



HAL
open science

Simons contre Fisher : la monnaie peut-elle être rendue exogène ?

Jonas Grangeray

► **To cite this version:**

Jonas Grangeray. Simons contre Fisher : la monnaie peut-elle être rendue exogène ?. Revue d'histoire de la pensée économique, 2024, 1 (17), pp.111-157. <hal-04611718>

HAL Id: hal-04611718

<https://hal.science/hal-04611718v1>

Submitted on 14 Jun 2024

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.



Distributed under a Creative Commons CC BY-NC-ND 4.0 - Attribution - Non-commercial use - No Derivative Works - International License

Simons contre Fisher : la monnaie peut-elle être rendue exogène ?

Jonas Grangeray – CEPN (crises et transition)

RÉSUMÉ - Durant la Grande Dépression, la proposition de 100% réserves est mise en avant par une série d'économistes de premier plan, dont Henry Simons et Irving Fisher. L'idée centrale du 100% réserves est de rendre la monnaie exogène, sous le contrôle de l'État. On montre dans cet article, en confrontant ses écrits avec ceux de Fisher, que Simons avait compris la limite fondamentale posée au 100% réserves : la monnaie est et restera endogène même une fois la réforme mise en œuvre.

MOTS-CLÉS – Henry Simons, Irving Fisher, 100% réserves, système bancaire à réserves fractionnaires, monnaie exogène, monnaie endogène, quasi-monnaie, vélocité de la monnaie

Simons versus Fisher : can money be made exogenous?

ABSTRACT – During the Great Depression, the 100% reserve banking proposal was put forward by several leading economists, including Henry Simons and Irving Fisher. The central idea of 100% reserve is to make money exogenous, under the control of the State. This article demonstrate, by comparing his writings with those of Fisher, that Simons understood the fundamental limit to 100% reserves : money is and will remain endogenous even after the reform.

KEYWORDS – Henry Simons, Irving Fisher, 100% reserve banking, fractional-reserve banking, exogenous money, endogenous money, near money, velocity of money

JEL Classification : B10, E3, E5

Introduction

Le 100% réserves connaît un regain de popularité depuis la crise de 2008. À la fois à travers une génération contemporaine de propositions théoriques de 100% réserves [Chamley *et al.*, 2012, Dyson *et al.*, 2016, entre autres], mais aussi par sa mise en avant au sein de la société civile et sur le plan politique. L'initiative populaire « Monnaie Pleine », rejetée par la votation Suisse en Juin 2018, a ainsi particulièrement fait parler d'elle. À l'aune de cette actualité, il est intéressant de revenir sur les plans de 100% réserves des années 1930.

En effet, le 100% réserves n'est pas une proposition nouvelle, on lui trouve des partisans du XVIII^e siècle jusqu'à nos jours. D'abord sous la forme d'une couverture intégrale des billets par des réserves métalliques comme chez David Hume [1752] ; ou encore par de l'or et des titres de dette publique dans le *Plan pour l'établissement d'une Banque Nationale* de David Ricardo [1824]. Thomas Joplin, qui serait le premier économiste à avoir mis en avant le *currency principle* [Viner, 1937, p. 223-224, Demeulemeester, 2019, p. 28], c'est-à-dire la nécessité de faire se comporter la circulation monétaire mixte (constituée de billets et de monnaie métallique) comme une circulation purement métallique, a développé dans cet objectif une proposition de couverture à 100% des billets par des lingots d'or, visant à ce que la quantité de billets en circulation ne puisse changer qu'avec les entrées et sorties d'or du pays¹. Sous l'influence des idées de la *Currency School*, le *Bank Charter Act* de 1844 applique le 100% réserves à la marge en monnaie métallique aux billets émis par la Banque d'Angleterre. Le plan de 100% réserves fut étendu aux dépôts bancaires par plusieurs économistes Américains au XIX^e siècle (tels que William M. Gouge [1833] ou Charles H. Carroll [1858]) ainsi que par le prix Nobel de chimie Frederick Soddy [1926] en Angleterre, qui serait à l'origine de « la première exposition détaillée de la version moderne du 100% monnaie, affranchie de toute dépendance envers l'or » [Demeulemeester, 2019, p. 35].

C'est finalement la promotion par une série d'économistes de premier plan de cette version moderne du 100% réserves dans le contexte de la Grande Dépression qui va lui donner la place importante dans les débats monétaires qu'on lui connaît encore aujourd'hui². Le 100% réserves fait d'abord l'objet de deux mémorandums en 1933, le premier signé par un groupe de huit économistes de l'université de Chicago (Garfield V. Cox, Aaron Director, Paul H. Douglas, Albert G. Hart, Lloyd W. Mints, Henry Schultz, Henry C. Simons et Frank H. Knight) et le second rédigé par Simons, sur la base des discussions avec les autres membres du groupe. Différentes publications en sa faveur voient ensuite le jour, la plus célèbre étant l'ouvrage

¹ Voir notamment Joplin [1823, 1832] cités par Fisher [1935a, p. 221].

² Pour des histoires globales des propositions de 100% réserves, voir Lainà [2015] et Demeulemeester [2019]. Pour celles des propositions de 100% réserves en espèces métalliques précédant Soddy et la Grande Dépression, voir Rothbard [1995a,b]. Sur ces dernières, se reporter à Daly [1980], Allen [1993], Dimand [1993], Phillips [1995], Tavlas [2020]. Pour les propositions modernes de 100% réserves, voir Dixhoorn [2013].

100% Money [1935a] d'Irving Fisher qui va définitivement être associé à la proposition dans l'esprit des économistes et du public³. En parallèle, le 100% réserves prend de l'importance dans l'administration (d'abord au département de l'Agriculture où sont rédigées des propositions de réformes bancaires inspirées du 100% réserves puis, au *Freshman Brain Trust* du Trésor réunit pour réfléchir sur la réforme monétaire et bancaire [Phillips, 1995]) et fait l'objet de plusieurs projets de loi au congrès.

Les théoriciens du 100% réserves avaient pleinement conscience de l'opportunité qu'offrait le contexte de crise pour mettre en avant leur idée de réforme. Ce contexte est décrit en détail par Phillips [1995]. Parmi les éléments historiques déterminants, on peut relever que les personnalités politiques de premier plan, parmi lesquelles Roosevelt et ses conseillers, de même que l'opinion publique, étaient très hostiles aux banquiers et au fonctionnement du système bancaire et financier ; qu'une succession de réformes ayant pour effet de modifier le système monétaire, réguler le système bancaire et étendre les pouvoirs de la Banque Centrale furent mises en place, les plus marquantes étant la suspension de l'étalon-or en 1933 ainsi que les *Banking Acts* de 1933 (*Glass-Steagall Act*) et 1935 ; et enfin, qu'à l'époque, personne ne percevait ces deux lois comme l'aboutissement des réformes du système bancaire du *New Deal*.

« Les économistes 100% » des années 1930 voyaient dans le système bancaire à réserves fractionnaires, dans lequel les banques sont contraintes de conserver seulement une fraction de leurs dépôts en réserves à la Banque centrale, un, si ce n'est, le facteur majeur à l'origine des grands cycles économiques ainsi que de l'instabilité financière et bancaire. Ils recommandaient d'y mettre fin en empêchant aux banques privées d'émettre de la monnaie par le crédit et en mettant le contrôle de la masse monétaire, de sa quantité et de sa valeur, dans les mains de l'État. Ceci grâce à une obligation de couverture à 100% des dépôts à vue par les réserves. En cela, le 100% réserves visait à rendre la masse monétaire exogène, pleinement sous le contrôle de l'État.

Dans cet article, on s'intéresse aux écrits de Fisher et surtout de Simons. Quelques éléments biographiques d'abord⁴. Henry Simons (1899-1946) est un membre fondateur de l'école de

³ Rien que sur l'année 1935, on peut également citer les articles de James W. Angell, Albert G. Hart et Richard A. Lester. Par la suite, Fisher [notamment Fisher, 1936a,b, 1937, 1939], Simons [1936a, 1944b, 1946] et Frank D. Graham [1936, 1940, 1941] publieront une série d'articles en défense de la proposition. Lauchlin Currie [1934, 1938] a lui construit son propre plan de 100% réserves avant de prendre connaissance du *Chicago Plan*. Friedrich Hayek [1937], bien que dubitatif quant à la réforme, imagine à son tour une couverture à 100% des dépôts et billets par de l'or. Les ordolibéraux de Fribourg s'emparent également de la proposition [voir Köhler et Kolev, 2013, p. 23-24, 2021a, p. 7-8, 22-23]. De nombreuses critiques du 100% réserves voient également le jour à l'époque, comme celles de Fritz Lehmann [1936a,b], Lin Lin [1937], Andrew M. Neuman [1937], Harry Gunnison Brown [1940], Rollin G. Thomas [1940] et Benjamin Higgins [1941]. Charles H. Walker [1935] explique que le 100% réserves n'est pas adapté au système bancaire anglais. Leonard L. Watkins [1938] publie lui une étude critique détaillée des différentes propositions de 100% réserves.

⁴ Pour des éléments biographiques supplémentaires et résumés de la pensée de Simons, voir Lewis [1946] et Stigler [1974]. Sur la connexion théorique et personnelle entre Simons et les ordolibéraux allemands, ainsi que l'influence qu'il a exercé sur ces derniers, voir Kolev et Köhler [2013, 2021a,b], Callison [2017] et Rizzo [2021]. Sur Fisher, se reporter à Tobin [1987], Dimand [1998] et Pressman [1999]. Dans cet article, on étudie des écrits

Chicago. Dans son cours au Collège de France sur « la naissance de la biopolitique », Michel Foucault [1979] cite le célèbre pamphlet de Simons [1934], *A Positive Program for Laissez-faire*, comme la pierre fondatrice du néo-libéralisme américain. Plus précisément, Simons peut être considéré comme un ordolibéral : l'État a un rôle fondamental dans sa pensée, il doit mettre en place les règles du jeu économique assurant le bon fonctionnement du capitalisme démocratique de libre entreprise. Ceci tout particulièrement dans le domaine monétaire (mais aussi de la concurrence ou de la politique budgétaire, entre autres), d'où le 100% réserves. Celui-ci n'étant pertinent pour Simons que dans le cadre d'une série de réformes plus globales du système financier, visant l'atteinte graduelle de la *Good Financial Society* dans laquelle la propriété des agents du secteur privé ne serait détenue que sous forme de monnaie et *consols* (titres de dette publique à perpétuité) émis par le gouvernement, d'actions d'entreprises et d'actifs réels.

Irving Fisher (1867-1947) est plus célèbre. Économiste mathématicien, spécialiste d'économie monétaire, il a apporté un grand nombre d'avancées théoriques dans ce domaine. Lui aussi était un fervent partisan de réformes, en faveur desquelles il s'engageait dans des campagnes auprès du public et du monde politique. Fisher n'a absolument pas vu venir le Krach de 1929, il y a perdu toute sa fortune et cela lui a coûté à l'époque sa réputation d'économiste. Il a reconnu son erreur et orienté ses travaux sur l'origine des cycles économiques et les moyens d'y mettre un terme. Sa réponse sera le 100% réserves. Il découvre cette idée de réforme par la lecture des mémorandums de Chicago et en devient le principal promoteur à partir de 1934, alors même que Simons prend quelque peu ses distances avec la proposition.

On ne reconstruit pas *a posteriori* dans cet article une opposition entre ces deux défenseurs du 100% réserves. En effet, les divergences entre Simons et Fisher sont déjà manifestes dans leurs écrits scientifiques et leur correspondance sur le 100% réserves. Il semble que Simons avait peu d'estime pour les nouvelles théories et recommandations de politiques économiques de Fisher. Comme cela a déjà été relevé dans la littérature [par exemple par Patinkin, 1973, p. 456-457, 1993, p. 27 ; Dimand, 1993, p. 61-62, 1998, p. 196, 2019, p. 128 ; Bordo et Rockoff, 2013, p. 170-171 ; Tavlas, 2021, p. 57], si Fisher cite à plusieurs reprises Simons, la réciproque n'est pas vraie (de manière générale, Simons ne citait que très peu ses confrères économistes), si ce n'est pour critiquer ouvertement le plan de monnaie fondante de Fisher (voir section III-A de l'article) ou encore, bien que sans nommer directement Fisher cette fois, condamner comme dangereuse sa proposition de soulager les débiteurs par la reflation avant de mettre en place une règle de stabilisation des prix [Simons, 1936a, p. 25-26 ; Philipps, 1995, p. 51-52]. Dans des notes récupérées de son cours à Chicago, Simons qualifie

de Fisher sur le 100% réserves, mais avant tout dans l'objectif de les comparer à ceux de Simons au centre de notre analyse. Beaucoup a déjà été publié sur la promotion du 100% réserves par Fisher et plus généralement sur sa pensée monétaire : voir par exemple - sur sa pensée monétaire - Bordo et Rockoff [2013] et Demeulemeester [2019] - sur Fisher et le 100% réserves - Allen [1993], Dimand [1993, 2019, p. 126-129], Phillips [1995].

la théorie de la déflation par la dette d'absurde⁵. Et dans des lettres à Frank W. Taussig, Fisher et Hayek, il critique l'excès d'enthousiasme de Fisher en faveur du 100% réserves qui additionné à « his efforts at popularisation have led him [...] into many infelicities of statement and into grossly extravagant claims as to what the scheme would do », et il déplore de ne pas parvenir à lui faire comprendre le problème des quasi-monnaies [Simons to Fisher, March 29, 1934, Simons Papers, cité par Phillips, 1995, p. 108 ; Simons to Taussig, November 12, 1934, cité par Allen, 1993, p. 709 ; Simons to Hayek, December 18, 1934, Simons Papers, cité par Phillips, 1995, p. 91].

La comparaison entre les écrits de Fisher et Simons (ou plus généralement de l'ancienne école de Chicago) a déjà fait l'objet de publications. Demeulemeester [2018] souligne les divergences entre leurs deux approches du 100% réserves, Tavlas [2021] s'intéresse aux différentes motivations les amenant à soutenir des règles de politique monétaire.

