HAL
open science

Comportements bancaires et fluctuations économiques: l'apport fondamental d'H.P. Minsky à la théorie des cycles endogènes et financiers

Eric Nasica

To cite this version:

Eric Nasica. Comportements bancaires et fluctuations économiques: l'apport fondamental d'H.P. Minsky à la théorie des cycles endogènes et financiers. Revue d'économie politique, 1997, 107 (6), pp.854-873. halshs-00466545

HAL Id: halshs-00466545

https://shs.hal.science/halshs-00466545v1

Submitted on 24 Mar 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Eric NASICA
Maître de conférences
CEMF-LATEC
U. M. R. 5601 C. N. R. S.
Université de Bourgogne, Pôle d'économie et de gestion
2, boulevard Gabriel - 21000 Dijon
Tél. 80. 39. 35. 27 ou 80. 66. 16. 43 (Fax 80.39.54.43)

"Comportements bancaires et fluctuations économiques : l'apport fondamental d'Hyman P. Minsky à la théorie des cycles endogènes et financiers"

(Troisième version, révisée)

Introduction

L'objectif de cet article est de réexaminer la théorie des fluctuations économiques développée par Hyman P. Minsky (l' "hypothèse d'instabilité financière") à la lumière de son analyse spécifique de l'activité bancaire et de la monnaie endogène. Trois raisons essentielles incitent à s'interroger une nouvelle fois sur les travaux de cet auteur récemment disparu.

La première est d'ordre empirique. En effet, le nouveau ralentissement de la croissance que les pays de l'OCDE ont tour à tour subi au début des années quatre-vingt-dix apparaît, dans une large mesure, relié à l'évolution de leurs structures financières au cours de la décennie quatre-vingt. Durant cette période, l'accumulation de dettes a entraîné une fragilité financière qui est restée dissimulée aussi longtemps que des plus-values sur actifs ont été dégagées. Cette situation a néanmoins rendu les emprunteurs plus vulnérables à un choc imprévu. En particulier, la hausse brutale des taux d'intérêt à la fin des années quatre-vingt, qui s'est produite sur un terreau de fragilité financière, a eu des incidences bien plus spectaculaires (effondrement des prix des actifs, hausse des défauts de remboursement...) que si elle avait agi, à amplitude égale, sur des agents aux structures financières robustes. Dans ce contexte, les efforts des entreprises pour élever le taux d'autofinancement bien au-dessus de cent pour cent, dans le but de se désendetter, ont entraîné une baisse prononcée et durable des investissements productifs. Le rôle central de ces ajustements financiers apparaît ainsi comme l'une des caractéristiques essentielles du ralentissement de l'activité économique du début des années quatre-vingt dix.

Au-delà de ces considérations empiriques, l'idée de s'interroger à nouveau sur l'approche de Minsky est également liée au traitement insatisfaisant des relations de financement au sein de la théorie des cycles réels. Certes, les frontières de ce courant tendent à devenir de plus en plus floues. En particulier, l'une des tentatives de dépassement a consisté à introduire une dimension nominale et à retrouver le rôle de la monnaie dans les fluctuations de l'activité (1). Cependant, les différentes voies empruntées pour "remonétiser" les modèles de cycles réels sont, dans l'état actuel des choses, loin d'être convaincantes (2).

Enfin, la dernière raison, plus spécifique, concerne directement le présent travail. Elle est liée au fait que les commentateurs de l'approche de Minsky ont, dans leur grande majorité, sous-estimé ou mal interprété un élément essentiel de son analyse des cycles, à savoir le rôle primordial joué par la dynamique des intermédiaires financiers sur la stabilité de l'activité économique. Or, loin d'être d'importance secondaire, ce domaine particulier de la recherche de Minsky constitue un élément fondamental et incontournable du schéma théorique mis en place afin de construire une théorie des cycles s'opposant, trait pour trait, à l'école des cycles réels. En effet, comme nous le verrons, seul un examen approfondi de l'analyse originale des comportements bancaires proposée par l'auteur permet de considérer l' hypothèse d'instabilité financière comme une explication cohérente des fluctuations "endogènes" et "financières" de l'activité économique.

Dans cette optique, nous développerons notre argumentation en deux grandes étapes. Dans un premier temps, nous mettrons en évidence la place particulière occupée par l'approche de Minsky au sein des théories contemporaines des fluctuations économiques (point I). Nous montrerons dans un second temps que la pertinence et l'originalité de son analyse de l'instabilité économique reposent fondamentalement sur sa théorie particulière et complexe de la monnaie endogène et de l'activité bancaire (point II).

I. La place spécifique de l'hypothèse d'instabilité financière au sein des analyses contemporaines des fluctuations économiques

Au cours des vingt dernières années, ce qu'il est convenu d'appeler la "synthèse classico-keynésienne" a vu peu à peu disparaître son statut de modèle de référence de la recherche macroéconomique. Les raisons de cet "effritement" sont bien connues : elles sont à la fois d'ordre empirique et théorique. Au niveau empirique, elles sont associées à la moindre efficacité, depuis le début des années soixante-dix, des politiques économiques fondées sur le modèle IS-LM. Au niveau théorique, elles font référence à la remise en cause du manque de fondements microéconomiques et des comportements jugés "ad hoc" du keynésianisme de la synthèse par ce qui allait devenir la Nouvelle Economie Classique. L'avènement de cette école coïncide avec celui d'une conception des fluctuations économiques fermement ancrée sur les principes de l'individualisme méthodologique et reposant sur trois idées centrales. La première concerne la nature de l'environnement décisionnel et se caractérise par la prise en compte de l'incertitude sous la forme d'un risque probabiliste ainsi que par l'adoption de l'hypothèse d'anticipations rationnelles. La deuxième a trait au rôle secondaire conféré aux facteurs financiers dans l'explication des fluctuations économiques. La troisième, enfin, renvoie à la conception "exogène" de l'instabilité économique développée par les économistes de ce courant. En effet, dans le cadre théorique utilisé par la Nouvelle Economie classique, les mécanismes concurrentiels du marché sont assez puissants pour conduire l'économie, en l'absence de toute

perturbation externe, sur une position d'équilibre dans laquelle tous les plans des agents individuels sont mutuellement compatibilisés. Toute forme d'instabilité observable doit donc être attribuée à des chocs (monétaires pour la théorie des cycles d'équilibre ou technologiques pour la théorie des cycles réels) exclusivement exogènes qui viennent troubler l'équilibre naturel du système.

Ces idées ont fait l'objet d'une critique radicale permanente de la part de la théorie post-keynésienne. L'analyse des principaux auteurs de ce courant tels que Kregel (1973) ou Davidson (1994) est d'ailleurs essentiellement fondée sur le rejet des trois principes rappelés ci-dessus. Plus précisément, ces économistes, attachés à une interprétation "radicale" ou "fondamentale" de l'œuvre de Keynes, font reposer leur approche sur deux idées centrales. En premier lieu, ils soutiennent que l'environnement probabiliste (ainsi que l'hypothèse standard d'anticipations rationnelles qui lui est rattachée) doit être écarté au profit d'un environnement beaucoup plus complexe d'incertitude "radicale" dans lequel les décisions une fois enclenchées peuvent évoluer avec une forte dose d'indétermination. En second lieu, l'origine essentiellement "réelle" des perturbations mise en relief par la théorie des cycles réels est remise en cause : la monnaie et les institutions monétaires sont ramenées au premier plan en tant que facteurs explicatifs des déséquilibres et des fluctuations macroéconomiques.

