorte de diminuer leurs besoins en monnaie bancaire ou en monnaie banque centrale ; soit parce que les marchés financiers seront plongés en pleine hystérie suite à l'impossibilité de quelques ban-

13. À l'inverse, les thèses développées par Tobin (1963) ou Teigen (1978), selon lesquelles les banques, entreprises commerciales, cherchent à maximiser leurs profits sous contrainte de risque, en modifiant leur portefeuille et en incitant le public à modifier le sien, à l'intérieur des limites imposées par la banque centrale, ne sont pas compatibles avec un multiplicateur monétaire stable. Sur ces thèses, voir L. Lévy-Garboua (1969, pp. 5-10).

14. « *The Federal Reserve or the Bank of England... are in the position of a constitutional monarch : with very wide reserve powers on paper, the maintenance and continuance of which are greatly dependent on the degree of restraint and moderation shown in their exercise* ».

ques de rencontrer leurs obligations. Puisque le gouvernement ne peut tolérer de telles situations, et puisque tous les agents économiques sont conscients des responsabilités qui incombent au gouvernement, la banque centrale se retrouve dans une position assez embarrassante.

« [Les chefs syndicaux] savent que s'ils imposent leurs revendications malgré tout, aucun gouvernement ne permettra les crises financières, les faillites et les nombreuses pertes d'emploi qui sont alors implicites à une adhésion stricte à des objectifs de croissance de la monnaie... Accepter une politique de plein emploi, c'est instituer un changement qui fait apparaître un dilemme... »¹⁵ (Kregel, 1979, p. 235, n. 58).

Cette situation concerne tout autant les banquiers. Ceux-ci savent que le gouvernement se doit de rencontrer ses obligations et que la banque centrale doit agir en tant que prêteur de dernier recours. Tant qu'un banquier a le sentiment qu'il respecte les règles du jeu qu'il s'est imposé dans le cadre de la respectabilité bancaire, il ne se préoccupera guère de la liquidité de l'ensemble du système financier, à moins qu'il n'existe justement un accord tacite entre les banques commerciales et la banque centrale.

4. Demande ou offre de monnaie endogène ?

La causalité implicite à la formulation du multiplicateur de crédit étant renversée par le passage au concept de diviseur de crédit, les post-keynésiens récusent également la causalité proposée par les monétaristes quant à l'influence de la masse monétaire sur la valeur du revenu national, telle qu'elle est habituellement suggérée par l'équation quantitative :

$$MV = PQ \quad (4)$$

Comme le précise Joan Robinson, ce sont les monétaristes qui ont renversé l'ordre « naturel » des choses :

Si on avait lu l'équation quantitative de la façon habituelle, avec la variable dépendante à gauche et les variables indépendantes à droite, alors, bien qu'imprécise, cette équation n'eût pas été stupide »¹⁶ (1970, p. 505).

Mais selon le crédo monétariste, M est la variable indépendante. Pour les post-keynésiens, c'est PQ qui est la partie « exogène » alors que MV est déterminé par PQ . En fait, M n'est jamais une variable exogène, sauf lorsque les fluctuations de V ne peuvent permettre à un PQ déter-

15. « [Trade unionists] know that if they stick to their claims no government will permit the liquidity crises, bankruptcies and widespread loss of employment that strict adherence to a money target implies... The acceptance of a full-employment policy is an institutional change that presents a dilemma... » Il faut reconnaître qu'aujourd'hui la politique de plein emploi ne semble pas prioritaire pour tous les gouvernements.

16. « If the quantity equation had been read in the usual way, with the dependent variable on the left and the independent variables on the right, though rather vague, it would not have been silly ».

miné à l'avance de s'adapter à un M fixé en tant que borne supérieure. Ceci signifie que l'offre de monnaie est déterminée par la demande effective telle qu'elle est imaginée par les entrepreneurs, du moins tant que le système bancaire accepte ou soit dans la possibilité de créer les signes monétaires nécessaires. C'est ce que Davidson (1972, p. 226) appelle le processus financier générateur de revenus. Les entrepreneurs décident de produire davantage de biens et pour ce faire, ils sont dans l'obligation de verser davantage de salaires et de financer davantage de dépenses. Il leur faut donc demander des ressources monétaires au système bancaire. Pourvu que celui-ci soit aussi optimiste que le groupe des entrepreneurs, il acceptera d'accroître ses crédits aux entreprises et ainsi, la masse des dépôts bancaires augmentera.

Ceci explique que les post-keynésiens soient davantage concernés par l'actif des banques commerciales plutôt que par le passif correspondant à la masse monétaire puisqu'un processus d'expansion ne pourra être déclenché que par un nouveau prêt (Moore, 1979, p. 127; Eichner, 1979a, p. 40).

Dès lors, ce qui est fondamental pour l'explication du fonctionnement de l'économie monétaire, c'est la fonction de banque créatrice de signes monétaires permettant la production et accessoirement la consommation. La fonction de transformation financière est donc rejetée à l'arrière-plan car de toutes façons elle est issue de l'enchaînement traditionnel — collecte des dépôts/crédits — qui est rejeté par les post-keynésiens (cf. Levy-Garboua et Weymuller, 1979, p. 142). Ceci explique qu'Albert Wajnlower (1980), par exemple, puisse décrire la récente histoire monétaire américaine non pas en termes de masse monétaire, mais en termes de crédits et de disponibilités financières. Ce qui importe, ce sont les prêts et les possibilités d'endettement consentis par les banques.

Le rôle moteur, selon cette optique tout à fait dans l'esprit de Keynes, est joué par les entrepreneurs et leurs « esprits animaux ». Les entrepreneurs anticipent ce que sera la demande effective, en déduisent les sommes qui leur seront nécessaires pour alimenter leurs fonds de roulement ou leurs investissements, puis formulent leur demande de monnaie auprès des banques. En conséquence, comme l'explique Kaldor :

« ... Dire que le rythme des dépenses en biens et services s'accélère *suite* à un accroissement du montant de monnaie bancaire détenu par le public n'est *jamais* vrai. Au contraire, c'est l'accroissement du niveau des dépenses qui nécessite une augmentation de la masse monétaire. Dans une économie de monnaie-crédit, la chaîne causale entre monnaie et revenu ou entre monnaie et prix est l'inverse de celle qui est postulée par la théorie quantitative de la monnaie »¹⁷ (1980, p. 294).

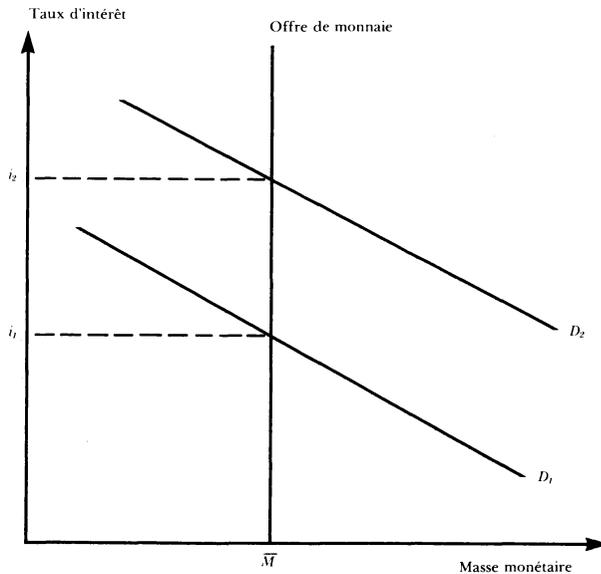
17. « ... *It is never true to say that the level of expenditure on goods and services rises in consequence of an increase in the amount of bank money held by the public. On the contrary, it is a rise in the level of expenditure which calls forth an increase in the amount of bank money.* »

L'offre de monnaie s'adapte aux besoins des entrepreneurs : l'offre de monnaie est endogène. Ce sont les fluctuations des prix et de la production qui causent les variations de l'offre de monnaie et non l'inverse. En fait, comme l'a souligné Kaldor (1970, p. 8), si l'offre de monnaie est instable (alors que sa vélocité, selon les monétaristes, est presque invariable), c'est parce que les autorités monétaires ont consenti à ajuster l'offre de monnaie (et donc la monnaie de base) aux fluctuations de la demande de monnaie.