Dans cet article, nous cherchons à montrer, en confrontant ses écrits avec ceux de Fisher, que Simons avait compris la limite fondamentale posée au 100% réserves par le caractère endogène de la création monétaire. Traiter l'endogénéité de la monnaie chez Simons implique d'utiliser sa conception large de la monnaie. En effet, Simons distingue dans ses écrits la « monnaie effective » (les moyens de paiements *alors en circulation lorsqu'il écrit* : espèces et dépôts à vue⁶) et une conception plus large de la monnaie incluant également les quasi-monnaies/substituts à la monnaie effective. Mais cette distinction est davantage méthodologique qu'opérationnelle. Pour citer Simons [1935, p. 557], « the criterion of « effective circulation » [...] must not be taken too seriously », il est indispensable de ne pas restreindre l'analyse à la monnaie effective, adopter une conception large de la monnaie est nécessaire pour réaliser de « substantial progress toward understanding of monetary problems ». Cette conception permet en particulier une meilleure compréhension des évolutions de la monnaie risquant d'advenir sous le 100% réserves car elle inclue les quasi-monnaies (titres, comptes épargne...) qui pourraient être utilisées comme moyens de paiement à la suite de la réforme, et surtout (l'aspect le plus original et important de la réflexion de Simons sur cette question) les quasi-monnaies servant de réserves de valeur, qui risquent de constituer les supports de fluctuations substantielles dans la vitesse de circulation de la monnaie effective sous le 100% réserves.

Sur cette base, on entend par endogénéité de la monnaie à la fois que l'offre de monnaie effective fluctue avec les besoins du commerce dans le système bancaire à réserves fractionnaires et que, bien que l'instauration du 100% réserves permettrait d'empêcher ces

⁵ « the absurdity of the debt-deflation theory of the cycle. – The rise of prices would pay off old debt but we would still have the depression. » [Simons, 1933-1934, p. 258] car le problème du désajustement des prix relatifs ne serait pas résolu (voir section I-A).

⁶ À notre connaissance, Simons ne donne pas de définition stricte du concept de monnaie effective, cependant, notre définition tend à être confirmée par sa critique [Simons, 1935, p. 557] de la restriction de la conception de la monnaie à la monnaie effective, l'« *actually circulating media* » (autrement dit les moyens de paiement alors existants : espèces et dépôts à vue), opérée par Currie [1934, p. 10-24]. De plus, cette définition correspond bien à sa caractérisation des substituts à la monnaie effective comme réserves de valeur mais aussi comme potentiels nouveaux moyens de paiement pouvant émerger sous le 100% réserves [Simons, 1936a, p. 6, 30, 1936b, p. 60].

variations endogènes dans la quantité de monnaie effective, c'est le développement endogène de quasi-monnaies, servant de moyens de paiement et/ou (en tant que réserves de valeur) d'intermédiaires à l'accélération de la vitesse de la monnaie effective, qui remplirait cette fonction d'accommodation des besoins de l'économie sous le système bancaire réformé. Cette conception de l'endogénéité de la monnaie permet d'intégrer le rôle des multiples formes monétaires pouvant émerger pour répondre à la demande des agents économiques ainsi que la problématique de la vitesse de la monnaie qui occupe une place centrale dans l'analyse de Simons⁷.

Cet article d'histoire de la pensée économique est nourri par une réflexion autour de l'endogénéité de la monnaie. En effet, le débat entre Fisher et Simons sur le 100% réserves retracé dans cet article n'a pas uniquement un intérêt historique, il éclaire sur la nature de la monnaie. De plus, il nous permet de mettre en lumière la place aujourd'hui négligée de Simons comme penseur de l'instabilité financière et de la vitesse de la monnaie. Dans une première section, on étudie les différentes interprétations du rôle du système bancaire dans le cycle économique de Simons et Fisher présentées dans leurs écrits sur le 100% réserves, en se demandant s'ils concevaient la monnaie comme endogène ou exogène sous le système de réserves fractionnaires. Dans une seconde section, on s'intéresse au mode d'application concret du 100% réserves dans les propositions, on montre que la réforme a vocation à rendre la création monétaire exogène en en faisant un monopole d'État. Enfin, dans une troisième section, on s'intéresse à la critique interne de Simons contre le 100% réserves, basée sur l'endogénéité de la monnaie⁸.

I. Le rôle du système bancaire à réserves fractionnaires dans l'instabilité : monnaie endogène ou exogène ?

Joseph Huber [2014], un des promoteurs contemporains du 100% réserves, souligne les similitudes entre sa conception de la monnaie et du système bancaire et celle de la théorie Post-Keynésienne [voir notamment Moore, 1988, Fullwiler, 2013, Lavoie, 2014]. La reconnaissance à la fois du caractère endogène de la création de monnaie bancaire et de base monétaire est commune aux deux théories. Selon la théorie de la monnaie endogène, c'est la demande solvable en crédits adressée aux banques qui détermine la quantité de

⁷ C'est une conception plus large que celle traditionnellement mise en avant par le courant Post-Keynésien, insistant sur le rôle de la demande solvable en crédits adressée aux banques dans la détermination de la quantité de monnaie mise en circulation. Bien-sûr, la littérature Post-Keynésienne sur la monnaie endogène est vaste et certains auteurs ont également mis en évidence que l'endogénéité de la monnaie ne se limite pas aux émissions des banques, soulignant notamment le rôle des quasi-monnaies et l'importance des variations dans la vitesse de la monnaie [voir notamment Minsky, 1957, Rousseas, 1960, Kaldor, 1970].

⁸ Lorsqu'on parle de la monnaie chez Simons dans les deux premières sections de l'article, on fait implicitement référence à la monnaie effective car c'est cette composante de la monnaie qui est l'objet principal des analyses présentées dans ces sections (rôle de la création monétaire par le crédit des banques commerciales dans le système bancaire à réserves fractionnaires et monopolisation étatique de l'émission de monnaie effective par le 100% réserves). La troisième section introduisant la problématique des quasi-monnaies, la distinction monnaie effective/quasi-monnaies y est explicitement employée.

monnaie-crédit émise par le système bancaire, elle n'est pas contrôlée par la Banque centrale via ses injections de réserves. La base monétaire également est endogène, déterminée par la demande des banques en réserves et du public en espèces (du moins tant que la cible de taux d'intérêt de la Banque centrale est supérieure à son niveau plancher). La causalité va des crédits aux dépôts et des dépôts aux réserves (les banques accordent des crédits *puis* cherchent les réserves nécessaires aux transactions interbancaires et au respect des ratios de réserves obligatoires) ; et non des réserves aux crédits puis des crédits aux dépôts, comme le suppose la théorie du multiplicateur de dépôts. Si les partisans contemporains du 100% réserves conçoivent la monnaie comme endogène, la position de leurs prédécesseurs était plus ambiguë. S'ils décrivent la monnaie émise par les banques comme endogène, ils adhèrent néanmoins tous à la théorie du multiplicateur de dépôts. Simons [1933] étant le partisan du 100% réserves qui se rapproche le plus d'une perspective endogène sur la création de base monétaire.

Étudier la conception de la création monétaire chez Simons et Fisher sera l'occasion de revenir sur le rôle du système bancaire à réserves fractionnaires dans les cycles économiques pour ces économistes, rôle auquel la réforme de 100% réserves visait à mettre un terme. Ce rôle, ainsi que le fonctionnement de l'émission monétaire des banques et de la Banque centrale, sont envisagés différemment par Simons et Fisher.

A. Endogénéité de la création de monnaie bancaire

Les partisans du 100% réserves des années 1930 avaient pleinement conscience de l'influence majeure des banques dans une économie capitaliste. Comme l'explique Le Maux [2020], entre les trois approches positives « du lien entre la monnaie et l'activité bancaire dans un système bancaire à couverture fractionnaire » [p. 54] - banques comme créatrices de monnaie, intermédiaires financiers ou accélératrices de la vitesse de circulation de la monnaie - les défenseurs du 100% réserves adhèrent à la première : les banques créent de la monnaie *ex-nihilo* lorsqu'elles accordent des crédits. De plus, ils conçoivent la monnaie émise par les banques comme endogène. En effet, ils dénoncent l'élasticité perverse de l'offre de monnaie dans le système bancaire à réserves fractionnaires, évoluant avec et dans le même sens que les fluctuations cycliques. Cette élasticité perverse est même décrite comme à l'origine des *grands booms* inflationnistes et des dépressions déflationnistes chez Fisher ou les amplifiant considérablement pour Simons.

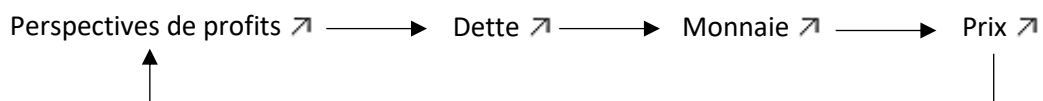
Irving Fisher : système bancaire à réserves fractionnaires et déflation par la dette

Fisher définit la monnaie comme l'ensemble des moyens de paiement en circulation [voir Demeulemeester, 2018, p. 362-364]. La capacité des banques à créer des moyens de paiement (de la monnaie) à partir de rien est particulièrement problématique pour Fisher. Son ouvrage est rempli de citations adressées contre ces « irresponsable private mints » [Fisher, 1935a, p. 7]. Chez Fisher, les grands cycles économiques trouvent leur origine dans le système

bancaire à réserves fractionnaires [*Ibid.*, p. 120] et plus précisément, dans son interaction avec la spirale de la déflation par la dette⁹.

En phase d'expansion, des « *new opportunities to invest at a big prospective profit* » [*Ibid.*, p. 130, en italique dans le texte] apparaissent. Elles peuvent être le résultat de nombreux facteurs : Fisher cite les « *new innovations, new industries, development of new resources, opening of new lands or new markets* », mais aussi, sur ces bases réelles, « *the vogue of reckless promotions* » ou « *the development of downright fraud* » [*Ibid.*, p. 132]. Attirés par ces perspectives de profits (taux de profit anticipé « *far greater* » que le taux d'intérêt [*Ibid.*, p. 130]), les entrepreneurs (ou autres investisseurs et spéculateurs) sont désireux d'emprunter et les banques de prêter. Selon Fisher [*Ibid.*, p. 130], ces perspectives importantes de profits nets représentent les causes les plus communes du déclenchement d'une dynamique de surendettement. L'augmentation de l'endettement auprès des banques engendre une extension des moyens de paiement en circulation. Extension des moyens de paiement provoquant à son tour une hausse des prix et des profits, et ainsi de suite, débouchant sur un *boom* inflationniste selon une perspective quantitativiste [*Ibid.*, p. 181]. La phase haussière du cycle chez Fisher peut être schématisée ainsi :

Schéma 1 : Phase haussière du cycle économique et bancaire chez Fisher



Pour Fisher, le 100% réserves devrait mettre un terme à ces grands *booms* inflationnistes car les banques n'auraient plus la possibilité de créer de la monnaie.

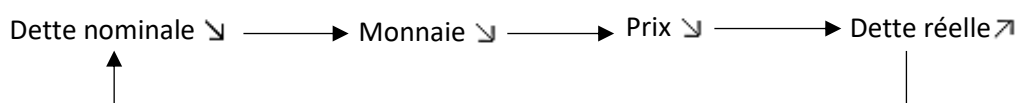
Concernant la phase baissière, Fisher décrit avec précision le rôle dangereux du système de réserves fractionnaires dans son interaction avec la déflation par la dette. Quand survient une panique bancaire, le public demande la conversion de ses dépôts en espèces, les banques perdent des réserves qu'elles cherchent à retenir ou à reconstituer pour satisfaire la demande de leurs déposants, accroître leurs liquidités et afin de respecter leur ratio de réserves obligatoires. Dans un premier temps, les réserves peuvent être approvisionnées aux banques commerciales par les Banques de la Réserve Fédérale mais celles-ci étaient limitées par leurs

⁹ Comme l'explique Dimand [1993], Fisher intègre parfaitement sa proposition de 100% réserves à sa nouvelle théorie des cycles, développée au début des années 1930, dans laquelle l'endettement occupe un rôle central tout au long du cycle (surendettement en phase haussière, déflation par la dette en phase baissière). On s'intéresse ici uniquement aux écrits de Fisher sur le 100% réserves et donc, dans ce cadre, seulement à cette théorie des cycles. Sur l'évolution de la théorie des cycles chez Fisher, l'existence ou non d'une cohérence entre ses différentes interprétations des cycles ainsi qu'entre les différents remèdes aux fluctuations cycliques qu'il a pu mettre en avant au long de ses écrits jusqu'au 100% réserves, se reporter notamment à Dimand [1993, 2019] ou Demeulemeester [2019] qui voient une cohérence globale dans l'œuvre de Fisher et à Bordo et Rockoff [2013, p. 172, 174] ou Tavlas [2021] qui semblent davantage en douter.

propres ratios de réserves obligatoires (40% d'or et certificats d'or contre leurs billets, 35% contre les dépôts des banques membres). Les banques exigent alors le remboursement de leurs prêts (*call loans*), ne renouvellent pas ceux arrivés à maturité, vendent des actifs au public etc. ; diminuant la quantité totale de monnaie dans l'économie.

La déflation par la dette s'additionne à ce phénomène, son engrenage serait le résultat de la diminution de la monnaie en circulation engendrée par le système de réserves fractionnaires : le surendettement des débiteurs est exprimé en large part sous forme de crédits bancaires, quand, sous la pression des banques, ils se désendettent, ils détruisent une part considérable de la monnaie en circulation¹⁰. Cela contribue grandement, dans la perspective quantitativiste de Fisher, à la déflation (et à la baisse du volume du commerce, Fisher ne percevant pas la monnaie comme neutre sur le court terme). Cette destruction de monnaie par le remboursement des dettes est le point de départ du processus de déflation par la dette qui voit interagir une série de facteurs les uns sur les autres, parmi lesquels la diminution de la vitesse de circulation de la monnaie¹¹. Fisher soulignant néanmoins le rôle primordial des éléments suivants :

Schéma 2 : Phase baissière du cycle économique et bancaire chez Fisher, la déflation par la dette



Le 100% réserves est censé mettre un terme à cet engrenage. D'abord parce que les banques ne connaîtraient plus jamais la nécessité de rappeler leurs prêts, de ne pas les renouveler ou de vendre des actifs quand elles feraient face à la demande d'espèces de leurs clients et car le remboursement des prêts ne causerait plus de baisse de la quantité de monnaie et donc, selon Fisher, de déflation [Fisher, 1935a, p. 134, 1936a, p. 11].