Néanmoins, la démarche de l'analyse post-keynésienne "traditionnelle", aussi intéressante qu'elle puisse être, peut apparaître stérile, en raison de deux limites importantes. D'une part, elle n'utilise pas les fondements théoriques sous-jacents à sa critique de la Nouvelle Economie Classique pour bâtir une analyse des cycles alternative à celle développée par cette école. D'autre part, elle prend insuffisamment en compte les liens entre structure financière et instabilité économique dont nous avons rappelé ci-dessus l'acuité et l'actualité.

L'un des objectifs essentiels de l'approche développée par Minsky est de remédier à ces deux limites importantes de la théorie post-keynésienne. En effet, on retrouve dans son analyse les thèmes principaux du "fondamentalisme" keynésien (rôle de l'incertitude et des comportements qu'elle engendre, instabilité dynamique des économies de marché, rôle de la monnaie et incidence des comportements de préférence pour la liquidité). Cependant, influencé par d'autres courants théoriques et d'autres auteurs (en particulier Fisher, Kalecki, et Schumpeter (3)), Minsky va développer une véritable analyse, originale et complexe, des cycles d'affaires. Celle-ci, fondée sur une conception endogène et financière des fluctuations économiques, repose sur deux principes constituant l'hypothèse d'instabilité financière.

Le premier principe est la tendance naturelle des économies de marchés à engendrer une fragilisation financière croissante du système économique. Le processus endogène de transition vers une fragilisation financière croissante se déroule schématiquement de la manière suivante. Selon Minsky, durant la phase ascendante du cycle, le recours à l'endettement permet d'accroître les profits (4). Cette profitabilité observée améliore la confiance, incite à augmenter le financement par dette, et

débouche sur une hausse de l'investissement (5). L'augmentation de la confiance affecte également de manière positive le marché des actions (6) et diminue l'incitation à détenir une forte proportion d'actifs liquides, ce qui tend à réduire la liquidité de l'économie. Par ailleurs, dans un contexte où, dans l'esprit de la majorité des individus, la probabilité de problèmes de refinancement tend à s'atténuer fortement, les agents sont incités, aussi longtemps que les taux courts sont inférieurs aux taux longs, à recourir à un financement à court terme, qui devient pour beaucoup un véritable "*mode de vie"* (7) et "*le poids du financement spéculatif ou Ponzi augmente"* (8).

Une telle situation traduit exactement, en termes minskyens une élévation du degré de "fragilité financière" de l'économie. Celui - ci est en effet déterminé par la part relative d'agents "prudents", "spéculatifs" et "Ponzi". Cette typologie désormais familière utilisée par Minsky dépend de la relation entre les revenus issus de la production et les dépenses associées à la structure financière des unités économiques. Pour faire bref, soulignons que pour les agents prudents, les cash - flows espérés dépassent les charges financières à chaque période. En ce qui concerne les agents spéculatifs, les cash - flows courants sont inférieurs aux charges financières courantes, mais le revenu courant excède néanmoins les intérêts à payer sur la dette : ces agents doivent donc continuellement reconduire leur dette afin de rembourser les principaux. Enfin, pour les unités ponzi, les cash - flows ne suffisent à payer ni les principaux ni les intérêts ; les agents engagés dans ce type de financement doivent alors accroître leur dette à chaque période. Dans ces conditions, l'économie est d'autant plus vulnérable (moins apte à absorber sans dommage d'éventuels chocs) que la proportion d'agents spéculatifs ou ponzi est importante.

Or, une économie "financièrement fragile" est un terreau fertile à l'émergence d'une instabilité macroéconomique de nature fondamentalement "endogène". Cette instabilité endogène est précisément le phénomène pris en compte par le second principe de l'hypothèse d'instabilité financière.

En particulier, lorsque la proportion d'agents spéculatifs et ponzi est importante, une hausse des taux d'intérêt apparaît, dans le schéma minskyen, comme l'élément central susceptible d'expliquer la transition endogène d'un boom à une crise, c'est - à - dire le point haut de retournement du cycle d'affaires. La raison essentielle est évidente : "*le risque d'apparition d'une crise financière augmente car la probabilité que des hausses de taux d'intérêt induisent des retournements des valeurs actualisées est d'autant plus grande que le poids du financement spéculatif et Ponzi est élevé"* (9).

Il reste alors à expliquer la nature endogène de cette transition, c'est-à-dire à fonder l'aspect endogène des variations du taux d'intérêt. Pour ce faire, il est nécessaire d'examiner plus précisément l'analyse de l'activité bancaire et du processus de création monétaire développée par Minsky.

II. Comportements bancaires et instabilité financière

L'analyse des comportements bancaires développée par Minsky repose principalement sur deux éléments. En premier lieu, et a l'instar de la plupart des auteurs post-keynésiens, il fonde explicitement sa théorie sur une approche en termes de monnaie endogène : "*si le théoricien pense que les mécanismes monétaires sont un facteur essentiel dans la détermination de l'investissement et [...donc] de la demande globale, l'offre de monnaie est déterminée de manière endogène dans le processus de financement"* (10). Celle-ci consiste à considérer, d'une part, que l'offre de monnaie n'est pas indépendante de sa demande et, d'autre part, qu'il existe une relation particulière entre banque centrale et banques commerciales. La première est en effet supposée adopter une attitude que l'on peut qualifier d'"accommodante", au sens où elle répond "passivement" aux besoins de liquidités des secondes. L'approche endogène de la monnaie met ainsi en avant les opérations "défensives" des autorités monétaires puisque, comme le souligne Moore, "*les post-keynésiens font passer les fonctions de soutien [à l'économie] des banques centrales avant leur devoir de contrôle"* (11).

En second lieu, Minsky adopte, sur la question de la détermination du taux d'intérêt, une position en apparence paradoxale. Il cherche en effet à concilier endogénéïté de la monnaie et endogénéïté du taux de l'intérêt, affirmant que "*les besoins de financement du boom d'investissement augmentent les taux d'intérêt"* (12) ou encore qu' « *une demande inélastique croissante conduira à une hausse du prix observé [i.e. le taux d'intérêt] sauf si l'offre est infiniment élastique au prix courant [...]. Pour un certain nombre de raisons - les fonds propres limités des banques, les fuites internes et vers l'étranger de réserves bancaires, et, dans la période contemporaine, les actions de la banque centrale visant à limiter l'offre de monnaie - l'offre de financement bancaire n'est pas infiniment élastique. Ceci signifie que les conditions favorables à l'investissement ne durent qu'un temps: au bout d'un certain temps, le coût du financement de l'investissement augmente au cours de son processus de production"* (13).

On comprend facilement l'importance de cette caractéristique de l'analyse minskyenne de l'activité bancaire pour la cohérence de sa théorie des cycles d'affaires. En effet, comme nous l'avons vu, seule la mise en évidence d'un taux d'intérêt endogène permet de fonder de manière pertinente le second principe de l'hypothèse d'instabilité financière : l'émergence d'une instabilité macroéconomique endogène dans les "économies financièrement sophistiquées" privilégiées par Minsky.