Ceci n'est rien d'autre qu'un problème d'identification. En fait, les monétaristes, plus précisément Friedman et Schwartz (1963a, pp. 46-7) postulent que l'offre de monnaie est déterminée indépendamment du niveau de revenu. Ceci leur permet par la suite d'affirmer qu'il existe une relation de cause à effet entre la monnaie et le revenu. Mettre en relief cette hypothèse permet aussi de comprendre comment les monétaristes conçoivent la crise de 1929. Pour ceux-ci, la récession a perduré parce que la Réserve Fédérale a laissé chuter la masse monétaire. Mais ceci ne peut être vrai que si la masse monétaire est uniquement déterminée par une offre de monnaie exogène (Temin, 1976, pp. 13-31; Kaldor, 1970, pp. 12-5).

Nous pouvons illustrer graphiquement les deux positions opposées des monétaristes et keynésiens d'une part, des post-keynésiens d'autre

FIGURE 1



part. Pour les premiers, l'offre de monnaie fixée par le système bancaire, plus exactement la banque centrale, détermine la masse monétaire disponible dans l'économie¹⁸. La banque centrale doit avoir pour objectif le contrôle de la masse monétaire et non le coût du crédit (c'est-à-dire les taux d'intérêt). C'est la « Currency School ». Si la demande de monnaie par le public s'accroît, les taux d'intérêt seront à la hausse. La demande supplémentaire du public ne sera pas satisfaite, mais suite à la chute du prix des obligations et des autres actifs, il y aura retour à l'équilibre grâce à un ajustement de portefeuille. À l'intérieur de ce cadre, la courbe d'offre de monnaie est une verticale.

Pour les post-keynésiens, la courbe d'offre de monnaie est une horizontale ; les banques commerciales, ou plus généralement la banque centrale, fixent le coût du crédit et, au taux d'intérêt choisi, fournissent toutes les liquidités réclamées par les emprunteurs agréés. Les autorités monétaires ont pour responsabilité de contrôler la qualité des crédits qui sont accordés, afin de s'assurer que ces crédits sont « productifs ». C'est la « Banking School ».

« Si cette conception est exacte, c'est la demande de monnaie, au taux fixé par les banquiers qui détermine la quantité de monnaie... À ce taux l'offre de monnaie est infiniment élastique... » (Le Bourva, 1959, p. 720).

Plusieurs économistes post-keynésiens ont explicitement donné leur aval à une telle analyse. Ils se démarquent ainsi des économistes keynésiens traditionnels puisqu'on en déduit que les autorités monétaires peuvent réguler les taux d'intérêt (au moins à court terme) mais qu'elles ne peuvent contrôler la quantité de monnaie (Kaldor, 1980, pp. 296-7).

« ... L'offre de monnaie, dans un système capitaliste moderne peut-elle être considérée comme étant exogène ? ... Ou est-ce que le processus de création et de destruction de la monnaie — le processus du « multiplicateur » de dépôts — reflète le niveau courant d'activité économique ? Dans ce dernier cas, si l'offre de monnaie et/ou sa vitesse de circulation sont en partie *endogènes*, de telle sorte que l'une ou l'autre varie directement en fonction du niveau d'activité, toute baisse de la demande de monnaie sera accompagnée d'une baisse de l'offre effective, et l'impact final sur les taux d'intérêt sera négligeable »¹⁹. (Nell, 1979, p. 210).

18. Il faut noter que Keynes lui-même, dans le chapitre XV de la *Théorie générale*, semble postuler une offre de monnaie exogène, ce qui simplifiera par la suite la tâche des économistes responsables de la « synthèse néo-classique ».

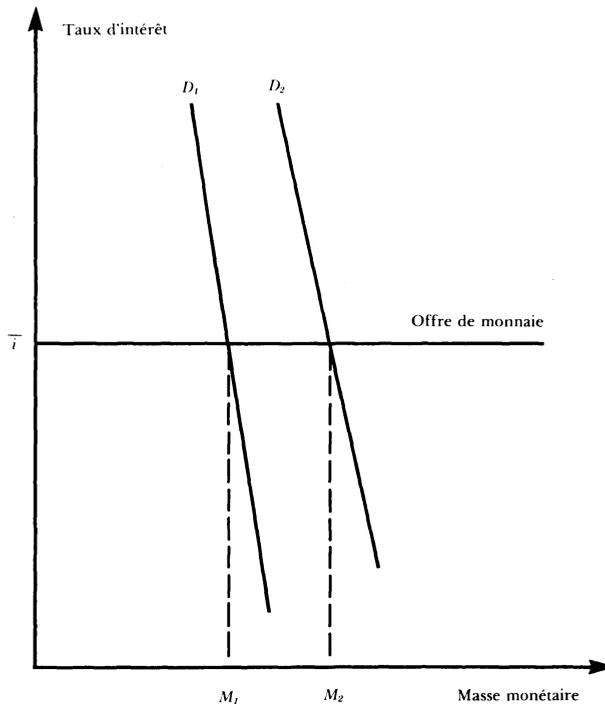
19. « ... *Can the money supply, in a modern capitalist system, be treated as « given » exogenously ? ... Or does the process of money creation and destruction — the bank deposit « multiplier » process — reflect the actual level of business activity ? If the latter is the case, if the money supply and/or its velocity of circulation are, in part endogenous, so that one or the other or both vary directly with the level of the activity, then the decline in the demand for money will be paralleled by a decline in its effective supply, and the total impact on interest rates will be negligible ».*

« ... L'offre de monnaie-crédit est infiniment élastique à un taux d'intérêt donné, et ceci suffit pour exclure toute possibilité qu'une offre de monnaie 'excédentaire' par rapport à la demande, ou *vice versa*, puisse être la cause d'une 'pression sur les prix', à la hausse ou à la baisse »²⁰ (Kaldor, 1980, p. 294).

Ceci peut se voir sur la figure 2. L'augmentation de la demande de monnaie (pour fins de transaction ou pour fins spéculatives) correspond à un déplacement de la courbe de demande : ceci conduit à un accroissement du stock de monnaie existant sans augmentation des taux d'intérêt.

On pourrait prétendre que ce type d'analyse ne peut s'appliquer qu'à des systèmes monétaires à la française ou à l'anglaise (cf. Grellet, 1975) où la liquidité des entreprises comme celle des banques, est assurée par des possibilités d'emprunts auprès des banques et auprès de la banque centrale respectivement. Dans ces économies d'endettement (nommées ainsi par Hicks (1974, p. 51) ; voir Toullec (1979), Levy-Garboua et Weymuller

FIGURE 2



20. « ... *The supply of credit-money is infinitely elastic at the given rate of interest and this alone rules out the possibility that an 'excess' supply of money relative to demand, or vice-versa, should be the cause of a 'pressure on prices', upwards or downwards.* »

(1979, pp. 188-91)²¹, la masse monétaire n'est pas régulée par un marché où les divers agents économiques, y compris la banque centrale, s'échangent des liquidités, en particulier des bons du Trésor. La monnaie est plutôt régulée selon le principe des avances. Les banques commerciales sont endettées de façon permanente vis-à-vis la banque centrale. Celle-ci promet de fournir la monnaie de base à taux fixe. Les banques françaises consentent donc d'abord des prêts et ensuite elles vont se refinancer auprès de la Banque de France.

Bien qu'il existe un véritable marché monétaire aux États-Unis ou au Canada (l'open-market), qui permette aux banques américaines et canadiennes de n'avoir recours aux avances de la banque centrale qu'occasionnellement, et pour une période éphémère, la théorie de la monnaie endogène et le graphique 2 qui y correspond conviennent tout autant à ces deux pays. Il faut rappeler, en effet, que le coefficient de réserves obligatoires s'applique non pas aux dépôts du mois courant, mais (en gros) aux dépôts du mois précédent. Ceci signifie que même dans le temps historique, les banques nord-américaines consentent d'abord des prêts et qu'ensuite, elles cherchent à se refinancer sur le marché monétaire. Si la banque centrale s'est fixé un taux d'intervention, ceci implique que la demande de monnaie déterminera l'offre de monnaie. Comme le dit Jacques Le Bourva :

« Du fait que la monnaie est créée à l'occasion d'un prêt, *l'initiative appartient d'abord aux clients des banques*. La quantité de monnaie augmente parce que les entrepreneurs ont plus ou moins parallèlement sollicité des crédits accrus... » (1959, p. 721).