Henry Simons : l'impact des désajustements des prix relatifs sur la création monétaire

La monnaie émise par les banques est également endogène dans l'interprétation des cycles économiques de Simons. Contrairement à Fisher, il ne donne volontairement pas de définition précise de la monnaie dans ses écrits (voir introduction et section III-B). Selon lui, la cause première des cycles économiques n'est pas la création monétaire mais le désajustement dans les prix relatifs causé par la rigidité des prix rentrant dans les coûts d'exploitation des

¹⁰ Fisher [1935a, p. 122] précisant que la liquidation peut également trouver son origine dans la panique des débiteurs, ou à la fois des créanciers et des débiteurs.

¹¹ Les neuf liens de la chaîne de la déflation par la dette sont : 1) liquidation des dettes et ventes de détresse, 2) contraction de la masse monétaire et de la vélocité de la monnaie, 3) baisse des prix, 4) baisse de la valeur nette des affaires, 5) baisse des profits, 6) baisse de la production, des échanges et de l'emploi, 7) perte de confiance, 8) baisse encore plus forte de la vélocité de la monnaie, 9) baisse des taux d'intérêt nominaux et hausse des taux d'intérêt réels [*Ibid.*, p. 122- 123].

entreprises (et particulièrement les salaires et tarifs des industries réglementées par l'État), rigidité due à l'insuffisance de compétition et aux monopoles (et surtout aux monopoles privés régulés et protégés par l'État [Simons, 1936b])¹². Il n'en reste pas moins que le caractère procyclique de la création monétaire par les banques et de la vitesse de circulation de la monnaie dans un système de réserves fractionnaires amplifie considérablement ces mouvements cycliques :

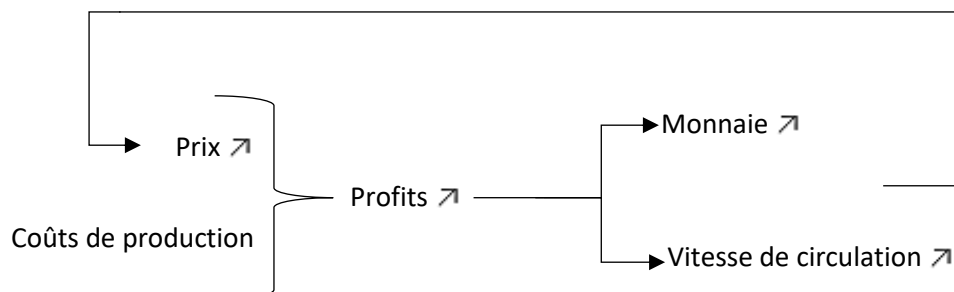
« In general, we maintain that the cycle problem is a problem of cost-price maladjustments (or the inertia of operating costs), on the one hand, and of the short-run changes in the quantity and velocity of effective money which aggravate these maladjustments. » [Simons, 1933, p. 49]¹³

Avec la hausse des profits persistante permise par la rigidité des coûts, une phase de « speculative optimism » [Simons, 1933, p. 46, 1936a, p. 8] s'enclenche. Les entreprises demandent davantage de crédits pour financer de nouveaux investissements et les banques sont moins réticentes à leur prêter. La masse monétaire s'accroît. Il en est de même de la vitesse de circulation de la monnaie car les entreprises prennent également en charge leurs nouveaux investissements en puisant dans leurs « idle cash reserves » [Simons, 1933, p. 46] ou en émettant davantage de titres, rencontrant facilement demandeurs en période de prospérité car les prêteurs puisent aussi dans leurs « idle reserves of cash » [*ibid.*] pour se procurer ces titres. En effet, les obligations de court terme représentent des « abundant money-substitutes during booms » [Simons, 1936a, p. 9] et les actions (de même que les obligations de long terme), si elles n'ont pas le même caractère de substituts monétaires, vont également être davantage absorbées par de la monnaie jusqu'alors thésaurisée [*ibid.*, p. 8]; accélérant la vélocité de la monnaie. L'augmentation de la quantité de monnaie et de sa vitesse engendre une nouvelle hausse des prix de vente, de la production et des profits, et ainsi de suite. Cette phase haussière du cycle économique est représentée par le schéma 3 :

¹² Pour Simons, le problème de l'insuffisante flexibilité des prix est prioritaire car une bonne structure des prix peut supporter le pire système financier, alors que le meilleur système financier et monétaire ne protégera pas des fluctuations dans la production et l'emploi causées par le manque de flexibilité des prix dû aux monopoles [Simons, 1936a, p. 14]. La priorité du problème de la concurrence chez Simons se reflète dans sa recommandation selon laquelle, si les libéraux se trouvaient dans l'opportunité de mettre en place des réformes, ils ne devaient accepter aucune concession sur la question de la concurrence tandis qu'ils pouvaient en admettre quelques-unes relativement à la reconstruction du système monétaire et financier [*ibid.*, p. 18-19].

¹³ À noter que l'explication de la crise par la rigidité des coûts d'exploitation et ses conséquences monétaires n'est pas propre aux partisans du 100% réserves, mais semblait plus généralement partagée par les membres de l'ancienne école de Chicago. Ainsi Jacob Viner [1933], qui pour des raisons politiques ne croyait pas au 100% réserves, donne une explication assez similaire de la dépression.

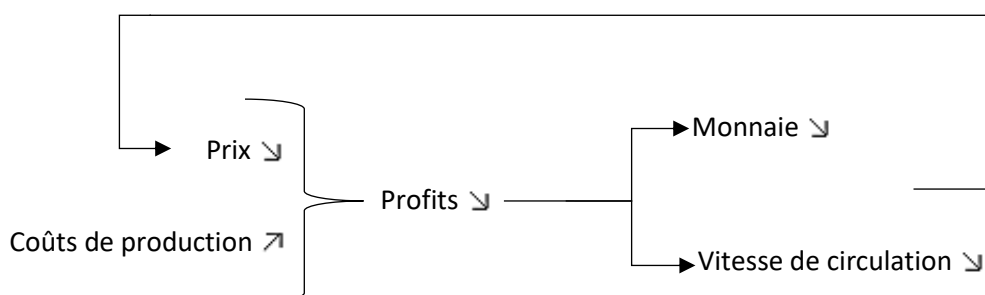
Schéma 3 : phase haussière du cycle économique et bancaire chez Simons



La crise trouvant sa source dans le mouvement inverse, quand les coûts de production augmentent ou qu'une « fortuitous disturbance (perhaps a mere speculative scare) happens to establish a sharp reversal of the trend in product prices » [Simons, 1933, p. 46]. Cela se traduit dans une chute de l'investissement, de la création monétaire (« each bank seeks to contract its loans » [ibid., p. 48]) et de la vitesse de circulation de la monnaie (notamment à mesure que les créanciers obligataires obtiennent le remboursement de leurs prêts et thésaurisent la monnaie obtenue [Simons, 1936a, p. 8]), et par conséquent dans de nouvelles baisses des prix, du nombre de transactions et des profits. C'est la phase déflationniste du cycle économique. Elle est particulièrement douloureuse car les prix des entrants, notamment les salaires, sont plus rigides à la baisse qu'ils ne le sont à la hausse [Simons, 1933, 1934]. Simons [1936a] explicite le rôle des banques dans cette phase de retournement du cycle : étant mal capitalisées et détenant des créances dont la qualité varie elle-même avec la conjoncture (du papier-commercial de court terme), la moindre incertitude ou ralentissement économique les induit à réduire les prêts qu'elles accordent et à exiger le remboursement d'anciens prêts.

Le déroulement de cette phase déflationniste est représenté par le schéma 4 :

Schéma 4 : phase baissière du cycle économique et bancaire chez Simons



Cette description du rôle de la monnaie dans le cycle est concordante avec une compréhension de la création monétaire comme endogène. Simons soutient en effet que les cycles économiques et bancaires trouvent leur origine dans « the sensitiveness or responsiveness of money “circulation” to changes of business earnings », changements dus à la structure des prix [Simons, 1933, p. 45]. Comme il l’explique, la quantité de monnaie (de même que sa vitesse) n’est donc pas une variable indépendante (exogène), elle évolue de façon procyclique avec les variations dans la demande de crédits causées par les hausses et baisses des prix et des profits : « In a private-bank-credit economy, the quantity of effective money, as well as its velocity, responds promptly and markedly to change of business earnings. » [*Ibid.*, p. 47]

La monnaie émise par les banques dans le système de réserves fractionnaires est donc présentée comme endogène par les partisans du 100% réserves. Chez Fisher comme Simons, la quantité de monnaie émise par les banques commerciales n’est pas contrôlée par la Banque centrale, elle est décrite comme évoluant de façon procyclique, avec les variations dans la demande solvable (considérée comme solvable par les banques) de crédits résultant des changements dans les prix, les profits ou le niveau de dette réelle des entrepreneurs. Cela n’empêche pas les variations dans la quantité de monnaie d’avoir ensuite un effet retour important sur l’économie. Le système bancaire, par sa capacité à créer de la monnaie en accordant des prêts (et de la détruire lors de leur remboursement) est une source fondamentale d’instabilité. C’est à ce caractère endogène de la création monétaire que les partisans du 100% réserves souhaitent mettre un terme avec cette proposition de réforme monétaire¹⁴. Concernant la base monétaire cependant, on va voir que les partisans du 100% réserves adhèrent à la théorie du multiplicateur de dépôts décrivant une causalité allant des réserves aux dépôts.

B. Base monétaire et multiplicateur de dépôts

Irving Fisher : le multiplicateur de dépôts sous sa forme la plus simplifiée

En effet, si Fisher comprend que les « crédits font les dépôts », il soutient, conformément à une compréhension orthodoxe de la monnaie comme exogène, que « les réserves font les crédits ». Bien-sûr, Fisher avait conscience de l’existence d’une causalité inverse, allant « des crédits aux réserves ». La citation suivante en témoigne : « a member bank may create a part

¹⁴ Un cas particulier est celui de Currie [1934]. Contrairement à Fisher et Simons, Currie [*Ibid.*, p. 115-141] soutient que les fluctuations procycliques de l’offre de monnaie dans le système bancaire à réserves fractionnaires trouvent davantage leur origine dans les facteurs autonomes affectant (indépendamment de la politique monétaire de la Fed) les réserves de façon procyclique (voir p. 17 du présent article) que dans les variations de la demande solvable en crédits (face à la baisse de la demande de crédits durant la dépression, si les banques détiennent des réserves excédentaires, elles peuvent toujours les investir dans des titres, augmentant la quantité de dépôts bancaires [Currie, 1934, p. 115-125]).

of its reserve by "rediscounting." That is, after a customer has his note discounted by a member bank, the member bank may have it rediscounted by the Federal Reserve Bank. » [Fisher, 1935a, p. 51]. Toutefois, dans son ouvrage, Fisher met largement l'emphasis sur la causalité allant des réserves aux crédits dans le système bancaire à réserves fractionnaires concernant l'expansion de la masse monétaire comme sa réduction¹⁵. Causalité intermédiée par le multiplicateur de dépôts. Un avantage de la réforme de 100% réserves mis en avant par Fisher [1935a, p. vii, p. 79-80, 104-110, 129-130, 217, 1936a, p. 21] étant justement qu'elle permettrait de mettre un terme aux fluctuations dans l'offre de monnaie causée par les variations dans la valeur du multiplicateur de dépôts (bien que les partisans du 100% réserves n'emploient pas explicitement cette désignation dans leurs écrits sur la réforme). En 1935, cela fait quinze ans que la théorie du multiplicateur de dépôts, sous sa forme aboutie s'appliquant à un système bancaire concurrentiel, a été formulée par Chester Arthur Phillips dans *Bank Credit* [1920]¹⁶. Fisher connaissait le travail de Phillips, c'était son directeur de thèse à Yale et dans la préface de son ouvrage qui constitue une publication (à quelques modifications près) de sa thèse de 1919, Phillips exprime sa reconnaissance envers Fisher ainsi que les autres membres du comité de supervision de sa thèse pour leurs « invaluable suggestions » [*Ibid.*, p. vi]¹⁷. Fisher évoque l'apport de Phillips dans une note du paragraphe de son ouvrage *100% Money* présentant le multiplicateur [Fisher, 1935a, p. 40]. Cependant, sans doute dans un objectif de vulgarisation, il décrit la création de monnaie bancaire dans le système de réserves fractionnaires par le principe du multiplicateur de dépôts sous sa forme la plus simplifiée : prenant l'exemple d'une communauté composée d'une seule banque, où aucun retrait n'est effectué, la banque étendant théoriquement ses crédits jusqu'à avoir atteint la limite imposée par le ratio de réserves obligatoires [*Ibid.*, p. 36-41]. Le fonctionnement de la création monétaire tel qu'exposé par Fisher peut être représenté par le bilan comptable simplifié suivant :

¹⁵ Voir notamment Fisher [1935a, p. 42, 45, 79-80, 106-107, 155] sur l'expansion de la masse monétaire suite à une augmentation des réserves, et Fisher [*Ibid.*, p. 6, 70-79, 134, 182, 195] sur sa réduction.

¹⁶ Phillips [1920] présente la formulation la plus aboutie du mécanisme du multiplicateur par lequel, si une banque individuelle ne peut globalement (en fonction de si les dépôts créés par ses prêts restent dans la banque et donc de la taille de la banque dans le système bancaire) prêter davantage que ses réserves initialement reçues, le système bancaire dans son ensemble lui crée une quantité de dépôts correspondant à un multiple de la quantité de réserves selon la formule $D = (1/r) \times R$; avec D la quantité totale de dépôts, r le ratio de réserves et R la quantité de réserves présente dans le système bancaire [voir Humphrey, 1987, Timberlake, 1988]. Le multiplicateur de dépôts est à différencier du multiplicateur de base monétaire, plus connu, formalisé par Meade [1934] et surtout Friedman, Schwartz [1963] et Cagan [1965] qui décrivent une relation de causalité plus générale allant de la base à la masse monétaire (voir Humphrey [1987, p. 10] sur le passage du multiplicateur de dépôts au multiplicateur de base monétaire). Les partisans du 100% réserves des années 1930 (et ses contradicteurs) mettent eux surtout l'accent sur la relation entre les changements dans les réserves et les dépôts émis par les banques.