Les éléments centraux de l'analyse de la monnaie endogène développée par Minsky ont été, pour l'essentiel, parfaitement définis, il y a quarante ans, dans son tout premier article publié, intitulé "*Central Banking and Money Market Changes"* (14). L'auteur y développe son interprétation de l'endogénéïté de la monnaie en plaçant au centre de son approche une fonction d'offre de monnaie reflétant les interactions complexes entre la banque centrale et les banques privées sur le marché monétaire. Cet article ne semble pas avoir retenu outre mesure l'attention des autres auteurs post-

keynésiens travaillant sur la monnaie endogène (15). Pourtant, une lecture attentive de cette contribution permet de définir avec davantage de précision les contours de l'analyse complexe de la monnaie endogène développée par l'auteur. Celle-ci, sur la base de l'article de 1957 précité, contient deux éléments essentiels :

- d'une part, une analyse mettant en évidence les effets, sur la détermination du taux d'intérêt, du comportement "entrepreneurial" et "innovateur" des banques commerciales sur le marché monétaire (point II.1);

- d'autre part, une explication de la relation unissant, chez Minsky, innovation financière, liquidité bancaire et taux d'intérêt endogène (Point II.2).

II.1. Banques commerciales "actives" et rejet de l'exogénéïté complète du taux d'intérêt

Dans "*Central Banking and Money Market Changes"*, Minsky met en évidence le rôle central des comportements des banques commerciales sur le marché monétaire en raisonnant tout d'abord sous l'hypothèse d'une banque centrale menant une politique monétaire restrictive (16). Selon lui, en effet, si une expansion économique engendre des craintes inflationnistes, les autorités monétaires peuvent être amenées à appliquer ce type de politique, susceptible d'entraîner des hausses de taux d'intérêt qui traduisent, durant ces périodes d'essor de l'activité, "*une demande vigoureuse de financement relativement à l'offre disponible"* (17). Minsky envisage alors deux cas de figures : le premier consiste à raisonner sur un environnement institutionnel stable. Dans ce cas, Minsky reconnaît qu' "*une politique monétaire restrictive est efficace et le taux d'intérêt augmente de telle sorte que la demande de financement soit limitée par l'offre essentiellement inélastique [...]. Ceci peut être représenté par une courbe croissante traduisant la relation entre vitesse [de circulation de la monnaie] et taux d'intérêt"* (18).

Cette hypothèse de stabilité institutionnelle n'est cependant pas celle que va privilégier l'auteur, eu égard aux évolutions importantes apparaissant sur le marché monétaire au début des années cinquante, caractérisées en particulier, par le développement et l'essor importants du marché des fonds fédéraux ("*federal funds"*) et des contrats de rémérés ("*repurchase agreements"*). Ces évolutions traduisent, selon Minsky, l'existence d'une "instabilité institutionnelle" dont le moteur essentiel est le comportement maximisateur et innovateur adopté par les banques commerciales.

Reprenant et complétant l'analyse de Schumpeter (1951) (19) sur la question, Minsky souligne que la recherche d'un pouvoir de marché est un déterminant fondamental de l'innovation : les banques sont considérées comme des firmes entrepreneuriales qui innovent pour améliorer leur profitabilité. L'idée retenue ici est qu'à mesure que les institutions financières innovent, le système financier évolue, en imaginant de nouvelles façons de financer le comportement maximisateur des autres institutions. Par conséquent, les innovateurs qui développent de nouveaux instruments financiers, de nouvelles pratiques financières et de nouvelles institutions financières, sont récompensés sous forme

de rentes de monopole qui ne disparaissent qu'avec la propagation des innovations. Plus précisément, le mécanisme étudié par l'auteur en 1957 se déroule de la manière suivante. Les hausses de taux d'intérêt vont agir comme un signal pour les opérateurs privés du marché monétaire, qui interprètent ces augmentations comme de nouvelles opportunités de profit. En particulier, dans le cas des banques commerciales, la hausse des taux d'intérêt induit, pour les établissements disposant de réserves excédentaires, une hausse du coût d'opportunité de ces encaisses oisives. Il est donc dans leur intérêt de prêter ces réserves sur le marché des fonds fédéraux. De même, les banques ayant des réserves déficitaires, peuvent profiter de l'écart existant entre le taux d'intérêt sur les fonds fédéraux et le taux de réescompte; le premier, observe Minsky, "*n'étant jamais supérieur au second"* (20). Pour des raisons identiques, les institutions financières non bancaires telles que les maisons de titres publics ("*government bond houses"*) sont incitées à emprunter par l'intermédiaire de contrats de réméré auprès des sociétés non financières. Cette opération est d'autant plus facilitée qu'en période de taux d'intérêt élevés, ces dernières se détournent des dépôts à vue non rémunérés et vont donc chercher à placer leurs fonds en actifs liquides plus rémunérateurs (21).

En résumé, la hausse des taux d'intérêt crée un environnement favorable à l'émergence et au développement d'innovations institutionnelles. Or, ces innovations ont une implication importante : elles augmentent la vitesse de circulation de la monnaie et, par là même, la quantité de monnaie offerte aux emprunteurs potentiels.

Deux raisons essentielles expliquent cette relation fondamentale qui émerge entre accroissement de la vitesse de circulation et accroissement de la quantité de monnaie. En premier lieu, il est clair que le recours accru des banques au marché des fonds fédéraux permet, pour un montant donné de monnaie centrale, d'accroître le volume des dépôts à vue : "*un volume donné de réserves permet dorénavant de créer davantage de dépôts"* (22). En second lieu, le processus d'innovation décrit implique désormais que pour un volume donné de dépôts à vue, les banques augmentent le montant des prêts accordés aux entreprises (23). L'actif des banques commerciales subit en effet deux modifications importantes : 1) une diminution de la proportion investie en titres publics à court terme, tels que les bons du trésor, en raison de la part croissante de ces titres détenue, suite à la hausse des taux, par les entreprises non financières; et 2) la diminution des prêts accordés aux maisons de titres publics qui se financent de plus en plus, comme nous l'avons vu, auprès de ces entreprises non financières par le biais des *repurchase agreements*. On comprend alors pourquoi Minsky assimile avec raison ces différentes modifications des bilans bancaires engendrées par le processus d'innovation à un "*accroissement des réserves bancaires*" (24) et pourquoi vitesse de circulation et quantité de monnaie varient conjointement au cours de la phase d'expansion de l'activité économique.

Ces différentes évolutions sur le marché monétaire conduisent donc à créer une instabilité institutionnelle qui se traduit concrètement par un mouvement vers la droite de la relation reliant le

taux d'intérêt et la vitesse de circulation de la monnaie. On débouche finalement sur une courbe d'offre de monnaie en escaliers et croissante similaire à celle représentée dans la figure 1.