Autrement dit, et contrairement aux assertions des monétaristes et de leurs convertis, les fluctuations de l'économie ne seraient pas dues au comportement démoniaque des fonctionnaires de la banque centrale alors que ceux-ci tenteraient de faire évoluer comme un yo-yo le taux de croissance de la masse monétaire. Plutôt, la masse monétaire évolue de façon irrégulière parce que la demande de monnaie progresse de façon erratique, suite aux modifications dans les anticipations des entrepreneurs et suite aussi aux variations spéculatives de la demande des ménages. Comme l'a fort bien précisé Modigliani (1977), et comme l'avait déjà

21. Le graphique 2 est de Jacques Le Bourva (1959, p. 720). Son article est tout à fait remarquable, bien que rarement cité. Non content de présenter les deux théories de l'offre de monnaie, et d'être le précurseur des théoriciens des soi-disant économies d'endettement, Le Bourva présente une analyse de l'inflation qui se démarque de l'analyse keynésienne (par la demande) ou quantitative (par la monnaie). Il s'agit de la théorie sociologique de l'inflation que les post-keynésiens présentent comme une inflation par les salaires due à la lutte pour le partage du revenu national entre salariés et capitalistes, ou leurs représentants les entrepreneurs (voir les pages 726-32). Le Bourva annonce aussi (p. 730) les modèles de prix administrés où la marge de profit est fonction des besoins de financement pour l'investissement de capacité (cf. Eichner, 1976; Wood, 1975).

fait remarquer Minsky (1969, p. 223), il s'agit là d'une divergence de vues concernant la stabilité ou l'instabilité intrinsèque d'une économie de marché. Pour la plupart des post-keynésiens, le système économique capitaliste est foncièrement instable (Minsky, 1976), parce que ce système opère dans un monde monétaire, rempli d'incertitudes, où la sécurité engendre l'instabilité et parce que le produit national dépend des anticipations des entrepreneurs, lesquelles sont formulées selon des bases précaires et volatiles.

5. *L'inversion de la causalité*

Les monétaristes seraient donc les propres victimes de leur méthodologie. L'empirisme dont ils se sont faits les porte-parole les a conduits à confondre une relation d'antériorité avec une relation de causalité (Manson, 1980-1, p. 239). Les plus convaincus des monétaristes découvriront une relation temporelle entre masse monétaire et revenu national, le premier terme précédant toujours le second dans le temps empirique. Ceci justifie, selon les monétaristes, le sens de la causalité qu'ils se sont donnée²².

Mais la notion de contrôle potentiel par la banque centrale pas plus que celle d'enchaînement temporel ne peut prétendre déterminer une causalité (Kaldor, 1970, p. 10). Le contre-exemple proposé par les post-keynésiens est celui issu du « motif financier » de Keynes (1937, 1937a). L'origine et la signification de ce motif financier (la pierre de Rosette qui permettrait la traduction du *Treatise on Money* en termes modernes de la *Théorie générale*) ont été présentées, en particulier, et à plusieurs reprises, par Paul Davidson (1965 ; 1972, pp. 30, 160-85). Nous ne rappellerons donc que l'essentiel²³.

Selon Keynes, avant même qu'elles ne distribuent effectivement des revenus sous forme de dividendes ou de salaires ou avant qu'elles ne commencent à acheter les matières premières nécessaires à un accroissement de la production, les entreprises devront généralement augmenter leurs encaisses en trésorerie afin de pouvoir faire face à leurs nouvelles obligations futures. Lorsqu'une entreprise planifie une dépense supplémentaire (investissement ou quelque production que ce soit), sa demande de monnaie s'accroît. La hausse des taux d'intérêt ou l'offre de monnaie supplémentaire précédera l'accroissement du revenu national.

22. Il faut dire que les monétaristes reconnaissent parfois que la relation unidirectionnelle entre monnaie et revenu monétaire est loin d'avoir été démontrée par les recherches empiriques concernant l'enchaînement temporel, du moins pour ce qui est de la Grande-Bretagne et du Canada (Laidler, 1978, p. 157).

23. Peter Smith a cherché à identifier de façon empirique l'importance du motif financier sur la demande de monnaie (1979).

Démontrer, de façon statistique, que la hausse de la masse monétaire précède toujours l'expansion de la production ou l'accroissement des prix ne peut donc nous être d'aucune utilité, pourvu que l'on accepte le principe de la demande effective ou pourvu que l'on ne suppose pas que la monnaie tombe du ciel, jetée au hasard du haut d'un hélicoptère. Pour les partisans du motif financier, la demande de monnaie (et donc la masse monétaire) s'accroît principalement suite à une augmentation des revenus que les entreprises comptent distribuer ultérieurement, si bien que la séquence temporelle — masse monétaire/revenu — n'a aucune signification causale (Davidson et Weintraub, 1973, p. 1118).

6. Monnaie et production

Ceci nous amène à préciser ce qui constitue peut-être l'apport fondamental de Keynes : l'économie dans laquelle nous vivons est une économie *monétaire de production* (Kregel, 1980, p. 33). Les passages les plus explicites de Keynes à ce sujet ne se trouvent ni dans la *Théorie générale* ni dans le *Treatise on Money* : on les découvre dans les diverses ébauches de la *Théorie générale*, lesquelles commencent dès 1932. Dans ces esquisses, Keynes décrit une « économie entrepreneuriale », c'est-à-dire une économie concrète, où les fluctuations de la demande effective sont des phénomènes monétaires. La caractéristique essentielle de cette économie entrepreneuriale c'est que la rémunération des facteurs de production n'est pas fixée *a priori* en valeur réelle ; bien au contraire, les ménages percevant leur revenu sous forme de monnaie, ni salariés, ni rentiers, ni entrepreneurs ne savent quelle part du produit réel ils pourront effectivement s'approprier (cf. Torr (1980) et Rotheim (1981)).

Si la monnaie doit être intégrée au système économique, elle doit l'être non pas au moment de l'échange, comme c'est le cas pour les modèles d'équilibre général ou pour les modèles à la Clower-Leijonhufvud qui s'en inspirent (lire Davidson et Weintraub, 1973, pp. 1121-2 ; Davidson, 1977a ; Barrère, 1979 ; Parguez, 1977), mais au moment même de la production.

Selon les économistes traditionnels, la monnaie n'apparaît que suite à une injection de monnaie de base de la part du gouvernement ou parce que les agents économiques (qu'on imagine le plus souvent être les consommateurs) désirent modifier leur portefeuille. Toutes ces approches ne sont que des variations sur le thème monétariste. Elles ne peuvent expliquer l'existence d'une économie monétaire.

L'introduction de la monnaie doit se faire dans le cadre de la production, au moment où les entrepreneurs déterminent ce que sera la demande effective et lorsque ceux-ci formulent leurs anticipations concernant le salaire moyen, les dividendes à distribuer, les prix et le niveau de production. Les demandes effectives sont formulées en termes monétaires.

Une économie monétaire c'est beaucoup plus que la simple supposition d'un investissement financé initialement par crédit bancaire : toute production dans une économie moderne est monétaire et doit faire l'objet de déboursés monétaires. Le problème pour les entreprises c'est qu'elles ne peuvent jamais récupérer intégralement le flux de monnaie qui leur a été crédité²⁴. Comme le précise Will E. Mason, aucune analyse sophistiquée n'est requise pour justifier l'introduction de la monnaie au moment de la production : il suffit de constater « le fait très simple que les revenus sont versés sous forme monétaire »²⁵ (1980-1, p. 240).

Les entreprises ne peuvent produire que si elles disposent d'encaisses monétaires (un fonds de roulement) suffisantes pour pouvoir financer leurs dépenses. Lorsqu'elles veulent augmenter ces dépenses, les firmes doivent obtenir un crédit ou des prêts supplémentaires de la part des banques. Ce sont ces crédits qui réapparaissent sous forme de dépôts dans les banques lorsque les entreprises les ont utilisés pour rémunérer leurs facteurs de production. La monnaie ne tombe donc pas du ciel comme de la manne ; bien au contraire, elle ne peut apparaître que si les entreprises (ou le gouvernement, à leur place) sont disposées à distribuer des revenus aux ménages.

« C'est le paiement des salaires en monnaie qui explique que la monnaie devienne l'instrument de règlement de toutes les transactions — et non pas le fait que les achats de biens se fassent en monnaie qui justifierait le paiement des salaires sous forme monétaire. Admettre cela c'est admettre que la monnaie intervient dans la formation des revenus avant d'intervenir dans leur dépense » (Ducros, 1978, p. 23).