¹⁷ « Les membres du comité remerciés sont cités dans l'ordre suivant par Phillips : Ray B. Westerfield, Fred R. Fairchild et Irving Fisher. »

Bilan 1 - Le multiplicateur de dépôts

	Banque	
	ACTIF	PASSIF
1	Réserves : + 100	Dépôts : + 100
2	Crédits : + 900	Dépôts : + 900
Σ	Réserves : + 100	Dépôts : + 1000
	Crédits : + 900	

Le système bancaire est composé d'une seule banque commerciale. Un agent y dépose 100 \$ de billets, venant alimenter les réserves de la banque (étape 1). Suivant la logique du multiplicateur de dépôts, avec un ratio de réserves obligatoires de 10%, ce dépôt initial donne lieu à une création totale de 1000 \$ de dépôts (étape 2).

Certes, Fisher comprenait, et il pouvait difficilement en être autrement car le contexte historique de l'époque en témoignait, que dans le monde réel, ce n'est pas parce que les banques disposent d'un excès de réserves vis-à-vis du montant nécessaire pour satisfaire leurs ratios de réserves obligatoires, que leurs prêts et la masse monétaire vont nécessairement s'accroître jusqu'à la limite imposée par le ratio. Comme on l'a présenté ci-dessus (section I-A), Il savait que dans une économie à système de réserves fractionnaires, la quantité de monnaie dépend du désir des banques de prêter (en situation de crises, les banques préfèrent accumuler des réserves par peur de devenir illiquides [*Ibid.*, p. 109]) et des emprunteurs de s'endetter (faible en période de dépression) : « it takes two to make a loan. » [*Ibid.*, p. 100]. Mais ce constat n'amène pas pour autant Fisher à remettre en cause l'existence d'une causalité allant des réserves aux crédits. Au contraire, il explique que le système bancaire à réserves fractionnaires est d'autant plus dangereux que lorsque les banques n'auront plus peur de prêter et les entrepreneurs d'emprunter, l'excès de réserves accumulé durant la crise risque d'engendrer, via l'accroissement de la valeur du multiplicateur de dépôts, une augmentation inflationniste de la masse monétaire [Fisher, 1935a, p. vii, 79-80, 105-108, 217, 1936a, p. 21]. On retrouve les déterminants du *boom* inflationniste. Dans un environnement bancaire concurrentiel d'émissions de dépôts, les banques n'auraient guère d'autre choix que

d'agir conformément à ce principe du multiplicateur [Fisher *et al.*, 1939, p. 15] et « the Federal Reserve Board's present power are inadequate to fully control this situation » [*Ibid.*, p. 17]. C'est donc une autre raison qui justifiait chez Fisher le passage rapide au 100% réserves, il résorberait l'excès de réserves sans passer par une multiplication des dépôts en circulation.

Simons : base monétaire endogène et multiplicateur de dépôts

Au contraire de Fisher, en analysant le rôle système bancaire à réserves fractionnaires dans la dynamique cyclique, Simons [1933, 46-47] met davantage l'accent sur la causalité allant des crédits aux réserves, commençant par présenter la base monétaire comme endogène. Il s'attache en effet à démontrer qu'une expansion du crédit est possible sans atteindre les prétendues limites imposées par le ratio de réserves obligatoires. Ceci pour plusieurs raisons, parmi lesquelles l'amélioration de la confiance en phase de prospérité poussant le public à déposer ses espèces dans les banques, alimentant ainsi leurs réserves ; le passage de monnaie des dépôts à vue aux comptes épargne et à terme sur lesquels le ratio de réserves obligatoires est moins élevé ; la vente d'obligations par les banques contre du cash ; et surtout, ce qui nous intéresse particulièrement ici, la Banque centrale qui accommode par ses prêts la quantité de réserves dans le système bancaire afin que le ratio de réserves obligatoires ne contraigne pas les banques : « the minimum legal reserve-ratios are unlikely to afford a significant check [...] the central bank may directly facilitate expansion by the private banks, increasing their reserves by its own lending operations » [Simons, 1933, p. 47]¹⁸.

Cette prise en compte d'une dimension endogène, aussi bien à l'augmentation de la masse monétaire qu'à celle de la base monétaire nuance l'affirmation du monétariste George Tavlas [2020, p. 9], spécialiste de l'école de Chicago, qui résume le rôle déstabilisant du système de réserves fractionnaires dans le cycle économique chez Simons et les autres auteurs du *Chicago Plan* à l'impact du multiplicateur de dépôts.

Pourtant, après avoir présenté la création monétaire comme résultante de la demande solvable en crédits des entrepreneurs (elle-même fonction de la conjoncture économique) et non contrainte par les réserves, Simons [1933, p. 48] soutient par la suite que la Banque centrale peut, *en théorie du moins*, contrôler la masse monétaire si elle peut agir sur le ratio

¹⁸ Cette endogénéité de l'offre de réserves de la Banque centrale renvoie chez Simons à la doctrine des *real bills* inscrite dans le *Federal Reserve Act* de 1913. Doctrine selon laquelle la Banque centrale doit accommoder la quantité de réserves aux « needs-of-trade » par le réescompte automatique de papier-commercial de bonne qualité [Simons, 1933, p. 47]. Henry Simons, comme beaucoup d'autres partisans du 100% réserves à l'époque, conspuait cette doctrine [Simons, 1933, 1945b, p. 280].

de réserves obligatoires¹⁹. Ceci en restreignant (hausse du ratio) ou en augmentant (baisse du ratio) la quantité de dépôts émis par les banques²⁰.

Simons avait également connaissance du travail de Phillips. Simons et Phillips ont été collègues à l'université de l'Iowa [Tavlas, 2019, p. 16-18] et selon Rockoff [2000, p. 42], l'ouvrage de Phillips [1920], *Bank Credit*, était dans la liste de lecture donné par Simons à ses étudiants à Chicago²¹. Par ailleurs, Phillips fut économiste à la Banque de la Réserve Fédérale de Chicago de 1937 à 1941. Simons ne se détache jamais totalement de la théorie du multiplicateur de dépôts. Ainsi, à l'image de Fisher, il justifie à plusieurs reprises dans ses écrits [Simons, 1942, p. 190, 1946, p. 86] la nécessité d'une transition vers le 100% réserves par l'« ominous inflation potential » de l'excès de réserves détenu par les banques, « that would enable them not only to expand their own loans but also to provide other banks with new reserves for multiple expansion » [Simons, 1946, p. 86]. On retrouve à travers cette citation la théorie du multiplicateur de dépôts dans un système bancaire concurrentiel et c'est une remarque divergeant avec sa théorie du cycle de 1933, dans laquelle les variations des profits dues au désajustement dans les prix relatifs engendrent de façon endogène les fluctuations dans la quantité de dépôts puis de réserves entretenant les cycles. Ainsi, bien que Simons [1933] met davantage en évidence que Fisher le caractère endogène de la création de base monétaire, il adhère également à la théorie du multiplicateur de dépôts.

Ce contraste entre d'un côté la compréhension du caractère endogène de la création monétaire des banques de second rang, et de l'autre, l'adhésion à la théorie du multiplicateur de dépôts, n'est pas propre à Fisher et Simons mais est partagé par les autres partisans du 100% réserves de l'époque [voir notamment Angell, 1935, p. 2, 10, 33 ; Lester, 1935, p. 36, 39 ; Graham, 1936, p. 429, 432-433, 1940, p. 52-54, 57] ainsi que par ses opposants [Lehman, 1936a, p. 52-54 ; Watkins, 1938 ; Walker, 1939 ; Thomas, 1940, p. 318 ; Higgins, 1941, p. 91, 96]. Cependant, l'adhésion de ces auteurs à ces deux conceptions de la création monétaire n'est pas contradictoire dans leur cadre théorique. Comme expliqué dans le passage sur Fisher (p. 12-13), chez ces économistes, la causalité pouvait aller dans les deux sens, des réserves aux crédits et des crédits aux réserves. De même concernant la relation entre monnaie et prix,

¹⁹ Il souligne néanmoins que, *dans les faits*, la Banque centrale est limitée dans cet objectif par l'absence d' une « mechanical rule of action » que le *board* serait mandaté de suivre par le congrès, et par le retard, intrinsèque au système de réserves fractionnaires, qu'aurait le contrôle de la Banque centrale via le ratio de réserves obligatoires sur l'expansion effective des prêts bancaires [Simons, 1933, p. 48].

²⁰ Rappelons qu'au moment de la crise de 1929, le *Federal Reserve Board* ne disposait en effet pas du pouvoir de changer les ratios de réserves obligatoires. Il faudra attendre le *Thomas Amendment* de 1933 et le *Banking Act* de 1935 pour cela ; ainsi que pour atteindre une centralisation complète des opérations d'*open market* dans le *Federal Open Market Committee* [Burgess, 1964, Feinman, 1993]. Toutes tentatives de contrôle de la masse monétaire via des changements par la Banque centrale des ratios de réserves obligatoires et de la quantité de réserves telles que l'envisage ici Simons devaient donc être compromises avant ces dates.

²¹ De même, Frank Knight faisait également partie des auteurs du *Chicago Plan* à avoir enseigné à l'université de l'Iowa en même temps que Phillips (c'est en Iowa que Simons est devenu le disciple de Knight, qu'il a suivie à Chicago). Nous remercions un rapporteur de l'article d'avoir porté à notre connaissance plusieurs des informations mises en avant sur les relations entre Phillips, Fisher et les économistes de Chicago.

d'où le raisonnement de Simons²². Une autre explication réconciliant ces deux perspectives sur la création monétaire est que la théorie du multiplicateur n'était tant pas associée par les défenseurs (et opposants) du 100% réserves (de même que par certains des premiers architectes de la théorie du multiplicateur de dépôts [Humphrey, 1987]) à un facteur de contrôle de la Banque centrale sur l'offre de monnaie comme l'est la théorie du multiplicateur de base monétaire (voir note 11) dans les manuels néo-classiques contemporains [par exemple Mankiw, 2019], qu'à un deuxième facteur déstabilisant caractérisant le système bancaire à réserves fractionnaires (et auquel le 100% réserves mettrait également un terme en rendant le multiplicateur en permanence égal à 1). Déstabilisant pour plusieurs raisons, parmi lesquelles :

1) le contrôle insuffisant de l'autorité monétaire sur l'offre de réserves. Ce contrôle est décrit comme trop décentralisé et soumis à des facteurs indépendants de l'autorité monétaire. Parmi les facteurs autonomes impactant l'offre de réserves, les partisans du 100% réserves insistent particulièrement sur le rôle des changements dans la quantité de billets en circulation, que le *run* bancaire de 1933 avait mis en évidence (ainsi que sur celui des entrées et sorties de métaux précieux convertibles). De plus, les tentatives de réguler la quantité de réserves par les opérations d'*open market* risquaient d'être compensées par l'emprunt des banques à la fenêtre d'escompte [Currie, 1934 ; Hart, 1935, p. 107, 108 ; Fisher *et al.*, 1939, p. 10-11 ; Graham, 1940, p. 52-54].

2) Les ratios de réserves obligatoires manquant d'uniformité entre les banques américaines, une quantité donnée de réserves était supposée pouvoir provoquer une plus ou moins grande expansion monétaire en fonction des banques dans lesquelles elle était déposée. Localisation variant elle-même de façon perverse avec la conjoncture à mesure que les déposants mettent leurs monnaie dans des banques à plus fort ratio de réserves obligatoires en période de crise [Hart, 1935, p. 108, Currie, 1934, p. 75-76, 1938, p. 357].

3) et surtout, la valeur du multiplicateur de dépôts varie avec le désir des banques de prêter et des entrepreneurs de s'endetter, évoluant lui aussi avec la conjoncture (et l'amplifiant). Élément rendant l'adhésion des partisans du 100% réserves à la théorie du

²² On retrouve chez Friedman et Shwartz [1963, p. 695] cette idée d'une causalité allant dans les deux sens, particulièrement à court terme. Nous remercions un rapporteur de l'article de nous avoir fait remarquer ce point. Chez les Post-Keynésiens au contraire, la causalité va *uniquement* des crédits aux réserves. Ils rejettent la théorie du multiplicateur de dépôts : l'injection de réserves excédentaires n'a pas d'influence (directe) sur les crédits des banques. À noter que James Tobin [1963] se servira lui aussi de l'exemple de la hausse des réserves excédentaires des années 1930 pour illustrer que le contrôle de la quantité de réserves « non empruntées » par les opérations d'*open market* de la Banque centrale ne lui donne pas un contrôle total sur l'offre de monnaie bancaire (qui est endogène), mais selon Tobin [*Ibid.*, p. 12], l'injection de réserves excédentaires par la Banque centrale peut cependant inciter les banques à augmenter leurs prêts (et la quantité de monnaie) en leur donnant la possibilité de réaliser leurs opportunités de profits, sachant que la mesure dans laquelle cette offre de réserves supplémentaires « is left unused [...] depends on the economic circumstances confronting the banks - on available lending opportunities and on the whole structure of interest rates » [*Ibid.*, p. 14]. En cela, la vision de Tobin sur l'endogénéité de la monnaie peut être rapprochée de celle de Simons et Fisher (par la suite, Tobin deviendra également partisan d'une forme de 100% réserves, le *Narrow Banking*).

multiplicateur de dépôts et leur conception endogène de la création de monnaie bancaire plus cohérentes.

Ainsi, le 100% réserves vise à mettre le contrôle total de la quantité et de la valeur de la monnaie dans les mains de l'État, en abolissant le système de réserves fractionnaires et la création monétaire par le crédit des banques.