Les portions croissantes de la courbe représentent l'effet sur le taux d'intérêt d'une politique monétaire restrictive, dans un environnement institutionnel stable. Cependant, ce mouvement ne dure pas indéfiniment : les hausses de taux d'intérêt (de r_0 à r_1) engendrent des opportunités de profit, des innovations sur le marché monétaire, et donc une instabilité institutionnelle reflétée par le mouvement de la courbe de I vers II. Il apparaît de cette manière un palier horizontal (a - b) caractérisant la période durant laquelle l'innovation institutionnelle se propage.

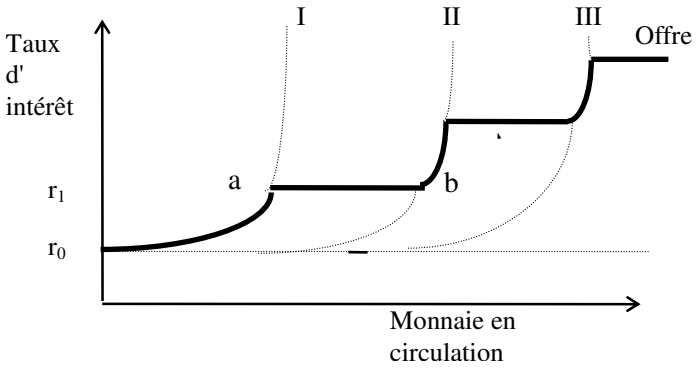

Fig.1 La conception "minskyenne"

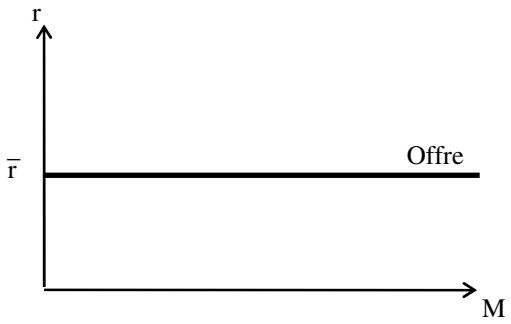

Fig.2 La conception "horizontaliste"

Durant cette période, les effets de la politique monétaire restrictive sur le taux d'intérêt sont complètement contrecarrés tandis que la vitesse de circulation et l'offre de monnaie apparaissent comme infiniment élastiques. Comme le souligne Minsky, dans un tel contexte, l'efficacité d'une politique monétaire de contrôle des agrégats monétaires est très faible et, pour réagir à des craintes inflationnistes, la banque centrale n'a d'autre solution que d'agir directement sur la liquidité bancaire. Elle va donc essayer de diminuer suffisamment les réserves afin de compenser l'augmentation de la vitesse de circulation. Cette réaction de la banque centrale aux comportements maximisateurs et innovateurs des banques commerciales a pour effet d'orienter de nouveau à la hausse le taux d'intérêt. et, par conséquent de recréer, à terme, l'ensemble du processus décrit ci-dessus, d'où la succession au cours du temps de portions croissantes et de paliers horizontaux représentés dans la figure 1.

Il est intéressant de souligner ici que la mise en évidence d'une courbe d'offre de monnaie possédant les caractéristiques examinées ci-dessus permet de mieux saisir l'originalité et la complexité du raisonnement de Minsky au sein même de la théorie post-keynésienne. Rappelons à ce titre que le débat sur l'endogénéïté de l'offre de monnaie est essentiel car il constitue le point focal des critiques post-keynésiennes à la synthèse classico-keynésienne. Pour les post-keynésiens, en effet, l'hypothèse adoptée par la synthèse selon laquelle la banque centrale est en mesure de déterminer la quantité de

monnaie disponible dans l'économie doit être écartée . Une grande partie de ces auteurs travaillant sur la question de l'endogénéïté de la monnaie (Kaldor (1982), Moore (1988)) en conclut que cela revient purement et simplement à substituer à la courbe d'offre de monnaie verticale de la synthèse une courbe horizontale, représentée dans la figure 2. Cette vision, qualifiée d'"horizontaliste" (par opposition au "verticalisme" de la synthèse (25)), traduit la volonté de ces auteurs de mettre l'accent sur la capacité des autorités monétaires à contrôler le taux d'intérêt (à court terme) mais en aucune façon la quantité de monnaie disponible. Dans l'"économie monétaire de production" post-keynésienne, cette quantité de monnaie est en effet déterminée en grande partie par la demande de crédit des entrepreneurs et donc par les anticipations de ceux-ci relatives à la demande effective. En d'autres termes, ce sont les "esprits animaux" des entrepreneurs qui jouent le rôle-clé dans la dynamique monétaire. L'approche "horizontaliste" adopte sur ce point une position radicale puisque son raisonnement conduit à affirmer que toute hausse de la demande de monnaie augmentera la quantité de monnaie d'équilibre, mais sera sans effet sur le taux d'intérêt. L'offre de monnaie est endogène et s'adapte complètement et « passivement » à la demande de monnaie. En revanche, les taux d'intérêt sont déterminés de manière exogène par la banque centrale. En définitive, on peut caractériser l' "horizontalisme" post-keynésien comme une approche en termes de "monnaie endogène et taux d'intérêt exogène".

L'originalité de l'analyse de Minsky par rapport à cette conception horizontaliste apparaît clairement : la courbe d'offre de monnaie croissante et en escalier découlant de sa théorie contraste nettement avec la courbe horizontale du graphique précédent. Cette différence graphique reflète une divergence très sensible dans l'interprétation de la relation banque centrale - banques de second rang dans les deux approches. Chez Minsky, les comportements des banques commerciales en réaction aux opportunités de profit et à la politique menée par la banque centrale ne permettent pas à cette dernière de fixer le taux d'intérêt au niveau qu'elle juge désirable. L'évolution de ce taux dépend en effet fortement de la succession de phases de stabilité et d'instabilité institutionnelle induite par les comportements "actifs" des banques commerciales. La conception horizontaliste de l'offre de monnaie est donc rejetée dans le schéma minskyen et il est possible de mettre en évidence un taux d'intérêt qui ne soit pas totalement "exogène" au sein d'une approche endogène de la monnaie. Ce taux d'intérêt apparaît également "procyclique" : les hausses de taux d'intérêt reflètent simplement, dans l'hypothèse retenue ici, le processus dynamique qui s'instaure entre les innovations des banques commerciales et les réactions sous forme de politique monétaire restrictive de la banque centrale au cours de la phase d'expansion de l'activité économique.

Néanmoins, si nous nous arrêtons à cette étape, nous n'aurons accompli que la moitié du chemin de notre démonstration. En effet, dans le cas de figure retenu dans le développement précédent, la détermination du taux d'intérêt continue à contenir une part d' "exogénéïté" dans la mesure où les

hausses de taux d'intérêt (les portions croissantes de la courbe) résultent de la politique monétaire restrictive menée par la banque centrale. L' "endogénéïté" complète du taux d'intérêt, susceptible d'engendrer une instabilité véritablement "endogène" du système économique, nécessite d'introduire des éléments nouveaux dans l'analyse. Or, comme nous allons le voir, ceux-ci se retrouvent également dans les travaux de Minsky.

II.2. Liquidité, structure d'endettement et taux d'intérêt endogène.