La monnaie est introduite dans l'économie par l'intermédiaire des activités productives des entreprises, grâce aux revenus que ces activités génèrent. Sans production, il ne pourrait y avoir de monnaie. Par contre, il est facile de concevoir une augmentation endogène de la masse monétaire sans qu'il y ait pour autant augmentation de la production : il suffit pour cela que les revenus à distribuer augmentent à production constante. On peut imaginer, par exemple, une hausse du salaire horaire sans

24. Ceci ne signifie pas que les entreprises ne font pas de profits. La démonstration de cette affirmation se trouve dans Lavoie (1980). Brièvement, le raisonnement est le suivant : si le seul revenu des ménages provient des dépenses des entreprises, ces dernières ne peuvent réaliser des profits que si elles investissent. Ces investissements exigent un endettement initial lequel est partiellement compensé, en fin de période, par les achats de titres financiers et de biens de consommation par les ménages. La monnaie-revenu conservée par les ménages constitue un déficit de flux monétaire pour les entreprises. Celles-ci ne peuvent utiliser leurs profits pour rembourser leurs dettes, car ces profits doivent financer l'achat définitif des biens d'investissement. Dans le cas contraire, le désendettement d'un secteur de l'économie correspondrait précisément au sur-endettement du reste de l'économie. On peut lier cette analyse à celle de Minsky (1980) concernant la fragilité de la structure d'endettement des entreprises.

25. « *It follows from the simple fact that incomes are paid in money.* ».

hausse compensatrice de la productivité moyenne. Dans ce cas, à production constante, l'entrepreneur devra augmenter son fonds de roulement afin de financer une masse salariale plus grande (Davidson, 1977, p. 291). La hausse des prix qui devrait suivre semblerait alors davantage reliée à la hausse du taux de salaire nominal plutôt qu'à l'accroissement de la masse monétaire, cette dernière hausse n'étant que la conséquence de la première.

7. L'équation du mark-up et la monnaie

La relation entre masse monétaire et salaires a été développée par Sidney Weintraub (1961, pp. 65-90; 1978, pp. 65-90) à partir de son équation du mark-up au niveau macroéconomique, où il est postulé une causalité dans le sens salaires/masse monétaire.

La théorie du mark-up macroéconomique (la théorie du « wage-cost markup », WCM) peut se résumer à deux équations :

$$PQ = kwN \quad (5)$$

$$Q = AN \quad (6)$$

L'équation (6) représente une fonction « d'utilisation ». P et Q représentent les indices de prix et de production réelle ; N est le volume de l'emploi et w le taux de salaire monétaire ; A est la productivité moyenne d'un travailleur et k est le mark-up moyen par unité de coût salarial.

On note que le modèle tel que présenté ici est unisectoriel, ce qui semblerait plutôt paradoxal par rapport à la critique cambridgienne quant aux « paraboles » néo-classiques. Il n'est pas difficile d'introduire un second secteur (cf. Weintraub, 1978, pp. 48-53), mais ceci est inutile puisqu'il s'agit ici de se situer au même niveau d'abstraction que les monétaristes ou les keynésiens traditionnels, en utilisant leurs propres outils d'analyse tout en arrivant à des conclusions différentes.

En prenant la dérivée logarithmique de ces deux équations par rapport au temps et en supposant que $dx/dt = \Delta x$, on peut écrire :

$$\Delta P/P + \Delta Q/Q = \Delta w/w + \Delta N/N + \Delta k/k \quad (7)$$

$$\Delta Q/Q = \Delta A/A + \Delta N/N \quad (8)$$

Par substitution, on obtient donc :

$$\Delta P/P = \Delta k/k + \Delta w/w - \Delta A/A. \quad (9)$$

Puisque Weintraub (1978, p. 46) suppose que k est approximativement constant, il faut en déduire que les hausses de prix et les écarts entre croissance du taux de salaire et croissance de la productivité sont nécessairement reliés. Ceci ne signifie pas nécessairement que les hausses de salaire sont la cause première de la hausse des prix. On peut tout aussi bien ima-

giner que les entrepreneurs tentent constamment d'accroître la part des profits en haussant k et en augmentant les prix et, qu'en réponse à ceci, les travailleurs réclament des augmentations de salaire. Quelle que soit la thèse préférée, hausse initiale des salaires ou hausse initiale des prix, il n'en reste pas moins qu'en admettant une stabilité « stylisée » (à la Kaldor) du coefficient de mark-up k , on est conduit à accepter que toute hausse du taux de salaire entraînera une hausse des prix. Ceci est évident selon la première thèse ; dans le cas de la seconde interprétation, la réponse des salariés (par augmentation du salaire monétaire) à une baisse relative de leur pouvoir d'achat entraînera une nouvelle tentative de la part des entrepreneurs pour augmenter leur part de revenu.

Sans imputer pour autant une responsabilité quelconque aux salariés, les post-keynésiens prétendent qu'une hausse du taux de salaire plus rapide que la hausse de la productivité moyenne est la cause de la hausse des prix. « Toute hausse (toute baisse) de l'unité de salaire entraînera une hausse (une baisse) proportionnelle des prix » (Ducros, 1978, p. 27). Cette idée est commune à la grande majorité des économistes post-keynésiens, qu'ils utilisent explicitement ou non les équations de Weintraub (Moore, 1979a, p. 57 ; Robinson, 1970, p. 512 ; Kahn, 1972, p. 105)²⁶.

Ceci signifie que puisque la hausse des salaires monétaires dépend fondamentalement de facteurs sociaux, politiques ou historiques et puisque ces salaires nominaux dépendent davantage du résultat des négociations entre le patronat et les syndicats que d'un quelconque processus de marché, il vaut mieux considérer le taux de salaire comme la principale variable exogène. En conséquence de tout ceci, on peut dire que la hausse des prix n'est pas due à une augmentation de la masse monétaire mais plutôt que l'inflation est un phénomène social, issu de la lutte pour le partage du revenu national. Le deuxième commandement des monétaristes, à

26. Depuis que les politiques de revenu à incidence fiscale (TIP) prônées en particulier par Sidney Weintraub ont été popularisées, une controverse a éclaté entre les divers courants post keynésiens (cf. Weldon (1981) et la discussion qui suit). La question est la suivante : le modèle du mark-up de Weintraub implique-t-il ou non que les syndicats sont les responsables de la hausse permanente des prix ? Comme l'a précisé James Keenan (1980, p. 67), Weintraub (1978) lui-même s'en prend de façon à peu près équitable aux grandes entreprises et aux syndicats, bien qu'il incrimine parfois un peu plus vigoureusement ces derniers. La position post-keynésienne peut être résumée, je pense, par cette petite phrase de Lord Kahn (1977, p. 9) : « Une réduction du taux d'inflation dépend de la volonté des salariés d'accepter un ajustement à la baisse du taux de croissance des salaires monétaires ». Cette volonté ne peut s'exprimer que sous deux conditions : les salariés doivent être convaincus que les prix vont croître moins vite que leurs salaires ; chaque groupe de travailleurs doit être persuadé que la hausse de son pouvoir d'achat ne sera pas inférieure à celle des autres groupes sociaux. Pour ces raisons, toute tentative de ralentissement permanent de la hausse des prix, par quelque mécanisme de marché que ce soit (et ceci inclut TIP) est vouée à l'échec (cf. Kregel, 1979, p. 236). Seul l'établissement de structures de coopération tripartites (gouvernement, patronat, syndicat), comme le propose Lord Kahn, ou l'imposition du contrôle des *prix* et des salaires, comme le propose John Kenneth Galbraith, peut garantir la suppression de l'inflation sans nécessairement créer du chômage (cf. Eichner, 1976, pp. 272-8).

savoir que l'inflation est causée par une expansion monétaire trop rapide (Laidler, 1981, p. 219), est donc remis en cause par l'hypothèse de la monnaie endogène. La croissance observée de la masse monétaire est la résultante de la hausse continue du revenu national et de la hausse des salaires en particulier. Ceci peut s'exprimer de manière simple en prenant la dérivée logarithmique de l'équation quantitative de la monnaie (l'équation (4)). On obtient :

$$\Delta M/M + \Delta V/V = \Delta P/P + \Delta Q/Q \quad (10)$$

En supposant que la vitesse de circulation de la monnaie et le mark-up macroéconomique sont constants, on obtient, en substituant les équations (9) et (8) dans l'équation (10) :

$$\Delta M/M = \Delta w/w + \Delta N/N \quad (11)$$

L'équation (11), proposée par Weintraub (1978, p. 73) et Moore (1979a, p. 57) résume les positions des post-keynésiens qui s'intéressent aux relations entre la monnaie, l'emploi et l'inflation pourvu que l'on se rappelle la structure du système économique post-keynésien : le taux de salaire est exogène et l'emploi est déterminé par la demande effective telle qu'évaluée par les entrepreneurs.