II. Une réponse normative : le 100% réserves

A. Le 100% réserves, une tentative de rendre l'émission monétaire exogène

Le 100% réserves a donc pour objectif de rendre la monnaie exogène. Ses partisans parlent de nationalisation de la fonction d'émission monétaire, qu'ils opposent à la nationalisation de l'activité bancaire, c'est-à-dire de l'activité de prêts (que « les économistes 100% » cherchent absolument à éviter). L'instauration d'un monopole étatique sur l'émission monétaire est centrale dans ces propositions.

L'architecture institutionnelle de ce nouveau système, malgré quelques différences significatives, est similaire dans les différentes propositions de 100% réserves. Concernant d'abord l'émission monétaire et la mise en œuvre de la politique monétaire une fois le 100% réserves en place, elles devraient être assurées par une autorité monétaire de l'État²³. Les banques commerciales seraient divisées en deux entités :

- des banques de dépôt, comparées à des entrepôts obligés par la loi de conserver, sous forme de dépôts auprès de la Banque Centrale ou de billets, 100% des fonds déposés par leurs clients. Elles assureraient pour leurs clients les services de transferts de fonds et de fourniture d'instruments de paiement. Les agents économiques déposant leur monnaie d'État à la banque verraient en permanence garantie la conversion de ces dépôts en billets car la banque détiendrait toujours l'équivalent des dépôts à son passif en réserves. Les banques ne pourraient donc plus créer de la monnaie par le crédit, la création de nouveaux dépôts à vue supposerait une création préalable de monnaie d'État (et que celle-ci soit déposée à la banque).

- des sociétés de prêts / fonds d'investissement accordant des prêts sur la base de fonds apportés par leurs actionnaires [Knight, 1933 ; Simons, 1934, 1942, 1944b, 1946] ou également via l'émission de créances obligataires [Knight, 1933] dans les plans des

²³ En fonction des propositions, il s'agit soit du *Federal Reserve board*, la nationalisation des Banques de la Réserve Fédérale étant souvent demandée [Knight, 1933 ; Simons, 1933], d'une « *National Monetary Authority* » [Simons, 1934], d'une Commission de la Monnaie [Fisher, 1935a], ou encore de l'autorité budgétaire, le Trésor [Simons, 1936a, 1936b, 1942, 1944b, 1945a, 1945b, 1946].

économistes de Chicago²⁴. Dans la proposition de Fisher, il s'agit d'une séparation des banques commerciales en 2 banques ou 2 départements bancaires : un département des compte-chèques et un département d'investissements ou de prêts. Les déposants devraient transférer des fonds de leur compte-chèque à leur compte épargne dans le département d'investissements s'ils désirent les prêter. Le département d'investissements détiendrait (jusqu'à ce qu'il la prête) la monnaie qui lui est confiée dans le département de dépôts et la transférerait par chèque à l'emprunteur [Fisher, 1935a, p. 61, 69, 81]. Les banques (ou les fonds d'investissement) ne pourraient donc, théoriquement, plus créer de la monnaie en accordant des prêts. Elles prêteraient de la monnaie préexistante.

B. Le 100% réserves et la question de la règle

Une fois le contrôle de la quantité de monnaie entièrement placé dans les mains de l'État, la question devient : comment l'État décide de la quantité de monnaie à mettre en circulation ? Sur ce point également, Fisher et Simons diffèrent dans leurs propositions. Pour Fisher, le 100% réserves peut se suffire à lui-même (bien que Fisher soit dans son cas favorable à une règle d'émission), chez Simons au contraire, le 100% réserves n'est pertinent qu'en tant que composante d'une réforme globale du système financier et monétaire incluant l'instauration d'une règle de politique monétaire²⁵.

Dans son livre de 1935, Fisher souhaite avant tout convaincre de la nécessité de la réforme 100%. Comme le soulignent à plusieurs reprises André Tiran et Marc Laudet dans leur introduction à l'édition française : « c'est un ouvrage militant » [Fisher, 1935b, p. 7].

Dans sa volonté de convaincre, Fisher cherche à démontrer la compatibilité du 100% réserves avec nombre de propositions de politiques monétaires et de perspectives idéologiques sur le rôle de la monnaie. Il présente ainsi la règle de politique monétaire comme indépendante du 100% réserves et affirme qu'on peut être favorable au 100% réserves même en refusant l'instauration d'une règle : « the 100 % system is, theoretically, entirely independent of any particular monetary policy » [Fisher, 1935a, p. 96]. Le 100% réserves est compatible avec

²⁴ Simons [1946, p. 89] fait l'éloge du système décentralisé de fonds d'investissement en actions qui pourrait émerger du 100% réserves, contribuant selon lui à la résolution du problème des monopoles et de la rigidité des salaires : des fonds d'investissement locaux financeraient des entreprises de la même communauté, équilibrant ou même inversant le privilège actuel dans l'accès au marché des capitaux car les petites et moyennes entreprises bénéficieraient de la loyauté de la communauté investissant dans les fonds, leur management ferait l'objet d'un examen plus attentif des actionnaires locaux, la pression de la communauté actionnaire des fonds pourrait même prévenir les hausses de salaires nuisibles à la compétitivité industrielle locale, ou au contraire inciter les entreprises à accorder les hausses de salaires nécessaires à l'attraction de travailleurs.

²⁵ Si Tavlas [2021] discute les différences entre les règles de politiques monétaires recommandées au fil de leurs écrits par Fisher et les économistes de Chicago en termes de justification pour la mise en place de la règle, de spécification des différentes règles possibles et de leurs caractéristiques ainsi que de degré de contrainte imposée sur l'autorité émettrice par la règle, nous nous focalisons dans cette section sur le fait que là où chez Fisher, le 100% réserves serait une bonne réforme même en l'absence de règles, chez Simons, le 100% réserves n'est pas pensé indépendamment de la règle.

nombre de critères de stabilisation comme avec des politiques monétaires volontairement inflationnistes ou déflationnistes, ou encore avec le désir de sortir ou non de l'étalon-or. Bien que Fisher était à titre personnel en faveur de la sortie de l'étalon-or et faisait depuis longtemps la promotion active d'une règle de stabilisation du dollar, le 100% réserves ne devait selon lui pas être pensé ou présenté comme intrinsèquement associé à une de ces politiques [Fisher, 1935a, p. 96, 1936a, p. 13-14]. Le 100% réserves serait encore meilleur avec la règle de stabilisation de la valeur de la monnaie mais fonctionnerait bien sans [Fisher, 1935a, p. 103-104]. Dans tous les cas, il devrait assurer une certaine stabilité du volume de la monnaie (ainsi que de sa vélocité, voir la prochaine section) et des prix comparé au système de réserves fractionnaires, car il mettrait un terme aux successions de phases d'expansions/destructions de monnaie engendrées par les banques telles que décrites précédemment [Fisher, 1936a, p. 13].

À l'inverse, Chez Simons, l'instauration d'une règle de politique monétaire - de fixation de la quantité de monnaie ou de stabilisation des prix - et plus précisément de règles d'actions et non uniquement de règles d'objectifs, est indispensable. Le 100% réserves, et plus généralement la réforme de grande ampleur du système financier qu'il préconise, représente davantage un outil pour approcher la *Good Financial Society* qu'il promeut qu'un objectif *en soi*. *Good Financial Society* dans laquelle l'émission monétaire (idéalement restreinte à la monnaie effective dans la *Good Financial Society*, voir section III-B) serait totalement dans les mains de l'État, qui l'assurerait en suivant précautionneusement la règle de politique monétaire. Pour citer Simons, l'objectif du 100% réserves, en tant que « first step toward reconstruction of our whole financial organization » est de « remodel our permissible financial practices to the end of making feasible and easily workable a definite, mechanical set of rules of the economic game as to money. » [Simons, 1936a, p. 19].

Pourquoi la mise en place d'une règle de politique monétaire est-elle à ce point fondamentale chez Simons ? La nécessité de cette règle est intrinsèquement liée à la problématique de la formation des anticipations dans un contexte d'incertitude²⁶. Selon Simons, les politiques monétaires discrétionnaires créent de l'incertitude sur le contexte monétaire futur. Incertitude sur la valeur future de la monnaie [Simons, 1944a, p. 339] et, plus généralement, sur les évolutions à venir dans la politique monétaire : « Monetary uncertainty afflicting private, competitive business » [Simons, 1945a, p. 281], si bien que « every investment and business venture is largely a speculation in the future actions of the Federal Reserve Board » [Simons, 1935, p. 558].

²⁶ Outre qu'elle réduit l'incertitude monétaire, la règle de politique monétaire a d'autres avantages pour Simons, notamment, elle permet de discipliner la politique budgétaire également contrainte par le respect de cette règle : impossibilité de financer les dépenses par « l'impression monétaire » en cas de règle de fixation de la quantité de monnaie, ou adéquation de la position budgétaire avec le maintien de la stabilité des prix dans le cas de la règle de stabilisation des prix [Simons, 1933, 1936a, 1945c, p. 16-17]. Plus généralement, sur l'importance des règles comme moyen de prévenir la concentration des pouvoirs économiques dans l'ordolibéralisme de Simons, voir Köhler et Kolev [2013].

En effet, pour Simons, une politique monétaire discrétionnaire donne à l'autorité monétaire un pouvoir de déstabilisation des prix bien trop important : « within a free enterprise economy, there would seem to be no place for a monetary authority with power to alter arbitrarily the position of parties to financial contracts. » [Simons, 1933, p. 33-34]. Et une telle politique présente de nombreux autres facteurs d'incertitude monétaire : elle est soumise à l'influence de diverses minorités organisées (monopoles, syndicats, agences et experts chargés de mettre en œuvre la politique et l'utilisant pour « consolidating their own position and that of their patron faction » [Simons, 1942, p.203]), prévenant d'autant plus toute stabilité de la politique monétaire, et elle risque de se traduire par une multitude d'interventions désorganisées et imprédictibles de l'autorité émettrice [Simons, 1945a, p. 280-281].

Ainsi, Simons [1936a, p. 14, 16, 19] met en avant la nécessité de privilégier l'instauration d'une règle « mécanique » (ou du moins la plus mécanique possible) et stable à la discrétion. Une politique fondée sur la règle, fixée législativement ou dans la constitution, serait préservée des dangers d'une politique discrétionnaire : une fois les règles de politiques monétaires établies, la délégation de leur application aux autorités administratives compétentes (le *Federal Reserve Board* puis le Trésor dans les écrits de Simons) n'est plus un problème, le nombre et la variété des interventions de l'autorité émettrice seront réduits par le respect et l'application des règles d'actions et d'objectifs fixées [Simons, 1936a, p. 22-23, 1945a, p. 281]. La stabilité de la politique monétaire serait assurée, et par conséquent l'incertitude monétaire minimisée. La réduction de l'incertitude monétaire, fournissant une base sûre aux anticipations des agents, justifie que l'autorité émettrice soit « limited to a strictly administrative function », et que la politique monétaire soit fondée sur des « highly definite and stable rules of the game » [Simons, 1936a, p. 12-13] que l'institut d'émission se contente d'appliquer afin de créer la monnaie la plus neutre possible.

Les deux principales règles proposées par Simons sont une règle de fixation de la quantité de monnaie et une règle de stabilisation du niveau général des prix (au niveau national et international). La première est la règle privilégiée dans son memorandum de 1933 (tandis qu'une règle de long terme de stabilisation des prix y est au contraire, longuement critiquée), notamment car elle est considérée comme la règle qui préviendrait le mieux de l'intervention discrétionnaire de l'autorité émettrice. Mais même la règle de stabilisation des prix est considérée préférable à l'absence de règle, car elle réduit drastiquement l'incertitude provoquée par l'accumulation non coordonnée de la structure financière anarchique et de politiques budgétaires et monétaires discrétionnaires [Simons, 1936a, p. 21-22]. Et ce bien qu'à l'inverse de la règle de quantité de monnaie, elle implique nécessairement une certaine discrétion quant aux moyens de son application²⁷.

²⁷ Les raisons pour lesquelles à partir de 1936, Simons devint favorable, au moins à titre provisoire, à une règle de stabilisation des prix plutôt qu'à une règle de fixation de la quantité de monnaie sont expliquées dans les prochaines sections.

Ce qui compte avant tout dans la règle, ce n'est pas tant la règle *en soi* mais qu'elle soit bien définie (dans ses moyens et objectifs) et simple, afin que l'adhésion et la pression de la population pour son maintien assurent sa stabilité et préviennent les tentatives de manipulations législatives ou administratives de la règle [*Ibid.*, p. 29]. La pression morale réfrénant l'abus de la règle est plus cruciale que la règle elle-même [Simons, 1945c, p. 20]. Simons [1933-1934, p. 259, 1936a, p. 5, 14] stipule qu'il faut en faire une « nouvelle religion de la monnaie », de façon à ce qu'elle puisse ensuite être suivie même de façon irrationnelle, « on faith ». L'important étant que les agents aient confiance dans, et anticipent, son maintien et son respect. Une fois que l'autorité émettrice sera anticipée agir conformément à la règle, celle-ci deviendra « nearly self-implementing » [Simons, 1942, p. 206] et « the economic objective of minimizing monetary uncertainty would be attained » [*Ibid.*] Ceci valant pour :

1) la règle de quantité de monnaie - Simons [1933, p.35] explique ainsi que la déflation perpétuelle (à mesure que la production augmenterait) qu'elle pourrait provoquer ne serait pas problématique car anticipée dans les contrats de dette et les taux d'intérêt appliqués à ceux-ci, empêchant le rapport créancier-débiteur de basculer au profit des premiers tant que les anticipations de baisse des prix des parties prenantes au contrat convergeraient approximativement sur la baisse effective²⁸.

2) La règle de stabilisation des prix – Simons [1946] précise qu'afin qu'une telle règle soit efficace, il faut que soit ancré dans les anticipations des agents (et pour cela que la validité de ces anticipations soit confirmée par les actions du gouvernement s'y engageant par avance) que toutes déviations inflationnistes ou déflationnistes « if not prevented, will afterward be reversed » [*Ibid.*, p.86]. En commençant par la compensation de l'inflation survenue durant la guerre, Simons préconisant une baisse graduelle des prix jusqu'à leur niveau de 1942-1943. Cette déflation temporaire ne devant pas engendrer de chômage important justement car, dans le cadre de la règle, les stratégies salariales devraient s'adapter aux anticipations de déflation.