L'objet de ce paragraphe est de montrer que l'analyse de Minsky contient une explication complètement endogène des variations du taux d'intérêt au cours du cycle économique. Cette explication repose essentiellement sur trois idées présentes dès l'article pionnier de 1957 : une tendance "rationnelle" vers une illiquidité croissante de l'économie, une généralisation de la préférence pour la liquidité et une mise en relief du rôle de la structure d'endettement.

a) *Une tendance "rationnelle" vers l'illiquidité croissante*

L'idée principale qui sous-tend l'argumentation de l'auteur est que les innovations institutionnelles induites par les comportements maximisateurs des banques commerciales ne se traduisent pas simplement par un accroissement de la vitesse de circulation de la monnaie et de la quantité de financement offerte. En effet, le processus d'innovation institutionnelle exerce également une influence négative sur la liquidité de l'économie. En d'autres termes, le processus d'innovation décrit précédemment est susceptible de conduire à une situation économique dans laquelle se produisent simultanément une augmentation de la monnaie en circulation et une montée de l'illiquidité. Comme l'écrit Minsky, "*le revers de la médaille à la hausse de la vitesse est que toute innovation institutionnelle qui crée soit de nouvelles manières de financer l'activité soit de nouveaux substituts aux actifs liquides, réduit la liquidité de l'économie"* (26). Une telle évolution est due principalement à la forme particulière de rationalité adoptée par le banquier minskyen dans l'environnement d'incertitude radicale entourant ses décisions économiques. Cette rationalité repose à la fois sur des variables "objectives" et sur des éléments déterminés de manière conventionnelle ou "subjective". En effet, comme le souligne Minsky, "*une augmentation des débiteurs pour qui il devient difficile voire impossible de remplir leurs engagements financiers incitera les banquiers à accroître leur scepticisme vis à vis des nouvelles demandes de prêts, [...] et à diminuer l'offre de financement bancaire"* (27). A cet aspect objectif de la formation des anticipations des banquiers vient se greffer une composante subjective. Elle implique que les résultats réalisés (par exemple au niveau des remboursement des prêts) peuvent modifier les décisions bancaires en matière d'octroi de crédits, indépendamment de leur adéquation aux anticipations des banques. Cela signifie en particulier que même si les réalisations effectives viennent simplement confirmer les anticipations des banques, il est probable que ces dernières, encouragées par une confiance accrue dans leur processus

de formation des prévisions, modifieront à la hausse le montant des prêts octroyés. De manière analogue, cela signifie que plus la période durant laquelle le ratio dettes / fonds propres de l'économie se maintient à un certain niveau sans provoquer de crise financière est longue, plus il est probable que les banques réviseront à la hausse le degré maximum d'endettement (de leur propre bilan et de leurs emprunteurs potentiels) qu'elles jugent prudent d'accepter (28). En définitive, dans le schéma théorique mis en place par Minsky, les banques contribuent de manière "rationnelle" à accroître l'illiquidité de l'économie. Dans ce contexte, la diminution de la liquidité de l'économie mise en relief se caractérise tout d'abord par la dégradation de la structure financière des prêteurs et des emprunteurs, incarnée par "*la hausse du ratio dette / valeur nette"* (29). La recherche de profit par les différents agents (financiers ou non) implique que cette illiquidité accrue revêt également d'autres formes. Elle traduit, d'une part, le remplacement, dans les portefeuilles des banques commerciales, des titres publics (bons du trésor) par de la dette privée. Elle reflète, d'autre part, dans les portefeuilles des entreprises, la substitution des dépôts à vue par des titres publics puis des titres publics par les dettes des maisons de titres (via les *repurchase agreements*).

Cette évolution des usages et des pratiques en matière financière va conduire les banques à modifier de manière complètement endogène les taux d'intérêt en raison de l'apparition de deux types de phénomènes : une généralisation de la préférence pour la liquidité d'une part et une dégradation de la structure d'endettement de l'économie d'autre part.

b) Généralisation de la préférence pour la liquidité.

Une première conséquence importante du risque d'illiquidité croissant auquel est soumise l'économie au cours du processus d'innovation institutionnelle est, selon Minsky, que la préférence pour la liquidité augmente : "*les agents désirent être plus liquides. Ils vont de plus en plus chercher à utiliser l'épargne pour liquider leurs dettes et donc pour restaurer leur ratio valeur nette / dette"* (30).

Afin de comprendre les effets de cette hausse de la préférence pour la liquidité, il est nécessaire de bien la distinguer d'une augmentation de la demande de monnaie. La distinction effectuée par Wray (31) est, à ce titre, très utile. Selon cet auteur, pour la plupart des agents, une hausse de la préférence pour la liquidité (un désir d'échanger des actifs illiquides contre des actifs plus liquides) constitue pratiquement l'attitude inverse d'une hausse de la demande de monnaie (entendue dans le sens d'une demande de financement accrue lorsque les dépenses prévues augmentent) (32). Si on applique ce raisonnement à l'analyse minskyenne de l'activité bancaire, on peut comprendre pourquoi une hausse de la préférence pour la liquidité n'a pas le même effet sur le taux d'intérêt qu'une augmentation de la demande de monnaie. En effet, comme nous l'avons vu dans le paragraphe précédent, les banques, sont non seulement désireuses (en raison des opportunités de profit) mais

capables (grâce au recours croissant au *liability management*), de répondre (33) à une demande de monnaie croissante de la part des emprunteurs. En revanche, il est peu probable que les banques acceptent d'augmenter aussi facilement leur offre de monnaie dans un contexte de préférence pour la liquidité croissante. En effet, chez Minsky, (34) comme chez beaucoup d'autres auteurs post-keynésiens (35), cette hausse de la préférence pour la liquidité est associée à une baisse des anticipations de profit. Un tel environnement prévisionnel n'incite évidemment pas les banques commerciales à chercher à développer leurs bilans ni à accroître leur offre de financement. Au contraire, il apparaît une situation de "généralisation de la préférence pour la liquidité" caractérisant le fait que les seuls ménages (et entrepreneurs) ne sont pas concernés mais également les banques. Certes, on peut penser que les emprunteurs partagent les mêmes anticipations que les banques, et, partant, diminueront leur demande de monnaie. Cependant, comme le souligne Minsky, il ne faut pas négliger l'existence d'une "*demande inélastique de financement"* (36) due notamment à l'existence de projets d'investissement dont la période de gestation est très longue et qui nécessitent une reconduction continuelle de leur dette afin de rembourser les principaux (37).

La confrontation d'une offre de monnaie qui tend à se réduire sous l'effet de la hausse de la préférence pour la liquidité des banques et d'une demande de monnaie qui tend à devenir de plus en plus inélastique au cours de la phase ascendante du cycle d'affaires apparaît par conséquent comme le premier élément explicatif de la variation endogène du taux d'intérêt dans l'analyse de Minsky.

c) Structure d'endettement et conditions de financement

Indépendamment de toute variation de la préférence pour la liquidité, un second élément, la structure d'endettement de l'économie, joue également un rôle central dans la détermination du taux d'intérêt. En effet, comme le souligne Minsky dès 1957, l'augmentation des ratios d'endettement, "*tel que le ratio dette / valeur nette"* (38), est susceptible d'exercer une pression à la hausse sur les conditions de financement accordées aux agents emprunteurs. Pour cerner le phénomène, il est nécessaire de tenir compte non seulement de l'évolution de la structure financière des emprunteurs mais également de l'évolution des bilans des prêteurs.