La demande supplémentaire de monnaie est représentée par les membres de droite de l'équation : les entrepreneurs veulent distribuer des revenus supplémentaires suite à une hausse de l'emploi et suite à une hausse du taux de salaire (puisque $\Delta k/k$ est nul, ceci implique que les autres revenus versés par les entreprises augmentent dans les mêmes proportions). Si le système bancaire, en particulier les autorités monétaires, accepte d'entériner les désirs des entrepreneurs, l'équation (11) sera vérifiée. La masse monétaire est alors la variable dépendante et elle ne peut pas être rendue responsable des hausses de prix dans le modèle. Au plus, peut-on dire que la flexibilité des autorités monétaires permet l'inflation²⁷. Les post-keynésiens supposent que cette situation prévaut en général.

Lorsque le système bancaire refuse de fournir les liquidités requises par les entreprises (soit parce que les banques refusent de consentir des prêts, soit parce que la banque centrale refuse de libérer la monnaie bancaire nécessaire), l'ajustement à cette politique monétaire se fera par les quantités, c'est-à-dire par une chute de l'emploi prévu, puisque la hausse des salaires a déjà été fixée de façon contractuelle (Davidson et Weintraub, 1973, p. 1130)²⁸.

27. B.J. Moore (1979a, pp. 61-4) a vérifié, de façon empirique, que la relation temporelle — taux de salaire/masse monétaire — était tout aussi probable sinon plus, que la relation temporelle dans le sens masse monétaire/taux de salaire.

28. L'aspect contractuel de l'économie monétaire a été mis en exergue par Davidson (1972, 1972a, 1977, 1980).

On en déduit que l'impact principal de toute politique monétaire restrictive se fera d'abord sentir sur l'emploi (cf. Zannoni et McKenna, 1981). Le troisième commandement des monétaristes, qui ordonne aux banques centrales de réduire le taux d'expansion de la masse monétaire afin de combattre l'inflation, se situe donc au niveau d'un régime permanent où le taux de croissance des salaires aurait déjà été réduit²⁹. Les monétaristes (en particulier les partisans de la ligne dure des attentes rationnelles) ne font aucun cas des problèmes de transition conséquents aux obligations contractuelles.

Ce n'est qu'ultérieurement, à condition que la crainte du chômage incite les travailleurs à négocier des augmentations de salaire réduites et à condition que les entrepreneurs ne puissent pas se financer auprès d'institutions financières étrangères ou non bancaires, que la croissance restreinte de la masse monétaire aura un impact indirect sur le taux de croissance des salaires et donc sur le taux de croissance des prix (Kregel, 1979a, p. 212).

C'est en ce sens que certains économistes post-keynésiens se réfèrent au taux de croissance de la masse monétaire en tant que condition permissive de l'inflation. Dans leur article sur l'inflation et la causalité, Addison, Burton et Torrance (1980, p. 146) reprochent à certains keynésiens, en particulier Richard Kahn, de faire de la monnaie une condition nécessaire mais non suffisante de l'inflation. Pour ces trois auteurs, ceci implique logiquement que le contrôle de la masse monétaire devrait suffire pour restreindre l'inflation, conséquence que rejettent les post-keynésiens. S'il est vrai que certains écrits des post-keynésiens ne sont pas toujours très clairs lorsqu'ils reconnaissent l'aspect permissif du taux de croissance de la monnaie, il devrait être évident, suite à notre présentation de l'endogénéité de l'offre de monnaie, que cette dernière ne peut pas être la cause fondamentale ni même la cause indirecte de l'inflation. Pour être plus précis, il faut dire qu'une hausse rapide de la masse monétaire permet la simultanéité de deux phénomènes : une inflation sans une chute de la production. Ceci implique que la restriction de la masse monétaire ne conduit pas nécessairement à la chute du taux d'inflation. Kahn a précisé ce point dans un article (1977, p. 10) omis par ses critiques :

« [Les (post-)keynésiens] considèrent l'augmentation rapide des salaires monétaires comme étant le principal facteur causal responsable de l'inflation, alors que le taux de croissance de la quantité de monnaie est une condition

29. L'approche des keynésiens traditionnels est semblable à celle des monétaristes, puisque ceux-ci comme ceux-là expliquent l'inflation par une demande excessive. Pour les premiers, une restriction de la masse monétaire conduit à une hausse des taux d'intérêt, ce qui freine l'investissement et rétablit l'équilibre entre les ressources demandées et les ressources offertes. Mais si l'inflation n'a pas pour cause un tel déséquilibre, la hausse des taux d'intérêt conduira uniquement à une chute de la production et de l'emploi.

nécessaire, mais non suffisante, pour que la croissance rapide des salaires monétaires persiste — sans une détérioration continue de la situation économique et sans accroissement du chômage »³⁰.

C'est la restriction finale qui donne tout son sens au terme «condition nécessaire». Si restriction monétaire il y a, celle-ci n'agira toujours qu'indirectement sur les prix, via la formation des anticipations portant sur les hausses de salaires jugées raisonnables.

9. *Élasticité de substitution et politique monétaire expansionniste*

L'hypothèse de monnaie endogène, combinée à l'exogénéité du taux de salaire, permet aux post-keynésiens d'affirmer qu'une politique monétaire restrictive n'aura qu'un effet dérisoire sur l'inflation tandis que la situation de l'emploi en sera fort affectée. Mais qu'en est-il d'une politique monétaire expansionniste ? L'impact d'une telle politique sera asymétrique à l'impact d'une politique restrictive.

En effet, si l'on conserve l'hypothèse de la monnaie endogène, la création de monnaie banque centrale par les autorités monétaires n'aura aucun impact sur la création de monnaie ou sur l'importance des prêts consentis par les banquiers aux entrepreneurs tant que ces derniers n'auront pas révisé leurs anticipations à la hausse. « On ne peut forcer à boire un cheval qui n'a pas soif ». En d'autres mots, l'offre de monnaie peut toujours être inférieure à la demande de monnaie mais elle ne peut jamais y être supérieure.

Certains post-keynésiens admettent pourtant que la création de monnaie n'est pas uniquement le résultat d'un processus financier générateur de revenus. Ils reconnaissent la possibilité de variations de la masse monétaire suite à l'intervention de la banque centrale, ou par l'intermédiaire de l'effet de portefeuille (Davidson, 1972, pp. 226-27; Minsky, 1969, p. 225 et sv.). C'est l'argument généralement évoqué pour réfuter la thèse de la monnaie endogène.

Les économistes traditionnels, monétaristes et keynésiens, supposent que les autorités monétaires interviennent sur l'open-market en offrant de payer un prix tel pour les obligations ou les bons du Trésor détenus par les institutions financières et les ménages que ceux-ci ne peuvent laisser filer une telle occasion et sont condamnés à réaménager leur portefeuille. L'achat de ces obligations par la banque centrale provoque une hausse des dépôts bancaires et donc une hausse de la masse monétaire.

30. « [(Post-)Keynesians] regard a rapid increase in money wages as the main causal factor responsible for inflation, the rate of growth of the quantity of money as a necessary, but not sufficient, condition for the rapid increase in money wages to persist — without growing economic depression and growing unemployment ».

Alors que pour les keynésiens, la hausse de l'offre de monnaie entraînera la chute des taux d'intérêt et donc la hausse des dépenses d'investissement, ce qui justifiera l'aspect expansionniste de la masse monétaire (sauf trappe à liquidité ou autre artifice semblable), pour les monétaristes la hausse des encaisses monétaires à la disposition du public entraînera un effet de substitution vers l'achat de nouveaux actifs physiques, principalement les biens durables de consommation.

C'est dans ce contexte que la définition des propriétés essentielles de la monnaie joue un rôle fondamental. Selon les post-keynésiens et Paul Davidson en particulier (1972, p. 145), la monnaie, dans une économie moderne, possède trois caractéristiques intrinsèques. Ces caractéristiques ont d'ailleurs été énoncées par Keynes, dans le chapitre XVII de la *Théorie générale* (1975, pp. 236-43) :

- l'élasticité de production de la monnaie est nulle ;
- l'élasticité de substitution entre monnaie et biens reproductibles est nulle ;
- le coût du passage — réserve de valeur/moyen d'échange — est nul.

La première caractéristique signifie qu'aucun élément de l'ensemble monnaie ne peut être produit, ce qui permet de rejeter toute référence à l'or puisque des entrepreneurs peuvent toujours se reconvertir dans l'extraction de l'or (qui est difficile, il est vrai). Pourvu que la monnaie soit inconvertible, ceci implique qu'une augmentation de la demande de monnaie par les ménages (au détriment de la demande pour les biens réels) n'aura aucun effet direct positif sur l'emploi dans le secteur « monnaie » puisque la « production » de celle-ci ne requiert aucun travail. Ceci permet d'envisager d'autres situations que le plein emploi permanent.