Simons [1936a, p. 13-14, 29] insiste bien sur le fait que, quelle que soit la règle choisie, d'augmentation, de stabilisation, ou de baisse des prix, du moment qu'elle réduit l'incertitude, ses effets devraient après une période transitoire tendre à être anticipés et compensés sur les différents marchés ; aussi bien sur le marché du travail que sur celui de la monnaie. De toute façon, le poids énorme qu'a eu jusqu'à alors « the extreme monetary uncertainty » dans les comportements des agents est tel qu'il est très difficile, sur la base des données passées, « to judge the merits of any precise rules of monetary policy » [*Ibid.*, p.14].

²⁸ Fisher [1935a, p. 97] également tient compte de l'importance de la convergence des anticipations des parties prenantes aux contrats de dette, en cohérence avec sa théorie de la déflation par la dette, c'est cette convergence qui permettrait de maintenir l'économie le plus proche du plein-emploi. Mais de son point de vue, c'est la règle de stabilisation des prix qui devrait le plus efficacement permettre d'atteindre cet objectif sur le long terme car les agents sont soumis à l'illusion monétaire.

Cela renvoie à un aspect original et insuffisamment relevé de la pensée de Simons. On ne peut prévoir les effets d'une réforme monétaire sur la base des données établies étant donné que la réforme va elle-même entraîner des changements dans le comportement des agents vis-à-vis de la monnaie (à la fois recherchés, donc anticipés, mais aussi indésirables et imprévus)²⁹. Une première illustration de cela concerne la demande de monnaie [Simons, 1946, p. 87] : se servir des évidences empiriques relatives à l'augmentation de la demande de monnaie est une base précaire pour évaluer la quantité de monnaie nécessaire à la stabilisation des prix dans le cadre des politiques de long terme recommandées par Simons (100% réserves incluse). En effet, les données empiriques dont on dispose sont issues de période d'« extreme monetary instability and uncertainty », elles ne sont pas adaptées à la compréhension du comportement de la demande de monnaie dans un cadre institutionnel réformé, censé réduire drastiquement cette incertitude (et de ce fait la demande de monnaie).

III. La critique interne de Simons : le 100% réserves, insuffisant pour rendre la monnaie exogène

A. Le 100% réserves et la vitesse de circulation de la monnaie

La critique interne du 100% réserves opérée par Simons repose sur la perspective selon laquelle la réforme monétaire risque d'entraîner des changements dans le comportement des agents pouvant rendre le contrôle monétaire recherché grâce au 100% réserves inefficace. Cela est d'abord identifiable par le prisme de la divergence interne entre les partisans du 100% réserves concernant la vitesse de la monnaie.

Chez Fisher et surtout chez Simons, la vitesse de circulation de la monnaie joue un rôle dans le cycle économique. Dans son livre de 1935 [p. 101-102], Fisher décrit cette vitesse comme relativement stable et soutient que, en parallèle de l'instauration du 100% réserves, l'effet des changements dans la vitesse sur les prix ou l'activité économique pourrait être compensé par les variations dans le stock de monnaie opérées par l'autorité monétaire, ou encore, en donnant à cette dernière la possibilité d'agir sur la vitesse de la monnaie grâce à un système de *Stamp Scrip* inspiré de Silvio Gesell³⁰. Dans un article de 1936 [Fisher et Lehmann, 1936b,

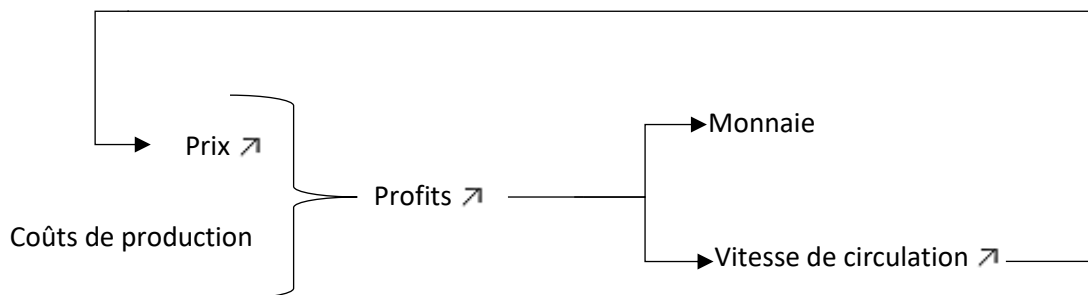
²⁹ Tavlas [2021, p. 221] fait remarquer qu'il s'agit d'une anticipation par Simons de la critique de Lucas.

³⁰ Fisher avait déjà fait la promotion de ce système dans *Booms & Depressions* [1932] et lui consacre un petit ouvrage, *Stamp Scrip*, en 1933. Dans cette proposition (qui a fait l'objet de nombreuses expériences au niveau local), le gouvernement émet un genre particulier de billets nécessitant l'accolage hebdomadaire d'un timbre acheté par le détenteur du billet. L'objectif recherché étant d'accélérer la vitesse de circulation de la monnaie grâce à cette taxe sur la thésaurisation, d'augmenter ainsi le volume d'activité et surtout le niveau des prix, contribuant à la sortie de la dépression. Déjà, Fisher [1932, p. 230, 1933, p. 42] envisage de rendre la mesure permanente, en régulant le volume de billets et/ou l'intervalle entre les timbrages afin de stabiliser durablement le niveau des prix et l'activité. Finalement, la réalisation que la vitesse de la monnaie serait quasiment constante avec le 100% réserves a amené Fisher à laisser de côté le *Stamp scrip* dans le cadre de la réforme [Fisher to Morgan, September 25, 1945, cité dans Fisher, 1997, p. 242, Demeulemeester, 2018, p. 374].

p. 240], il explique que la vélocité de la monnaie évolue dans le même sens et avec la quantité de monnaie. Dans cette hypothèse, le comportement de la vélocité de la monnaie ne remet pas en cause l'efficacité du contrôle sur la quantité de monnaie permis par le 100% réserves à réguler l'économie. À l'inverse, en agissant à la hausse ou à la baisse sur la quantité de monnaie, l'autorité monétaire disposerait d'un pouvoir de contrôle indirect de la vitesse de circulation. Les politiques d'augmentation de la quantité de monnaie via l'*open market* que Fisher préconise pour prévenir toute crise déflationniste ne seraient pas sans effet, bien au contraire : « "the additional amounts of money poured into circulation" did not "go to swell the hoards of idle money," but, on the contrary, they unfroze those hoards and quickened the circulation of the whole mass. » [Fisher et Lehmann, 1936b, p.241].

Sur ce point également, la pensée de Simons est plus complexe que celle de Fisher. Il reconnaît déjà en 1933 que l'instauration du 100% réserves assortie d'une règle de fixité de la quantité de monnaie effective risque d'être, au moins sur le court terme, accompagnée par des variations importantes de la vitesse de circulation de la monnaie effective, potentiellement à l'origine de « substantial cyclical fluctuations » [Simons, 1933, p. 42] préjudiciables à la stabilité politique du nouveau système. On peut représenter la dynamique cyclique envisagée par Simons sur la base de nos précédant schémas :

Schéma 5 : phase haussière du cycle économique dans le 100% réserves



La constance de l'offre de monnaie effective n'empêchera pas la hausse des profits, permise par le mauvais ajustement des prix relatifs, de provoquer, via l'accélération endogène de la vélocité de la monnaie effective, le cercle vicieux caractérisant la phase haussière du cycle. On peut supposer que les variations dans la vitesse de circulation de la monnaie effective pourraient même entièrement compenser la fixation de sa quantité. À l'inverse concernant la phase baissière du cycle, on peut se la représenter en reprenant le *schéma 4* et en posant l'offre de monnaie effective comme constante, avec le cercle vicieux de la déflation soutenu uniquement par les variations dans sa vitesse.

Dans le mémorandum de 1933, Simons présente cela comme une problématique de court/moyen terme ne remettant pas fondamentalement en cause la règle de fixation de la quantité de monnaie [Simons, 1933, p. 42-43]. En 1936, il désigne cette fois l'atténuation du

problème des variations dans la vélocité de la monnaie effective (dues à l'impact des monopoles privés sur la structure des prix) par la mise en place d'une « highly competitive economy » [Simons, 1936a, p. 18] comme un des deux prérequis nécessaires avant d'envisager le passage à une règle de fixation de la quantité de monnaie (le deuxième, la refonte complète de la structure des contrats financiers pour prévenir le développement de quasi-monnaies, est présenté dans la section suivante). En attendant, la règle de stabilisation des prix « defines, within a definite long-term rule, appropriate measures for dealing with velocity changes » [*Ibid.*]³¹.

On peut ainsi considérer la réflexion de Simons comme plus nuancée que celle de Fisher³². Au même titre qu'avec ses considérations sur la demande de monnaie, il ne fait pas preuve d'un empirisme naïf. Ce n'est pas parce que des données établies sur les périodes précédant la réforme montrent un comportement déterminé dans la vélocité de la monnaie effective (suivant les changements dans l'offre de monnaie effective ou constante) que ce comportement ne sera pas lui-même altéré avec les basculements institutionnels engendrés par la réforme de 100% réserves. L'offre de monnaie effective pouvant être fixée et la vitesse de circulation changée en fonction de la position dans le cycle économique. D'ailleurs, Simons exprime à plusieurs reprises ses doutes quant à la recherche de causalité sur la base de séries temporelles de données, notamment pour déduire les comportements de la monnaie [1936a, p. 8, 1945a, p. 301, 1946, p. 87]³³.

B. Quasi-monnaies et instabilité financière

Associée à la problématique de la vélocité de la monnaie effective, une autre fragilité du 100% réserves identifiée par Simons est le risque d'un développement endogène de quasi-monnaies : la tentative de fixer la quantité de monnaie effective risque de provoquer le développement de nouvelles formes monétaires, évoluant avec, et amplifiant, les fluctuations cycliques.

La possibilité d'une extension de l'usage de quasi-monnaies échappant au principe de la couverture à 100% et au contrôle de l'autorité monétaire sur l'offre de monnaie a très tôt été

³¹ Contrairement à Fisher [1935a], Simons [1933, p. 43, 1936a, p. 18] est dubitatif quant à l'opportunité de compenser directement ces changements dans la vélocité de la monnaie effective par des variations dans sa quantité. Ceci en raison des difficultés liées à la mesure statistique de ces changements et, du fait de ces difficultés de mesure, du risque de redonner à l'autorité monétaire un pouvoir discrétionnaire trop important. Il s'oppose également aux plans de taxation de la thésaurisation à la Gesell/Fisher [Simons, 1942, p. 336-337, 1945a, p. 283].

³² Et que celle de Milton Friedman. En effet, 20 ans plus tard, dans un article en l'honneur de Simons, ce dernier cherche à le démentir en défendant exactement la même position que Fisher sur le comportement de la vélocité de la monnaie [Friedman, 1967, p.12].

³³ Plus globalement, Simons et les autres membres de l'ancienne école de Chicago, contrairement à Fisher, accordaient guère d'importance à la validation empirique d'une théorie une fois qu'ils l'avaient considérée comme fondamentalement juste [Simons, 1935, p. 556 ; Patinkin, 1973, Rockoff 2000, p. 27].

prise en compte par Simons³⁴, puis, plus marginalement et avec moins d'inquiétudes vis-à-vis de la remise en cause de la viabilité du plan de 100% réserves que cela posait, par d'autres de ses partisans parmi lesquels Fisher [Hart, 1935, p. 106, 111, 113-115 ; Angell, 1935, p. 14-15, Fisher, 1935a, p. 23, 164-170 ; Fisher *et al.*, 1939, p. 23 ; Graham, 1936, p. 438-440, 1941, p. 339 ; Currie, 1938, p. 361-362]. C'est cette considération qui a contribué à voir l'enthousiasme de Simons vis-à-vis d'une simple couverture à 100% des dépôts rapidement diminuer et qui l'a amené à proposer sa solution de réforme plus globale et radicale du système financier et monétaire.

Début 1934, il met déjà en évidence la grande variété d'actifs financiers pouvant venir se substituer aux dépôts à vue (comptes épargne, titres du Trésor, papier commercial de grandes entreprises...) au moins comme réserves de valeur jugées liquides mais aussi comme moyens de paiement, rendant une simple couverture à 100% des dépôts à vue inapte à assurer la stabilité monétaire et financière [Simons to Fisher, January 19, 1934, Simons to Douglas, January 25, 1934, Simons to Fisher, March 29, 1934, Simons to Fisher, July 4, 1934, Simons papers, cités par Phillips, 1995, p.68, 89-90 ; Simons, 1934, p. 39].

Le problème du système financier est vaste. C'est un problème de liquidité. Plus largement que la question du 100% réserves, c'est à la croyance erronée (et institutionnalisée dans le système financier) que des fonds peuvent à la fois être disponibles (liquides) et investis à laquelle il faut s'attaquer si on souhaite prévenir le développement de quasi-monnaies ainsi que l'instabilité financière et monétaire. Ceci en institutionnalisant, et en œuvrant à rendre claire, la différence entre réserves de liquidités (monnaie) et fonds investis [Simons, 1936a, p. 6].

La maturité de court terme des dettes conduit les investisseurs à les considérer quasiment comme de la monnaie (plus une créance est de court terme, plus elle peut être considérée comme un substitut monétaire, de la quasi-monnaie [*Ibid.*, p. 8]), comme un support de réserves de liquidité sur lequel ils croient pouvoir toujours tirer en cas de nécessité.