Dans l'analyse de Minsky, l'évolution de la structure financière des emprunteurs a pour conséquence d'influer sur deux types de risques : le "risque du prêteur" et le "risque de l'emprunteur".

Comme le note l'auteur (39), le risque du prêteur, renvoie clairement à la définition qu'en donne Keynes dans le chapitre 11 de la *Théorie Générale* (40). Cependant, alors que chez Keynes cette notion de risque est davantage liée à la décision d'investissement et aux anticipations incertaines à long terme, l'analyse de Minsky prend explicitement en compte les différents types de financement (41). Selon l'auteur, en effet, au delà du montant qui peut être autofinancé, tout niveau d'investissement implique de l'endettement. Le risque de défaut de la firme s'accroît alors avec

l'investissement, ce que les banques répercutent dans les charges financières. Cette "augmentation du risque du prêteur" se caractérise par une hausse des taux d'intérêt : "*à mesure que l'endettement augmente et que la confiance dans les cash-flows futurs diminue, une partie des risques encourus par les prêteurs se traduit par des hausses observables des taux d'intérêt"* (42) mais également par des prêts à échéances plus courtes, une réduction du montant des prêts ou des restrictions sur les paiements de dividendes (43).

Si le risque du prêteur a un caractère observable ("*il apparaît concrètement sur les contrats de prêts"* (44)), Minsky souligne que le lien entre structure financière et conditions de financement revêt également un aspect plus subjectif, appréhendé à travers la notion de "risque de l'emprunteur". Ici encore, l'auteur reconnaît sa dette à l'égard de Keynes, pour qui "*le risque de l'entrepreneur ou emprunteur, naît des doutes qu'il conçoit lui-même quant à la probabilité d'obtenir effectivement le rendement futur qu'il espère. Lorsqu'on expose son propre argent, c'est le seul risque qui intervient"* (45). Cependant, la référence au "principe du risque croissant" mis en relief par Kalecki (46) semble encore plus nette (47). En effet, dans l'approche de Minsky, le risque de l'emprunteur traduit le fait qu'au-delà du montant qui peut être autofinancé, l'investissement implique des charges financières certaines alors que les cash-flows de la production sont eux irrémédiablement incertains. Par conséquent, "*le risque de l'emprunteur augmente avec le poids du financement externe et la diminution de la liquidité*" (48). Or, puisque les prêts bancaires sont, dans une large mesure, accordés sur la base des anticipations de profits des emprunteurs, le risque bancaire s'accroît conjointement au risque de l'emprunteur. Il est donc probable qu'une augmentation de ce type de risque conduise, de la même manière qu'une élévation du risque du prêteur, à une hausse endogène du taux d'intérêt sur les prêts bancaires.

La relation étudiée ci-dessus entre structure financière des emprunteurs et conditions de financement est un élément essentiel dans l'explication minskyenne de l'endogénéïté du taux d'intérêt. C'est également le plus connu, car cette relation est le pilier central de la "théorie financière de l'investissement" de l'auteur (49). Néanmoins, un second aspect, beaucoup moins familier, de son analyse, mérite d'être pris en considération. Il s'agit de l'effet de l'évolution de la structure bilantielle des banques sur le niveau des taux d'intérêt.

Ici encore, nous pouvons nous référer à l'article de 1957, dans lequel Minsky montre que même si "les crédits font les dépôts", de sorte que le montant de prêts nouveaux octroyés soit égalé par le montant des nouveaux dépôts, cette expansion des bilans réduit la liquidité des banques. En effet, comme nous l'avons souligné, la concurrence à laquelle se livrent ces dernières les conduit à s'engager dans des opérations à fort levier d'endettement de leurs fonds propres, de leurs réserves et de leurs actifs "sûrs" (tels que les titres publics). L'explication la plus claire d'un tel processus de fragilisation des bilans bancaires nous est donnée par Minsky dans le chapitre consacré à l'activité

bancaire développé dans *Stabilizing an Unstable Economy* (50). L'auteur montre en effet de manière très simple que le comportement de recherche de profit adopté par les banques les conduit à réduire délibérément leur ratio capital / actifs au cours du processus d'expansion de leurs bilans. En effet, Minsky met l'accent sur le fait qu'une réduction même minime de ce ratio est susceptible de conduire à des augmentations importantes du taux de profit ainsi qu'à une croissance rapide du bilan de la banque. Dans ces conditions, Minsky souligne que durant une période d'expansion, les banques seront incitées à s'engager dans des opérations financières à fort levier d'endettement (51). Inversement, durant une phase de ralentissement de l'activité, les banques chercheront à accroître leurs ratios capital / actifs afin de protéger la valeur du stock de capital de leurs actionnaires contre d'éventuelles pertes sur les prêts octroyés. Ainsi, dans le schéma minskyen, loin de demeurer constants au cours du cycle d'affaires, les ratios capital / actifs des banques commerciales ont tendance, sur la base de la concurrence à laquelle se livrent ces intermédiaires financiers, à évoluer de manière contra-cyclique. Les implications engendrées par une telle évolution des bilans bancaires sont principalement de deux ordres.

D'une part, les banques financièrement fragilisées par des leviers d'endettement très élevés peuvent se retrouver confrontées à des coûts de refinancement de plus en plus onéreux, en raison notamment de la "surveillance collégiale" exercée par les banques et les autres institutions du marché monétaire. Dans ces conditions, il est probable que, face à ces coûts croissants d'emprunts sur le marché monétaire, les banques seront incitées à répercuter cette hausse sur leurs taux débiteurs, contribuant ainsi à accroître, de manière endogène les taux d'intérêt sur les prêts bancaires.

D'autre part, la hausse des leviers d'endettement des banques commerciales est également à l'origine d'un second type de pression à la hausse s'exerçant sur les taux des prêts bancaires. La raison, relevée par Minsky dès 1957, en est que "*les probabilités d'insolvabilité et d'illiquidité [des banques commerciales] augmentent simultanément"* (52), ce qui les incite à requérir des taux d'intérêt plus élevés destinés à compenser le risque croissant associé à l'expansion de leurs bilans. Minsky nous propose ainsi en quelque sorte une vision élargie du risque du prêteur, puisque, dans le cas présent, ce dernier ne renvoie plus simplement à la structure financière de l'emprunteur mais également à celle de la banque elle-même.

Ainsi, une fois de plus, Minsky marque sa spécificité au sein de la théorie post-keynésienne. En effet, dans l'approche horizontaliste, les banques commerciales sont extraordinairement "passives", aussi bien sur le marché monétaire, où le taux d'intérêt est fixé de manière exogène par la banque centrale, que sur le marché du crédit où elles répondent "mécaniquement" aux demandes de prêts formulées par les emprunteurs. En d'autres termes, les banques commerciales n'ont, dans cette approche, aucune influence significative sur les prix et sur les quantités au sein des marchés sur lesquelles elles interviennent. Au contraire, chez Minsky, les banques commerciales retrouvent un

véritable rôle "actif" dans la détermination des prix et des quantités sur le marché monétaire, mais aussi, on vient de le voir, sur le marché du crédit. Ce résultat est très important. Il implique qu'endogénéïté de la monnaie ne rime pas forcément avec "passivité" des banques commerciales. Il est alors possible (et nécessaire) de développer une analyse des cycles d'affaires centrée sur ce type d'agents : c'est exactement dans cette voie que Minsky, il y a quarante ans, avait engagé ses premiers travaux relatifs à l'analyse des comportement bancaires...