La seconde caractéristique signifie qu'aucun élément de l'ensemble monnaie ne peut être un bien de consommation ou un bien d'investissement (Parguez, 1975, p. 77). Ceci implique d'une part le rejet des modèles d'équilibre général, puisque ceux-ci dépendent de l'existence de l'axiome de substituabilité brute (Davidson, 1980, p. 303) ; d'autre part, ceci implique le rejet du mécanisme de transmission monétariste car si les agents économiques sont prêts à substituer de la monnaie à des obligations, ils seront toujours fort réticents à substituer de la monnaie pour des actifs reproductibles³¹.

Ainsi, si la monnaie possède les trois caractéristiques citées, l'achat d'obligations sur l'open-market, à prix très élevés, par la banque centrale n'aura pour effet direct que de modifier la composition du portefeuille du public quant à ses actifs liquides. Si les ménages décident de dépenser

31. La troisième caractéristique permet de distinguer la monnaie des actifs financiers liquides.

une partie de leurs nouvelles encaisses monétaires, c'est parce que la chute des taux d'intérêt aura persuadé une partie du public à diminuer son épargne. Ceci n'est rien d'autre que l'effet classique bien connu.

Le mécanisme de transmission monétariste vient donc en contradiction avec la deuxième propriété essentielle de la monnaie. Si l'on suppose de plus que l'élasticité de la monnaie est faible par rapport au taux d'intérêt, ce qui est relié à la troisième caractéristique de la monnaie, alors l'accroissement de la masse monétaire tel que projeté par les autorités monétaires ne pourrait jamais se réaliser de toutes façons puisqu'une telle variation ne pourrait se faire qu'au détriment d'une grande instabilité du prix des obligations et des marchés financiers en général (Kaldor, 1970, p. 8, n. 2). Si l'élasticité de la monnaie par rapport au taux d'intérêt approche zéro, alors il est clair que tant que les autorités monétaires cherchent à assurer la stabilité des marchés financiers, elles n'auront d'autre choix que d'ajuster l'offre de monnaie à la demande de monnaie des entrepreneurs³².

De toute façon, si les ménages ou les entreprises disposent d'un stock de monnaie plus important qu'ils ne le désirent, il est évident que ceux-ci ne sont pas forcés de se débarrasser de l'excès de monnaie en achetant des biens de consommation ou en commandant des biens d'investissement. Un agent économique, ou même l'ensemble des agents économiques, peut toujours diminuer ses encaisses monétaires en remboursant les prêts qui lui ont été consentis (Hotson, 1976, p. 207; Kaldor, 1980, p. 294). L'annulation des emprunts va entraîner la suppression des dépôts et donc la diminution de la masse monétaire. Les banques commerciales disposeront de réserves excédentaires. Les réserves ne pourront être activées si les entreprises n'ont aucun désir de s'endetter (ce qui est probable, puisqu'elles viennent de se désendetter). L'exemple le plus probant de cette situation est celui des fortes réserves libres des banques américaines lors de la Grande Dépression.

10. *Monnaie endogène et fragilité financière*

Si les autorités monétaires acceptent toujours d'entériner les décisions des entrepreneurs et de leurs banquiers, ces autorités poursuivant toujours des politiques « défensives », ou si les politiques d'expansion de

32. Les folles fluctuations des taux d'intérêt ont récemment montré que toute tentative de contrôle quantitatif de la masse monétaire par les autorités monétaires (en l'occurrence la Réserve Fédérale américaine) est contrainte par l'inélasticité de la demande de monnaie. Ceci met en relief les qualités analytiques de Lord Kaldor. Il est tout à fait regrettable que celui-ci n'ait pas dévoué davantage de son temps aux questions monétaires car, comme l'a noté Thompson (1981, p. 68, n. 3), Kaldor est l'auteur de la plus dévastatrice des attaques à l'encontre des monétaristes et de leurs théories.

la banque centrale sont généralement sans effet, on est en droit de se demander pourquoi les post-keynésiens continuent à soutenir que l'économie de marché est fondamentalement instable.

L'hypothèse de l'instabilité financière a été principalement présentée par Minsky (1969, 1976, 1977). Cette thèse est fondée sur la structure contractuelle de l'économie : les entreprises n'hésitent pas à s'endetter lorsque l'économie est en expansion afin de pouvoir investir et profiter de l'effet de levier. Les firmes s'engagent donc à verser des flux de revenus (remboursement du principal plus frais d'intérêt) pour une longue période, espérant réaliser effectivement les profits qui leur permettront de justifier leurs engagements.

Toute économie de marché est foncièrement spéculative, les agents économiques opérant dans un monde d'incertitude. Les entreprises prennent des risques car elles ne pourront rembourser leurs emprunts que si elles réalisent les profits anticipés ; les banques prennent des risques puisque leurs débiteurs pourraient se trouver à court des ressources liquides.

Tant que l'économie est en expansion, tout se déroule de façon satisfaisante. Même les entreprises qui ne peuvent rembourser le prêt initial réussissent à faire face à leurs obligations en renouvelant leurs prêts. En général, les entreprises seront d'ailleurs encore plus prudentes que les banques quant à l'obtention de crédits car les gérants de ces entreprises tiennent avant tout à assurer la pérennité de leur compagnie et ne veulent pas compromettre sa sécurité ou son indépendance (Wood, 1975, pp. 24-32).

Mais la stabilité engendre l'instabilité. Plus l'économie est tranquille, plus entrepreneurs et banquiers sont prêts à prendre des risques : « chaque état entretient des forces qui mènent à sa propre destruction »³³ (Minsky, 1976, p. 128). Lorsque le souvenir de la dernière crise financière commence à s'estomper dans le passé, les banquiers consentent des prêts de plus en plus facilement, car à risque constant, les profits des banques sont une fonction directe du volume de crédits qu'elles accordent. Ce relâchement dans les règles de conduite financière de la part des banquiers finit par affecter les règles que se sont imposées les entreprises elles-mêmes, si bien que ces dernières sont incitées à modifier les valeurs limites de leurs indicateurs financiers, par exemple le rapport valeur nette boursière/endettement à long terme (Minsky, 1976, pp. 118-9). L'utilisation de ratios incorporant l'évaluation des entreprises à la bourse entraîne la création d'un cercle vertueux. En période d'expansion, en effet, la plupart des achats à la bourse sont financés grâce aux

33. « Each state nurtures forces that lead to its own destruction ».

crédits des banques. Les banques ne consentiront ce type de prêts que si elles sont optimistes. Mais si elles allouent ces prêts, l'indice boursier sera en hausse, les anticipations des banques se réaliseront et les entreprises, étant donné la hausse de cet indice boursier, pourront s'endetter encore davantage.

On a là une version de la formation des anticipations qui diffère grandement de celle de la théorie des attentes rationnelles. Les agents économiques ne disposent pas d'un modèle reproduisant fidèlement le fonctionnement et les caractéristiques de l'économie. Les agents économiques n'agissent pas comme des ordinateurs. Leurs anticipations, puisqu'elles doivent se fonder sur des données incertaines, sont davantage influencées par le présent que par un lointain passé. Entrepreneurs et banquiers s'adaptent à l'évolution de ce qui est considéré comme constituant la normalité. Le tout, comme nous le verrons un peu plus loin, est régi par le principe de la demande effective, lequel constitue la seule rationalité possible d'un système capitaliste.

La crise financière peut se déclencher lorsque certaines entreprises refusent de s'endetter davantage³⁴. Ceci ralentit l'expansion et contraint les firmes qui se sont trop engagées à réclamer de nouveaux prêts pour rembourser les emprunts venant à échéance. Lorsque les banques refusent de renouveler ces prêts, la crise est imminente, car la faillite d'une entreprise entraînera, en cascade, la chute des autres entreprises et même celle de certaines banques (Davidson, 1977a, p. 555, n. 1 ; Minsky, 1977, p. 25).

Pourquoi les banques provoquent-elles leur propre perte en refusant de renouveler les prêts à leur client ? C'est que les banques se trouvent dans une situation tout à fait similaire à celle des entreprises. Celles-ci en tant que groupe ont tout intérêt à être aussi dynamiques que possible, mais chaque entrepreneur pris individuellement se doit de n'être pas plus optimiste que la moyenne des autres entrepreneurs. C'est le principe de la demande effective.