Cela fait des titres de dette de court terme (incluant les comptes épargne) des potentiels substituts aux dépôts à vue dans un système de 100% réserves, qui contribueraient à rendre la réforme purement « nominale » en termes de stabilité financière. En période d'expansion, les agents (et particulièrement les banques) investissent massivement dans ces titres de court terme jugés aussi liquides que la monnaie effective. À l'inverse, en phase de retournement, tous les créanciers se tournent vers la monnaie effective (dépôts et billets) en même temps et elle ne peut être obtenue (paradoxe de la liquidité) : les prêteurs/investisseurs exigent le remboursement de leurs prêts de court terme (par exemple demande de remboursement des

³⁴ Un autre économiste qui soulève au même moment ce problème, c'est Friedrich Hayek [Hayek to Simons, December 1, 1934, cité par Phillips, 1995, p. 91 ; Hayek, 1937, p. 82-83]. À la suite d'Hayek et Simons, des opposants au 100% réserves vont également mettre en avant le risque de développement de substituts monétaires : c'est le cas de Fritz Lehmann [1936a, p. 42-43], Lin Lin [1937, p. 81-82], Harry Gunnison Brown [1940, p. 312-314], Rollin G. Thomas [1940, p. 317-323] et Benjamin Higgins [1941, p. 92-95]. Comme Simons, Thomas considère que pour être efficace, le 100% réserves devrait être accompagné d'une mesure drastique (et dans sa perspective non désirable) d'abolition des dettes de court terme.

call loans, runs sur les comptes épargne, etc.), refusent de renouveler les prêts et sont à l'origine de tentatives de ventes massives d'actifs des entreprises et institutions financières, et de la baisse des prix. Les « hopeless efforts » [*Ibid.*, p. 9] de liquidation des entreprises sont la conséquence de cet engrenage [Simons, 1934, p. 39, 1936a, p. 7, p. 9-10, 1936b, p. 69 ; Simons to Fisher, July 4, 1934]. Le 100% réserves ne peut prévenir ce processus (et risque au contraire de le stimuler) qui serait source d'instabilité financière et économique majeure même une fois la réforme mise en œuvre.

De même, l'existence d'une large gamme de titres de dette de court terme et leur liquidité apparente risque de rendre la réforme de 100% réserves « nominale » en termes de stabilité monétaire. La « general acceptability » [Simons, 1936a, p. 5] de ces quasi-monnaies comme moyens de paiement peut se développer si la quantité de monnaie effective (billets et dépôts) est trop restreinte par l'autorité monétaire, de même que « the perverse variability in the amounts of "near-moneys" » [*Ibid.*].

Par ailleurs, en raison de leur seule fonction de réserves de valeur, ces actifs de court terme constitueraient le support des variations importantes dans la vitesse de la monnaie effective précédemment étudiées. En phase d'expansion, les agents investissent abondamment dans ces actifs jugés aussi liquides que la monnaie effective (ou autrement dit, se procurent des titres avec leurs dépôts à vue et leurs billets), accélérant sa vitesse de circulation (via le prêt de cette monnaie investie aux demandeurs d'emprunts) et alimentant l'inflation. Et surtout³⁵, à travers les tentatives généralisées de liquidation d'actifs en phase de retournement, les agents cherchent à thésauriser la monnaie effective obtenue, diminuant sa vitesse et entretenant la déflation [Simons to Fisher, July 4, 1934, Simons, 1936a, p. 8-9].

Des quasi-monnaies occupant la seule fonction de réserves de valeur suffiraient ainsi à entretenir les cycles économiques en servant de support aux variations endogène dans la vitesse de circulation de la monnaie effective sous le 100% réserves. L'imposition aux déposants de frais de tenue de comptes courants, que la réforme risquait de rendre nécessaire aux banques de dépôts pour maintenir des profits (imposition de frais bancaires à laquelle Simons [1946, p. 88] était favorable dans la *good financial society*), pourraient par exemple inciter d'autant plus les agents à placer leurs fonds dans des titres rémunérateurs en période d'expansion et de confiance plutôt qu'à les garder sur leurs comptes à vue, contribuant à l'accélération de la vitesse de monnaie effective. De même, ces frais pourraient inciter les

³⁵ « Surtout » car, comme on l'a évoqué dans notre première partie, les actions d'entreprises, que Simons ne considère pas comme des substituts monétaires significatifs, peuvent malgré cela constituer le support de l'accélération de la vitesse de circulation de la monnaie effective en phase d'expansion. Si bien que même dans une *Good Financial Society* débarrassée de quasi-monnaies, la hausse de la vitesse de circulation de la monnaie effective continuerait de passer par l'émission et l'achat de plus d'actions en phase haussière du cycle (dans une moindre mesure néanmoins car les actions, contrairement aux obligations de court terme dans les systèmes financiers non réformés, ne seraient pas vues comme des substituts monétaires équivalents, ou quasiment équivalents, aux espèces et dépôts pour thésauriser la monnaie), tandis que la diminution de la vitesse de la monnaie effective en phase baissière serait, elle, atténuée par l'absence de maturité prédéfinie attachée aux actions et la suppression parallèle des grands marchés financiers organisés limitant les opportunités de se tourner vers la monnaie effective par la vente d'actions puis de thésauriser cette monnaie [Simons, 1936a, p. 8].

banques et leurs clients à développer de nouveaux moyens de paiement non soumis à ces charges [voir Hart, 1935, p. 113-115, Angell, 1935, p. 14]. Plus généralement, Simons [1936a] mettait en avant la dynamique d'innovations financières centrée sur la recherche du profit qui amènerait les institutions financières et les investisseurs à développer des quasi-monnaies (titres) servant de support aux fluctuations endogènes dans la vélocité de la monnaie effective ou de nouveaux moyens de paiement.

Demeulemeester [2018, p. 364-365] fait remarquer que Simons n'établit pas de frontière claire entre ce qui constitue ou non de la monnaie (autrement dit, il soulève la définition large de la monnaie de Simons). Mais c'est justement pour cette raison que Simons, davantage que Fisher, conçoit les limites du 100% réserves. Dans le système financier alors en vigueur, des actifs de court terme, perçus comme très liquides, les *bills* émis par le Trésor par exemple, pourraient voir leur utilisation comme réserve de valeur mais aussi comme moyens de paiement se développer après l'instauration du 100% réserves. Une fois de plus, la position de Simons se caractérise par la compréhension qu'une réforme institutionnelle comme le 100% réserves risque de changer les usages et comportements des agents, portant à mal les objectifs même de cette réforme en termes de stabilité monétaire, financière et économique.

Fisher ne considère jamais que le développement de quasi-monnaies puisse remettre en cause de façon significative le 100% réserves. Dans sa perspective, étant donné qu'empiriquement les comptes épargne ne représentent pas des substituts monétaires significatifs, notamment comme intermédiaires de fluctuations substantielles dans la vélocité de la monnaie (particulièrement car les taux d'intérêt auxquels ils sont rémunérés préviennent qu'ils fassent l'objet de retraits fréquents), il n'envisage pas que cela change avec la réforme [Fisher to Simons, December 14, 1934, cité par Phillips, 1995, p. 92, 1935a, p. 168-169]. Il met tout de même en avant une série de mesures mais que n'altèrent jamais fondamentalement sa proposition de réforme originelle. Pour traiter le risque d'utilisation des dépôts à terme ou d'autres actifs financiers comme moyens de paiement, il recommande d'interdire cet usage par la loi [Fisher, 1935a, p. 23, 165, Fisher *et al.*, 1939, p. 23] ; de plus, les frais bancaires pourraient être pris en charge par l'État [Fisher, 1935a, p. 153, 156-159]. Et pour prévenir les variations abruptes dans la vitesse de circulation passant par ces substituts monétaires, ainsi que les phénomènes d'instabilité financière et bancaire dont ces variations pourraient être à l'origine, il propose d'inciter les déposants à maintenir la monnaie sur leur compte à terme par des taux plus élevés ou en limitant leurs possibilités de retrait [Fisher, 1935a, p. 165-166, Fisher *et al.*, 1939, p. 23]. De toute façon, en cohérence avec son idée selon laquelle les variations dans la vélocité de la monnaie suivent celles de sa quantité, il soutient qu'une fois le 100% réserves instauré, le risque de ruées bancaires serait lui-même diminué [Fisher, 1935a, p. 166, 170]. Quant à l'impact sur les prix des variations dans la vélocité de la monnaie dues aux ruées sur ces substituts monétaires, il serait compensé par les changements dans la quantité de monnaie qu'opérerait l'autorité monétaire afin de maintenir la stabilité des prix [*Ibid.*, p. 170].

De même concernant les autres partisans du 100% réserves. C'est le risque de développement de quasi-monnaies comme moyens de paiement qui est davantage considéré. La question des substituts monétaires comme réserves de valeur et support de fluctuations dans la vélocité de la monnaie effective est plus négligée. Et à l'instar de Fisher, les solutions qu'ils proposent pour empêcher le développement de ces deux formes de quasi-monnaies (notamment parmi les mesures les plus fortes la conversion des comptes épargne en titres de long terme) ne vont jamais aussi loin que le bouleversement radical du système financier que Simons met en avant. Currie [1938, p. 361] rejetant même explicitement la proposition d'abolir le financement par l'intermédiaire des comptes à terme (en leur imposant également un 100% réserves comme le recommande Simons [1946, p. 85] avec les banques d'épargne), la dénonçant comme « highly deflationary ».

En effet, Simons, au contraire, tire lui pour conséquence du problème des quasi-monnaies que la réforme de 100% réserves risque d'être inefficace si elle n'est pas accompagnée d'une solution à la question des dettes, les fixant définitivement en tant qu'investissements et non plus en substituts à la monnaie effective. Il met en avant au fil de ses écrits une série de réformes visant à atteindre graduellement (ou au moins à tendre vers) la *Good Financial Society*³⁶. Toutes les dettes privées, au moins de court terme, représentant des investissements devraient être progressivement converties en actions. Conversion rendant effective la distinction entre monnaie et fonds investis, en empêchant aux prêteurs de court terme d'exiger la conversion de leurs créances en monnaie effective auprès des débiteurs³⁷. Sachant que Simons [1936a, p. 7, 1944b, p. 220] préconise en parallèle la suppression des grands marchés financiers organisés, contribuant d'autant plus à faire disparaître « the dangerous illusion of general liquidity in investments » [Simons, 1936a, p. 7]. L'élimination des substituts monétaires ne se limiterait pas aux dettes émises par le secteur privé. Simons [1942, p. 199, 1945a, p. 283] critique les Keynésiens qui, involontairement, proposent d'ajouter à la structure financière déstabilisante d'accumulation de substituts monétaires (dettes) privés une structure similaire d'accumulation de substituts (dettes) publics. Dans la *Good Financial Society*, les émissions de l'État seraient restreintes à la monnaie et aux *consols*. Ces *consols*, titres de dette publique à perpétuité, ne pourraient être convertis en monnaie (dépôts à vue et billets) que via les opérations de rachats décidées par le Trésor [Simons, 1944b, p. 220]. Une réelle différence serait ainsi construite entre les

³⁶ La question de savoir si la *Good Financial Society* représente pour Simons un idéal restant inatteignable, vers lequel le système monétaire et financier peut seulement tendre ou un objectif lointain mais graduellement réalisable (en particulier par l'abolition des dettes de court terme) nous paraît difficile à répondre. La première interprétation ressort clairement de ses premiers écrits [Simons, 1936] mais dans ses derniers articles sur la monnaie et la banque, il semble considérer la *Good Financial Society* comme un régime à atteindre très progressivement par de « numerous step and only gradual institutional change. » [Simons, 1946, p. 85, voir aussi Simons 1945c, p. 38] Le caractère nécessairement graduel, progressif, des réformes à mettre en œuvre est particulièrement important dans la philosophie politique et économique que Simons développe au fil de ses écrits.

³⁷ Comme le rappelle Demeulemeester [2018, p. 377] en reprenant les termes de Simons [1936a, p. 11], « shares of equity are neither “matured (demand)”, nor “maturing” obligations ».

émissions de monnaie et *consols* de l'État, les seconds étant aussi éloignés que possible de la monnaie. L'objectif de ces réformes étant de faire perdre à ces passifs financiers, privés et publics, leur liquidité apparente et, de ce fait, leur caractère de substituts monétaires ; de réduire ainsi les investissements dans ces titres en phase haussière et de rendre impossible toute tentative de liquidation généralisée en phase baissière. Le contrôle de la quantité de monnaie par le gouvernement pourrait alors être assuré. Celle-ci serait en effet dorénavant bien limité à la quantité agrégée de billets et dépôts à vue (monnaie effective).

Le 100% réserves ne constituant qu'une première étape dans cette reconstruction globale du système financier. Seul, il n'est qu'une réforme de *cranks* de plus (ou autrement dit une proposition de réforme monétaire excentrique de laquelle ses promoteurs attendent des bienfaits démesurés) inefficace voir déstabilisante [Simons, 1935, p. 557, 1936a, p.16-17, 30]. Il n'est en aucune façon suffisant pour prévenir le développement endogène au système financier de substituts monétaires ; et au contraire risque de le susciter. Simons [1936a] fait référence au *Bank Charter Act* de 1844 qui, en concentrant progressivement l'émission de billets dans la Banque d'Angleterre, a favorisé l'usage des dépôts bancaires comme instrument de circulation dominant. Plus globalement, il soutient à plusieurs reprises [Simons, 1933, 1936a, 1942, 1945a] que le système bancaire s'est développé (et a vu ses émissions de billets puis de dépôts largement acceptées) par la faute de l'État qui n'aurait historiquement pas assumé son rôle de fournir la quantité de monnaie satisfaisant les besoins croissants du public avec l'expansion économique. Et Simons reconnaît lui-même que le programme de réforme globale du système financier qu'il préconise pourrait à son tour s'avérer « ineffective and disappointing because of the reappearance of prohibited practices in new and unprohibited forms. » [Simons, 1936a, p. 17].

C'est une autre raison pour laquelle la règle de quantité de monnaie est provisoirement laissée de côté au profit de la règle de stabilisation des prix par Simons, malgré ses avantages en termes de simplicité et d'automaticité. Elle est inenvisageable car il n'existe rien de telle qu'une quantité de monnaie au sens strict du terme dans le système financier en vigueur [*Ibid.*, p. 16]. Une fixation de la quantité de monnaie effective risque d'augmenter « the perverse variability in the amounts of "near-moneys" and in the degree of their general acceptability » [*Ibid.*, p. 5], et donc à la fois la quantité de moyens de paiement (avec l'émergence de quasi-monnaies servant de moyens de paiement) et la vitesse de circulation de la monnaie effective (via le développement de quasi-monnaies servant de supports aux fluctuations dans la vélocité). Au contraire d'une règle de stabilisation des prix qui, assurant une plus grande flexibilité de la quantité de monnaie effective aux besoins du public, devrait contribuer à prévenir ces augmentations de la quantité de moyens de paiement et de la vélocité de la monnaie effective ainsi qu'à compenser les effets cycliques de ces augmentations sur les prix.