Conclusion

La théorie de l'activité bancaire et de la monnaie endogène développée par Minsky apparaît porteuse de deux enseignement essentiels.

Il apparaît en premier lieu que les développements de l'auteur relatifs à la théorie de l'intermédiation financière sont riches de potentialités dans la perspective d'un renouvellement des analyses keynésiennes contemporaines des comportements bancaires. Comme nous l'avons souligné, ces développements permettent à Minsky de se démarquer très sensiblement de la position "horizontaliste" largement répandue au sein de la théorie post-keynésienne de la monnaie endogène et, partant, de replacer les banques au centre du discours économique. L'explication essentielle en est que son analyse de l'activité bancaire est le fruit d'influences théoriques multiples. En particulier sa capacité à intégrer dans un tout cohérent les apports d'auteurs anciens aussi différents que Keynes, Schumpeter, ou Kalecki lui permet de ramener au premier plan un certain nombre de concepts souvent absents des analyses keynésiennes récentes de l'activité bancaire (53) : l'innovation, l'incertitude fondamentale, le "risque croissant", la structure financière des banques et leur préférence pour la liquidité...

Le second enseignement nous semble encore plus fondamental. Il concerne en effet la validité théorique du schéma d'ensemble de l'analyse des cycles de Minsky. L'examen approfondi de l'approche minskyenne de la monnaie endogène nous a permis de souligner l'importance revêtue par les comportements bancaires au sein de la théorie de l'instabilité économique de l'auteur. Leur prise en compte permet en effet de poser les fondements d'une approche des fluctuations économiques tout à fait originale aussi bien au sein des théories contemporaines des cycles d'affaires qu'au sein même de la macroéconomie keynésienne. Cette approche s'articule autour d'une dynamique des relations de financement dans laquelle les comportements maximisateurs et innovateurs adoptés "rationnellement" par les banques sont susceptibles de conduire de manière « endogène » non seulement à une modification de l'offre de financement (en termes de prix et de quantités) mais également à l'instabilité financière. L'analyse des comportements bancaires, élément trop souvent négligé par les commentateurs de l'approche de Minsky, apparaît ainsi comme l'élément central de l'hypothèse

d'instabilité financière. Sa mise en relief renforce considérablement la démarche théorique de l'auteur. Elle permet en effet de répondre dans une large mesure à l'objectif inlassablement poursuivi par Minsky : construire une théorie des cycles d'affaires fondée sur une conception endogène et financière des fluctuations économiques et, surtout, capable de retranscrire plus fidèlement que la synthèse classico-keynésienne et la Nouvelle Economie Classique les évolutions récentes des économies "financièrement sophistiquées".

Bibliographie

COOLEY T. et HANSEN G., "The inflation tax in a real business cycle model", *American Economic Review*, 79 (4), Septembre 1989, p. 733 -748.

DAVIDSON P., *Post Keynesian Macrotheory*, Edward Elgar, Aldershot, 1994.

HENIN P.Y., "Une macroéconomie sans monnaie pour les années quatre-vingt-dix ?, *Revue d'Economie Politique*, n° 4, 1989, p. 531 - 596.

KALDOR N., *The Scourge of Monetarism*, Oxford University Press, Londres, 1982.

KALECKI M., "The principle of increasing risk", *Economica*, 4, Novembre 1937, p. 440-447.

KEYNES J.M., *Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie*, Mac Millan, Londres, 1936, Traduction française : ed. Payot, Paris, 1979.

KING R. et PLOSSER G., "Money, credit and prices in a real business cycle model", *American Economic Review*, 74 (3), Juin 1984, p. 363 - 380.

KREGEL J.A., *The Reconstruction of Political Economy : an Introduction to Post Keynesian Theory*, Mac Millan, Londres, 1973.

LAVOIE M., "Credit and money : the dynamic circuit, overdraft economics, and Post-Keynesian economics", dans M. Jarsulic (ed), *Money and Macro Policy*, Kluwernijhoff Publishing, 1985, p.63-83.

MINSKY H.P., "Central banking and money market changes", *Quarterly Journal of Economics*, Mai 1957, p. 171-187.

MINSKY H.P., *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, New-York, 1975.

MINSKY H. P., "A theory of systemic fragility", dans E.I. Altman et A.W. Sametz (eds), *Financial Crisis : Institutions and Markets in a Fragile Environment*, John Wiley and sons, New York, 1977, p. 138-152.

MINSKY H.P., *Can "It" Happen Again ?*, M.E. Sharpe, Armonk, New-York, 1982.

MINSKY H.P., "La structure financière : endettement et crédit", dans A. BARRERE (sous la direction de), *Keynes aujourd'hui - Théories et politiques*, Economica, Paris, 1985.

MINSKY H.P., *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University press, New Haven, 1986.

MINSKY H.P., "The endogeneity of money" dans E. Nell et W. Semmler (eds), *Nicholas Kaldor and Mainstream Economics : Growth, Distribution and Cycles*, Mac Millan, 1991, p. 207-220.

MOORE B., "Monetary factors", dans A. Eichner (ed), *A Guide to Post Keynesian Economics*, M.E. Sharpe, 1979.

MOORE B., *Horizontalists and Verticalists : the Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge university Press, Cambridge, 1988.

ROUSSEAS S., *Post-Keynesian Monetary Economics*, M.E. Sharpe, Armonk, New-York, 1986.

SCHUMPETER J.A., "The creative response in economic history", dans R. Clemence (ed*), Essays on Economic Topics of J.A. Schumpeter*, Kennikat Press, 1951, p. 216-226.

STADLER G., "Real business cycles", *Journal of Economic Literature*, Décembre 1994, p. 1750-1783.

WILLIAMSON S., "Financial intermediation, business failure and real business cycles", *Journal of Political Economy*, 95 (6), Décembre 1987, p. 1196 - 1216.

WRAY L.R., "Profit expectations and the investment saving relation", *Journal of Post Keynesian Economics*, n°11, 1988, p.131-147.

WRAY L.R., *Money and Credit in Capitalist Economies : the Endogenous Money Approach*, Edward Elgar, Aldershot, 1990.

WRAY L. R., "Commercial banks, the central bank, and endogenous money", *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring 1992, 14, 3, p. 297-310.