« Comment donc expliquer le chômage ? La réponse se trouve dans le principe de la demande effective... L'explication vient pensons-nous de ce que la décision de produire et d'embaucher n'est pas, dans une économie de marché, une décision collective mais une décision individuelle. Or l'entrepreneur individuel ne pourra réaliser une augmentation de la production pour son propre produit que si les autres entrepreneurs augmentent simultanément leur production (c'est-à-dire augmentent la masse globale de la rémunération des facteurs de production et donc la demande globale)... Ainsi, dans le système capitaliste, l'entrepreneur qui a des « animal spirits » plus

34. Évidemment, le problème est de savoir ce qui a pu causer ce renversement de comportement.

optimistes que ceux de l'ensemble des autres entrepreneurs est nécessairement pénalisé. Alors que l'intérêt de l'ensemble des entrepreneurs serait de posséder les « esprits animaux » les plus élevés possible, l'intérêt de chaque entrepreneur est de ne pas être trop optimiste, en tout cas, pas plus optimiste que les autres entrepreneurs. (Grellet, 1976, pp. 202-3).

Le même principe s'applique aux banquiers. Une banque ne sera en difficulté que si elle est trop optimiste, c'est-à-dire si elle prête davantage que ses concurrentes, car dans ce cas, elle ne pourra récupérer ses liquidités sous forme de dépôts. Il lui faudra se refinancer auprès des autres institutions financières ou auprès de la banque centrale, à un coût éventuellement supérieur à son taux prêteur.

« L'essentiel est que toutes les banques marchent du même pas. Si une banque prête plus que les autres... elle connaîtra des difficultés » (Le Bourva, 1962, p. 34).

« ... Il est évident qu'il n'existe aucune limite au montant de monnaie bancaire que les banques peuvent créer sans danger *pourvu qu'elles marchent du même pas* »³⁵ (Keynes, 1950, p. 26).

Ainsi, lorsque les banquiers commencent à perdre de leurs « esprits animaux », et bien qu'ils soient conscients du tort que leur comportement causera à l'économie, ils préfèrent restreindre leurs crédits à l'économie, car les banques les moins affectées par la récession seront celles qui auront su rester les plus conservatrices. Pour cette raison, il est fort possible que le système bancaire commence à imposer des restrictions de crédit au moment où les entreprises ont le plus pressant besoin de soutien financier. On voit mal comment la création de réserves excédentaires par la banque centrale pourrait remédier à cette situation.

Conclusion

Nous espérons avoir démontré que la pensée post-keynésienne concernant la monnaie se démarquait des positions anglo-saxonnes traditionnelles. Il est clair, cependant, que si les post-keynésiens veulent constituer autre chose qu'un état d'esprit, ou une promesse qui n'a pas abouti, il leur faut aller plus loin dans leurs « hérésies »³⁶. Pour ce faire, il ne leur serait sans doute pas inutile de s'inspirer des partisans de la monnaie endogène en France, en particulier les tenants de la théorie keynésienne du circuit (Barrère, 1979; Parguez, 1975; Schmitt, 1966). L'apport principal de ces théoriciens est de montrer que la monnaie, si l'on veut l'intégrer à une économie monétaire de production, doit se

35. « ... It is evident that there is no limit to the amount of bank-money which the banks can safely create provided that they move forward in step ».

36. « So-called post-Keynesianism seems to be more a state of mind than a theory » (Solow, 1979, p. 344); « Post-Keynesian Economics: A Promise that Bounced » (Tarshis, 1980).

concevoir essentiellement comme un flux, comme une avance, périodiquement renouvelée, qui permet aux entreprises de rémunérer leurs facteurs de production.

Si tel est le rôle de la monnaie, il semble en effet étrange d'évaluer son importance en mesurant uniquement la partie du flux monétaire qui est stockée ou thésaurisée. On ne devrait donc plus parler de stock de monnaie endogène, mais plutôt du flux endogène de la monnaie.

Marc LAVOIE

Université d'Ottawa

BIBLIOGRAPHIE

- ADDISON, John T., John BURTON et Thomas S. TORRANCE, «On the Causation of Inflation», *Manchester School of Economic and Social Studies*, juin 1980, pp. 140-56. Traduction: « Une analyse des controverses sur les causes de l'inflation », *Problèmes économiques*, 28 janvier 1981, pp. 21-7.
- BARRÈRE, Alain, *Déséquilibres économiques et contre-révolution keynésienne*, Paris: Economica, 1979.
- CHICK, Victoria. *The Theory of Monetary Policy*, Oxford: Parkgate Books, 1977.
- CHICK, Victoria, « Monetarist Views on Inflation » in David F. Heathfield, édit., *Perspectives on Inflation: Models and Policies*, Longman, London, 1979.
- CLINTON, Kevin et Kevin LYNCH, « Monetary Base and Money Stock in Canada », rapport technique # 16, Banque du Canada, 1979, 57 pp.
- COURCHENE, Thomas J., « On Defining and Controlling Money », *Revue canadienne d'économie*, novembre 1979, pp. 604-15.
- DAVIDSON, Paul, « Keynes' Finance Motive », *Oxford Economic Papers*, mars 1965, pp. 47-65.
- DAVIDSON, Paul, *Money and the Real World*. London: Macmillan, 1972.
- DAVIDSON, Paul, « A Keynesian View of Friedman's Theoretical Framework for Monetary Analysis », *Journal of Political Economy*, septembre-octobre 1972a, pp. 864-82.
- DAVIDSON, Paul, « Post-Keynes Monetary Theory and Inflation », in S. Weintraub, édit., *Modern Economic Thought*, Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 1977, pp. 275-93.
- DAVIDSON, Paul, « Money and General Equilibrium », *Économie appliquée*, # 4, 1977a, pp. 541-63.
- DAVIDSON, Paul, « The Dual-Faceted Keynesian Revolution », *Journal of Post Keynesian Economics*, été 1980, pp. 291-307.

- DAVIDSON, Paul et Sidney WEINTRAUB, « Money as Cause and Effect », *Economic Journal*, décembre 1973, pp. 1117-32.
- DAVIDSON, Paul, « Jacob and Paul Samuelson, Post-Keynesian », *Journal of Post Keynesian Economics*, été 1981, pp. 602-4.
- DUCROS, Bernard, « Les relations entre prix, flux et stocks en analyse de déséquilibre », *Économie appliquée*, # 1, 1978, pp. 15-33.
- EICHNER, Alfred S., *The Megacorp and Oligopoly*, Cambridge: Cambridge University Press, 1976.
- EICHNER, Alfred S., « Introduction », in A.S. Eichner, édit., *A Guide to Post-Keynesian Economics*. White Plains: M.E. Sharpe, 1979, pp. 3-18.
- EICHNER, Alfred S., « A Post-Keynesian Short-Period Model », *Journal of Post Keynesian Economics*, été 1979a, pp. 38-63.
- EICHNER, Alfred S. et Jan KREGEL, « An Essay on Post-Keynesian Theory: A New Paradigm in Economics », *Journal of Economic Literature*, décembre 1975, pp. 1293-312.
- FRIEDMAN, Milton et Anna SCHWARTZ, « Money and Business Cycles », *Review of Economics and Statistics*, février 1963 (supplément), pp. 32-64.
- FRIEDMAN, Milton et Anna SCHWARTZ, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963.
- GRELLET, Gérard, « Les nouvelles orthodoxies monétaires britanniques », *Revue de science financière*, janvier-mars 1975, pp. 127-45.
- GRELLET, Gérard, « Le principe des avances et la théorie keynésienne de l'emploi », in A. Barrère, édit., *Controverses sur le système keynésien*, Paris: Economica, 1976, pp. 194-203.
- GURLEY, John G. et Edward S. SHAW, *La monnaie dans une théorie des actifs financiers*, Paris: Cujas, 1974 (1960).
- HARCOURT, G.C. et Peter KENYON, « Discussion — Appraisals of Post-Keynesian Economics », *American Economic Review*, mai 1980, pp. 26-8.
- HICKS, John, *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford: Basil Blackwell, 1974.
- HOTSON, John, *Stagflation and the Bastard Keynesians*, Waterloo: University of Waterloo Press, 1976.
- KAHN, Richard, « Lord Keynes and Contemporary Economic Problems », in *Selected Essays on Employment and Growth*, Cambridge: Cambridge University Press, 1972, pp. 103-23.
- KAHN, Richard, « Mr. Eltis and the Keynesians », *Lloyds Bank Review*, avril 1977, pp. 1-13.
- KALDOR, Nicholas, « The New Monetarism », *Lloyds Bank Review*, juillet 1970, pp. 1-17.
- KALDOR, Nicholas, « Monetarism and U.K. Monetary Policy », *Cambridge Journal of Economics*, décembre 1980, pp. 293-318.