Notes

(1) C'est le cas en particulier des contributions de R. King et G. Plosser (1984), S. Williamson (1987) et T. Cooley et G. Hansen (1989). Pour une analyse plus approfondie de la question, on pourra se réferer à l'article de P.Y. Hénin (1989).
(2) Cf. G. Stadler (1994).
(3) Minsky (1975, chapitre 6) est l'un des premiers auteurs à avoir exhumé le texte d'I. Fisher (1933) sur la théorie de la *debt-deflation* et n'a cessé depuis lors d'y faire référence en l'actualisant (Cf. en particulier, Minsky, 1986, chapitre 8). Les références aux approches de Kalecki et de Schumpeter seront examinées un peu plus loin dans le présent article.
(4) Nous examinerons plus précisément dans la section suivante l'impact important des hausses du levier d'endettement sur les profits bancaires.
(5) H. P. Minsky, 1977, p. 143.
(6) H. P. Minsky, 1975, p. 24.
(7) Selon l'expression employée par Minsky, 1977, p. 146.
(8) H. P. Minsky, 1982, p. 29.
(9) H. P. Minsky, 1982, p. 26.
(10) H. P. Minsky, 1991, p. 209.
(11) B. Moore, 1979, p. 126.
(12) H. P. Minsky, 1982, p. 124.
(13) H. P. Minsky, 1986, p. 195. On retrouve la même affirmation p. 196, 214, 227 et 239 du même ouvrage ainsi que dans Minsky, 1982, p. 107.
(14) A la suite de ce premier article centré explicitement sur les comportements bancaires, Minsky n'a pas cherché, dans ses travaux ultérieurs (sauf Minsky (1986)), à approfondir de manière aussi spécifique cet aspect particulier de son approche. Une explication plausible est, comme nous le verrons dans la suite du présent travail, que les banques "minskyennes" sont amenées à adopter des comportements présentant de fortes analogies avec les agents non financiers de l'économie. Par conséquent, dans une bonne partie des travaux de l'auteur, les banques (et les intermédiaires financiers) ne font pas l'objet d'une analyse distincte.
(15) A l'exception notable de S. Rousseas, 1986, et de L. R. Wray, 1990, aucune des contributions post-keynésiennes récentes à l'approche de la monnaie endogène n'a spécifiquement cité cette contribution de Minsky de 1957. En particulier, M. Lavoie, 1985 et B. Moore, 1988, citent les travaux de Kaldor et du Radcliffe Committee, mais ignorent totalement l'article de Minsky.
(16) H. P. Minsky, 1957, p. 171-173. Cette hypothèse sera levée dans le paragraphe suivant afin de renforcer l'aspect "endogène" de la détermination du taux d'intérêt.
(17) Idem, p. 163.
(18) Ibid., p. 172.
(19) La référence à Schumpeter, avec qui Minsky débuta sa thèse de doctorat, n'est pas explicite dans l'article de 1957. Néanmoins, dans ses travaux ultérieurs, Minsky soulignera à maintes reprises l'influence de l'approche de Schumpeter sur sa propre analyse des comportements bancaires (Cf. par exemple, Minsky, 1986, p.346).
(20) H. P. Minsky, 1957, p. 164.
(21) Comme le souligne Minsky, à la mi-56, les fonds des sociétés non financières sont devenus la source majeure de financement des maisons de titres publics.
(22) H. P. Minsky, 1957, p. 171
(23) Idem
(24) Ibid., p. 170.
(25) Cf. B. Moore, 1988.
(26) H. P. Minsky, 1957, p. 173.
(27) H. P. Minsky, 1986, p. 118.
(28) On peut y voir là un argument supplémentaire à l'existence d'une courbe d'offre de monnaie en escaliers et croissante dans l'analyse de Minsky. En effet, les segments horizontaux de la courbe peuvent alors s'interpréter comme traduisant les périodes durant lesquelles les banques révisent à la

hausse les ratios d'endettement qu'elles jugent acceptables et n'hésitent pas à recourir au *liability management* pour répondre aux demandes de fonds des emprunteurs. Dés que le "seuil" du ratio d'endettement acceptable est atteint, les banques peuvent décider de pratiquer un rationnement quantitatif du crédit ou bien d'augmenter le taux d'intérêt, ce qui explique les portions croissantes de la courbe.

(29) H. P. Minsky, 1957, p. 174.

(30) Ibid

(31) L. R. Wray, 1992.

(32) Une autre manière d'interpréter ceci est de remarquer que la distinction effectuée ici recouvre la distinction usuelle entre demande d'encaisses actives (dont le "motif de finance") et demandes d'encaisses oisives (exprimant les comportements de préférence pour la liquidité), la première étant confrontée à une offre de monnaie endogène, la seconde à une offre de monnaie exogène.

(33) Jusqu'à un certain point : cf. le paragraphe suivant.

(34) Cf. par exemple, Minsky, 1975, p. 76 et 123.

(35) L. R. Wray, 1988 et 1990.

(36) H. P. Minsky, 1986, p. 195.

(37) Par conséquent, la demande de monnaie sera d'autant moins élastique que l'économie est "financièrement fragile", c'est à dire, en termes minskyens, qu'elle comprend une proportion plus importante d'agents "spéculatifs", voire "Ponzi".

(38) H. P. Minsky, 1957, p. 174.

(39) H. P. Minsky, 1975, p. 106 et 1986, p. 190.

(40) J. M. Keynes, 1936 (1979), p. 157.

(41) Il faut y voir certainement là la prise en compte par Minsky des recherches que Kalecki consacra au "principe du risque croissant" (M. Kalecki, 1937). Cette influence kaleckienne apparaît encore plus nettement ci-dessous à travers la notion de "risque de l'emprunteur".

(42) H. P. Minsky, 1986, p. 193.

(43) Idem.

(44) H. P. Minsky, 1975, p. 110.

(45) J. M. Keynes, 1936 (1979), p. 157.

(46) M. Kalecki, 1937.

(47) Le "principe du risque croissant" soutient que le risque marginal de l'investissement en capital fixe s'accroît avec la taille de l'investissement. Kalecki donne deux raisons à ce risque marginal croissant. Il souligne en premier lieu l'exposition croissante au risque à laquelle est soumis l'entrepreneur en cas de défaillance à mesure que le montant investi augmente. La seconde raison fait référence à la hausse de l'illiquidité émergeant à mesure que des quantités croissantes de capital sont investies dans des installations industrielles qui ne peuvent pas être immédiatement reconverties en liquidités sans perte de valeur.

(48) H. P. Minsky, 1986, p.191.

(49) Celle-ci est développée en particulier dans Minsky, 1986, chapitres 8 et 9 . Pour une vision claire de cette théorie financière de l'investissement, on pourra se reporter également au seul article de Minsky publié en français dans A. Barrère (1985).

(50) H. P. Minsky, 1986, chapitre 10 (pages 223 à 253).

(51) "L'impact d'une hausse du levier d'endettement sur les profits bancaires est impressionnant : si une banque qui obtient un rendement de 0,75 % sur ses actifs, réduit son ratio capital / actifs de 6 à 5 %, son taux de profit par unité de capital passera de 12,5 à 15 % [....] et, avec un dividende maintenu à 5%, le taux de croissance induit par les profits conservés augmentera de 7,5 à 10 % ". (H. P. Minsky, 1986, p. 237).

(52) H. P. Minsky, 1957, p. 174.

(53) Nous ne pensons pas simplement ici à la théorie post-keynésienne. Cette remarque s'applique tout autant à l'approche en termes d'information asymétrique et de rationnement du crédit développée par les économistes de la Nouvelle Economie Keynésienne.