- KEENAN, James, « Weintraub on Capitalism, Inflation and Unemployment: A Review Essay », *The Review of Radical Political Economics*, automne 1980, pp. 64-8.
- KEYNES, John MAYNARD, « Alternative Theories of the Rate of Interest », *Economic Journal*, juin 1937, pp. 241-52.
- KEYNES, John MAYNARD, « The 'Ex Ante' Theory of the Rate of Interest », *Economic Journal*, décembre 1937a, pp. 663-9.
- KEYNES, John MAYNARD, *A Treatise on Money*, London: Macmillan, 1950 (1930), vol. 1.
- KEYNES, John MAYNARD, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris: Payot, 1975 (1936).
- KREGEL, Jan A., *The Reconstruction of Political Economy: An Introduction to Post-Keynesian Economics*, London: Macmillan, 1973.
- KREGEL, Jan A., « Sraffa et Keynes: le taux d'intérêt et le taux de profit », *Cahiers d'économie politique*, vol. 3, 1976, pp. 155-63.
- KREGEL, Jan A., « From Post-Keynes to Pre-Keynes », *Social Research*, été 1979, pp. 212-39.
- KREGEL, Jan A., « A Keynesian Approach to Inflation Theory and Policy », in David F. Heathfield, édit., *Perspectives on Inflation: Models and Policies*, Longman, London, 1979a.
- KREGEL, Jan A., « Markets and Institutions as Features of a Capitalistic Production System », *Journal of Post Keynesian Economics*, automne 1980, pp. 32-48.
- LAIDLER, David, « Money and Money Income: An Essay on the Transmission Mechanism », *Journal of Monetary Economics*, août 1978, pp. 151-91.
- LAIDLER, David, « Introduction à: le monétarisme a-t-il échoué? », *Analyse de Politiques*, avril 1981, pp. 218-20.
- LAVOIE, Marc, « Structures financières, endettement et profits », document de travail, Université d'Ottawa, décembre 1980, 47 pp.
- LE BOURVA, Jacques, « La théorie de l'inflation, le rapport des experts et l'opération de décembre 1958 », *Revue économique*, septembre 1959, pp. 713-54.
- LE BOURVA, Jacques, « Création de la monnaie et multiplicateur du crédit », *Revue économique*, janvier 1962, pp. 29-56.
- LEPAS, Armand, « Les post-keynésiens: une pensée en voie de maturation », *Analyses de la SEDEIS*, mars 1980, pp. 28-37.
- LEVY-GARBOUA, Louis, « L'offre de monnaie par les banques commerciales », *Consommation*, # 1, 1969, pp. 3-45.
- LEVY-GARBOUA, Vivien et Bruno WEYMULLER, *Macroéconomie contemporaine*, Paris: Economica, 1979.
- MASON, Will E., « Some Negative Thoughts on Friedman's Positive Economics », *Journal of Post Keynesian Economics*, hiver 1980-81, pp. 235-55.

- MAURISSON, Patrick, « Introduction au colloque Sraffa », *Cahiers d'économie politique*, vol. 3, 1976, pp. 9-18.
- MINSKY, Hyman P., « Money, Other Financial Variables, and Aggregate Demand in the Short Run », in George Horwich, édit., *Monetary Process and Policy*, Homewood: R.D. Irwin, 1967.
- MINSKY, Hyman P., « Private Sector Asset Management and the Effectiveness of Monetary Policy: Theory and Practice », *Journal of Finance*, mai 1969, pp. 223-38.
- MINSKY, Hyman P., *John Maynard Keynes*, London: Macmillan, 1976.
- MINSKY, Hyman P., « The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to 'Standard' Theory », *Challenge*, mars-avril 1977, pp. 20-7.
- MINSKY, Hyman P., « Capital Financial Processes and the Instability of Capitalism », *Journal of Economic Issues*, juin 1980, pp. 505-47.
- MODIGLIANI, Franco, « The Monetarist Controversy or, Should we Forsake Stabilization Policies », *American Economic Review*, mars 1977, pp. 1-19.
- MOORE, Basil J., « Monetary Factors », in A.S. Eichner, édit., *A Guide to Post Keynesian Economics*, White Plains: M.E. Sharpe, 1979, pp. 120-38.
- MOORE, Basil J., « The Endogenous Money Stock », *Journal of Post Keynesian Economics*, automne 1979a, pp. 49-70.
- NELL, Edward, « Keynes as New Dawn », *Social Research*, été 1979, pp. 207-11.
- PARGUEZ, Alain, *Monnaie et macroéconomie*, Paris: Economica, 1975.
- PARGUEZ, Alain, « Monnaie et demande effective en déséquilibre », in *Économie du déséquilibre*, Paris: Economica, 1977, pp. 97-131.
- ROBINSON, Joan, « Quantity Theories Old and New, A Comment », *Journal of Money, Credit and Banking*, novembre 1970, pp. 504-12.
- ROBINSON, Joan, *L'accumulation du capital*, Paris: Dunod, 1972 (1956).
- ROTHEIM, Roy J., « Keynes' Monetary Theory of Value », *Journal of Post Keynesian Economics*, été 1981, pp. 568-85.
- RYMES, T.K., « Sraffa and Keynes on Interest Rates », document de travail, Carleton University, 1980, 13 pp.
- SCHMITT, Bernard, « La monnaie au centre de la répartition », *Revue d'économie politique*, janvier-février 1966, pp. 92-114.
- SMITH, Peter, « A Reconsideration of Keynes' Finance Motive », *Economic Record*, septembre 1979, pp. 236-42.
- SOLOW, Robert M., « Alternative Approaches to Macroeconomic Theory: A Partial View », *Revue canadienne d'économique*, août 1979, pp. 339-54.
- SRAFFA, Pierro, *Production de marchandises par des marchandises*, Paris: Dunod, 1970 (1960).

- TARSHIS, L., « Post-Keynesian Economics: A Promise that Bounced », *American Economic Review*, mai 1980, pp. 10-4.
- TEIGEN, R.L., « The Demand for and Supply of Money », in Teigen, édit., *Readings in Money, National Income and Stabilization Policy*, Homewood: R.D. Irwin, 1978, pp. 54-81.
- TEMIN, Peter, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, New York: W.W. Norton, 1976.
- THOMPSON, Grahame, « Monetarism and Economic Ideology », *Economy and Society*, février 1981, pp. 27-71.
- TOBIN, James, « Commercial Banks as Creators of Money », in Teigen, édit., *Readings in Money, National Income and Stabilization Policy*. Homewood: R.D. Irwin, 1978, pp. 179-84. Version originale dans Deane Carson, édit., *Banking and Monetary Studies*, Homewood: R.D. Irwin, 1963.
- TORR, C.S.W., « The Distinction Between an Entrepreneur Economy and a Co-operative Economy », *South African Journal of Economics*, décembre 1980, pp. 429-34.
- TOULLEC, Claude, « Économie du marché, économie d'endettement et politique monétaire », *Banque*, mars 1979, pp. 291-300.
- WEINTRAUB, Sydney, *Classical Keynesianism, Monetary Theory and the Price Level*, Philadelphia: Chilton, 1961.
- WEINTRAUB, Sydney, *Capitalism's Inflation and Unemployment Crisis*, Reading: Addison Wesley, 1978.
- WELDON, John C., « Response to Weintraub's A Prices and Incomes Policy », in David Crane, édit., *Beyond the Monetarists: Post-Keynesian Alternatives to Rampant Inflation, Low Growth and High Unemployment*, Toronto: Institut canadien de politique économique et James Lorimer, 1981.
- WOJNIIOWER, Albert M., « The Central Role of Credit Crunches in Recent Financial History », *Brookings Papers on Economic Activity*, # 2, 1980, pp. 277-326.
- WOOD, Adrian, *A Theory of Profits*, Cambridge: Cambridge University Press, 1975.
- YELLEN, Janet L., « On Keynesian Economics and the Economics of the Post-Keynesians », *American Economic Review*, mai 1980, pp. 15-9.
- ZANNONI, Diane C. et Edward J. MCKENNA, « A Test of the Monetarist Puzzle », *Journal of Post Keynesian Economics*, été 1981, pp. 479-90.