La deuxième condition avant d'envisager la mise en place de la règle de fixation de la quantité de monnaie effective est donc une modification drastique de la structure des contrats financiers sur la base des réformes décrites [*Ibid.*, p. 16-18]. L'économie hautement

concurrentielle (première condition) permettra de limiter au maximum les désajustements dans les prix relatifs et la refonte de la structure des contrats financiers de limiter les variations dans la quantité de moyens de paiement et la vélocité de la monnaie effective (faisant suite à ces désajustements) permis par les substituts monétaires. La règle de fixation de la quantité de monnaie fera alors sens.

On pourrait penser que le programme radical de réformes financières et monétaires de Simons est contradictoire avec sa promotion du libéralisme. Mais ce serait oublier le rôle primordial qu'il accorde à l'État dans la construction des institutions et des règles économiques qui encadrent le jeu économique ; particulièrement dans le domaine monétaire. Cela est donc cohérent avec la pensée ordolibérale qu'il développe tout au long de ses écrits.

Conclusion

Dans cet article, nous avons montré la plus grande nuance des écrits d'Henry Simons sur le 100% réserves. Davantage que Fisher, Simons souligne le caractère endogène de la création de monnaie (par les banques commerciales et la Banque centrale) et de la vélocité de la monnaie dans le cycle économique et bancaire. Et il anticipait dès les années 1930 certaines des principales critiques qui seront adressées aux propositions basées sur le 100% réserves. Sur la question des quasi-monnaies, Simons s'inscrit paradoxalement davantage dans une tradition allant d'anti-bullionistes comme Thomas Attwood et de la *Banking School* au Post-Keynésianisme, soulevant le rôle des innovations monétaires et financières venant répondre aux besoins de l'économie, que dans la tradition de la *Currency School* à laquelle la proposition de 100% réserves fut identifiée³⁸ [Goodhart et Jensen, 2015].

Pourtant, on observe une forme de fuite en avant dans les écrits de Simons, bien qu'il ait très tôt reconnu que le développement endogène de quasi-monnaies risquaient de remettre en cause le contrôle étatique sur la monnaie recherché à travers le 100% réserves, plutôt que de remettre en cause la proposition, il est allé encore plus loin en préconisant l'élimination par une série de réformes de tous les potentiels substituts monétaires afin de bel et bien rendre la monnaie exogène dans la *Good Financial Society*.

Dans notre perspective, la prise de conscience par Simons que, même dans le 100% réserves, la monnaie restera endogène tend au contraire à rejoindre la thèse « révolutionnaire » des Post-Keynésiens Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi [2013, p. 213] selon laquelle la création monétaire est « always and everywhere an endogenous phenomenon ». Mais là où Rochon et Rossi attachent une grande importance à la définition de la monnaie comme moyen de

³⁸ Et pas forcément à tort, dans une lettre à Fisher, Simons explique qu'il a commencé à réfléchir au 100% réserves en cherchant un moyen d'étendre le *Banking Act* de 1844, inspiré à l'époque par les propositions de la *Currency School*, aux dépôts à vue [Simons to Fisher, January 19, 1934, Simons Papers, cité par Phillips, 1995, p. 67].

paiement, la perspective développée par Simons permet de notre point de vue une extension pertinente de l'analyse du caractère nécessairement endogène de la monnaie : la monnaie restera endogène sous le 100% réserves, d'une part via le développement endogène de nouveaux moyens de paiement mais surtout, de quasi-monnaies servant de réserves de valeur, titres financiers jouant le rôle de support à des variations endogènes et procycliques dans la vitesse de circulation de la monnaie effective. Sur ce dernier point, la pensée de Simons était également précurseur des travaux sur l'endogénéité de la vélocité de la monnaie (quand l'autorité monétaire mène une politique restrictive) des Post-Keynésiens Hyman Minsky [1957] et Stephen Rousseas [1960]³⁹.

³⁹ Rousseas a travaillé avec Albert G. Hart, un des auteurs du *Chicago Plan* qui soulevait aussi cette problématique des variations dans la vitesse de circulation de la monnaie dans le cadre du 100% réserves [1935, p. 106, 108]. De plus, Rousseas [1960, p. 27] remercie James W. Angell (ces trois économistes ont enseigné à l'université Columbia) qui discutait également la question de la vélocité, notamment dans son article sur le 100% réserves [1935]. Minsky, lui, fut l'étudiant et un partenaire occasionnel de discussions de Simons à Chicago. Il mettait fréquemment en avant la grande influence qu'exerçait la pensée financière de Simons (et la théorie de la déflation par la dette de Fisher) sur ses travaux. À la fin de sa carrière, il devint lui aussi partisan du *Narrow Banking*, mettant explicitement en avant la filiation avec le 100% réserves de Simons et Fisher.

BIBLIOGRAPHIE

- ALLEN, William R. [1993], « Irving Fisher and the 100 Percent Reserve Proposal », *The Journal of Law & Economics*, Vol. 36, N°2, p. 703-717
- ANGELL, James W. [1935], « The 100 Per Cent Reserve Plan », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 50, N°1, p. 1-35
- BORDO, Michael D. & ROCKOFF, Hugh [2013], « The Influence of Irving Fisher on Milton Friedman's Monetary Economics », *Journal of History of Economic Thought*, Vol. 35, N°2, p. 153-177
- BROWN, Harry Gunnison [1940], « Objections to the 100 Per Cent Reserve Plan », *The American Review*, Vol. 30, N°2, Part 1, p. 309-314
- BURGESS, Randolph W. [1964], « Reflections on the Early Development of Open Market Policy », *Federal Reserve Bank of New York Monthly Review*, Vol. 46, N°11, p. 219-226
- CAGAN, Philip [1965], *Determinants and Effects of Changes in the stock of Money, 1875-1960*, NBER, New York
- CALLISON, William [2017], « Ordoliberalism's Trans-Atlantic (Un)telligibility: From Friedman and Eucken to Geithner and Schäuble », dans Josef Hien et Christian Joerges, *Ordoliberalism, Law and the Rule of Economics*, Bloomsbury Publishing
- CARROLL, Charles Holt [1858], *Organization of Debt into Currency: and Other Papers*, Arno Press & The New York Times, New York, 1972
- CHAMLEY, Christophe, KOTLIKOFF, Laurence J. & POLEMARCHAKIS, Herakles [2012], « Limited-Purpose Banking- Moving from "Trust Me" to "Show Me" Banking », *American Economic Review*, Vol. 102, N°3, p. 113-119
- CURRIE, Lauchlin B. [1934], *The Supply and Control of Money in the United States*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- CURRIE, Lauchlin B. [1938], « The 100 percent reserve plan », *Journal of Economic Studies*, Vol. 31, N°3/4, p. 355-365, 2004
- DALY, Herman E. [1980], « The economic thought of Frederick Soddy », *History of Political Economy*, Duke University Press, Vol. 12, N°4, p. 469-488
- DEMEULEMEESTER, Samuel [2018], « The 100% money proposal and its implications for banking: the Currie–Fisher approach versus the Chicago Plan approach », *The European Journal Of The History of Economic Thought*, Vol. 25, N°2, p. 357-387
- DEMEULEMEESTER, Samuel [2019], *La proposition 100% monnaie des années 1930 : clarification conceptuelle et analyse théorique*, Economies et finances, Université de Lyon
- DIMAND, Robert W. [1993], « 100 Percent Money: Irving Fisher and Banking Reform in the 1930s », *History of Economic Ideas*, Vol. 1, N°2, p. 59-76
- DIMAND, Robert W. [1998], « The Fall and Rise of Irving Fisher's Macroeconomics », *Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 2, N°2, p. 191-201

- DIMAND, Robert W. [2019], « Taming the “dance of the Dollar”: From the Compensated Dollar to 100% Money », dans Robert W. Dimand, *Irving Fisher*, Great Thinkers in Economics, Series Editor: A.P. Thirlwall, Palgrave macmillan
- DIXHOORN, Charlotte V. [2013], *Full Reserve Banking: An analysis of four monetary reform plan*, Sustainable Finance Lab, Utrecht, The Netherlands
- DYSON, Ben, HODGSON, Graham & VAN LERVEN, Frank [2016], *Sovereign Money : An Introduction*, Positive Money
- FEINMAN, Joshua N. [1993], « Reserve requirements : history, current practice, and potential reform », *Federal Reserve Bulletin*, Boards of Governors of the Federal Reserve System, Issue June, p. 569-589
- FISHER, Irving [1932], *Booms and Depressions*, Adelphi Company, New York
- FISHER, Irving, assisté par COHRSSSEN, Hans R. L & FISHER, Herbert W. [1933], *Stamp scrip*, Adelphi Company, New York
- FISHER, Irving [1935a], *100% Money*, Revised Edition, Adelphi Company, New York, 1936
- FISHER, Irving [1935b], *100% monnaie*, CLASSIQUES GARNIER, Paris, 2019
- FISHER, Irving [1936a], « 100% Money and the Public Debt », *Economic Forum*, Spring Number, p. 406-420, ThaiSunset Publications, p. 8-24, 2009
- FISHER, Irving & LEHMANN, Fritz [1936b], « 100% Money Again [with Rejoinder] », *Social Research*, Vol. 3, N°2, p. 236-244
- FISHER, Irving [1937], « Note Suggested by Review of “100 per cent Money” », *Journal of the Royal Statistical Society*, Vol. 100, N°2, p. 296-298
- FISHER, Irving, DOUGLAS, Paul H., GRAHAM, Frank D., HAMILTON, Earl J., KING, Willford I. & WHITTLESEY, Charles R. [1939], *A Program For Monetary Reform*, Library – Colorado State College of A. & M. A., Fort Collins Colorado
Lien : https://faculty.chicagobooth.edu/amir.sufi/research/monetaryreform_1939.pdf
- FISHER, Irving [1997], *Correspondence and Other Commentary on Economic Policy 1930-1937*, The works of Irving Fisher, edited by William J. Barber, assisted by Robert W. Dimand and Kevin Foster, Consulting Editor : James Tobin, Pickering & Chatto, London
- FOUCAULT, Michel [1979], *Naissance de la biopolitique*, Gallimard Seuil, 2004
- FRIEDMAN, Milton & SCHATZ, Anna J. [1963], *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1993
- FRIEDMAN, Milton [1967], « The Monetary Theory and Policy of Henry Simons », *The Journal of Law & Economics*, Vol. 10, p. 1-13
- FULLWILER, Scott [2013], « An endogenous money perspective on the post-crisis monetary policy debate », *Review of Keynesian Economics*, Vol. 1, N°2, p. 171-194
- GOODHART, Charles A.E. & JENSEN, Meinhard A. [2015], « A commentary on Patrizio Lainà's proposals for full-reserve banking », *Economic Thought*, Vol. 4, N°2, p. 20–31
- GOUGE, William M. [1833], *A short History of Paper Money and Banking in the United States*, T.W. Ustick, Philadelphia
- GRAHAM, Frank D. [1936], « Partial-Reserve Money and the 100 Per Cent Proposal », *American Economic Review*, Vol. 26, N°3, p. 428-440

- GRAHAM, Frank D. [1940], « The One-Hundred Percent Reserve System », dans *A Forum On Finance*, edited by George B. Roberts, Columbia University Press, New York
- GRAHAM, Frank D. [1941], « 100 Per Cent Reserves: Comment », *The American Economic Review*, Vol. 31, N°2, p. 338-340
- HART, Albert G. [1935], « The “Chicago Plan” of Banking Reform », *The Review of Economic Studies*, Vol. 2, N°2, p. 104-116
- HAYEK, Friedrich A. [1937], *Monetary Nationalism and International Stability*, Augustus M. Kelley, Publishers, Fairfield, 1989
- HIGGINS, Benjamin [1941], « Comments on 100 Per Cent Money », *The American Economic Review*, Vol. 31, N°1, p. 91-96
- HUBER, Joseph [2014], « Modern Money Theory and New Currency Theory », *real-world economics review*, N°66, Modern monetary theory and its critics, p. 38-57
- HUME, David [1752], *Discours Politiques*, Les classiques des sciences sociales, 2010
- HUMPHREY, Thomas M. [1987], « The Theory of Multiple Expansion of Deposits: What It Is and Whence It Came », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, Vol. 73, N°2, p. 3-11
- JOPLIN, Thomas [1823], *Outlines of a System of Political Economy*, Baldwin, Cradock and Joy, London
- JOPLIN, Thomas [1832], *An analysis and History of the Currency Question*, James Ridgway, London
- KALDOR, Nicholas [1970], « The New Monetarism », *Lloyds Bank Review*, N°97, p. 1–17
- KNIGHT, Frank H. [1933], « The Chicago Plan for Banking Reform » dans Ronnie J. Phillips [1995], *The Chicago Plan & New Deal Banking Reform*, Routledge, London and New York, p. 191-199
- KÖHLER, Ekkehard A. & KOLEV, Stefan [2013], « The conjoint quest for a liberal positive program : “Old Chicago”, Freiburg and Hayek », *HWWI Research Paper*, N° 109
- KOLEV, Stefan & KÖHLER, Ekkehard A. [2021a], « Transatlantic Roads to Mont Pèlerin : “Old Chicago” and Freiburg in a World of Disintegrating Orders », *New Working Paper Series*, N° 309
- KOLEV, Stefan & KÖHLER, Ekkehard A. [2021b], « “Old Chicago” and Freiburg : Why Ordoliberalism Was No “German Oddity” », *Economic History Series*, News, Stigler Center for the Study of the Economy and the State, University of Chicago Booth School of Business
- LAINÀ, Patrizio [2015], « Proposals for Full-Reserve Banking: A Historical Survey from David Ricardo to Martin Wolf », *Economic Thought*, Vol. 4, N°2, p. 1-19
- LAVOIE, Marc [2014], *Post-Keynesian Economics: New Foundations*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA
- LEHMANN, Fritz [1936a], « 100% Money », *Social Research*, Vol. 3, N°1, p. 37-56
- LIN, Lin [1937], « Are Time Deposits Money? », *The American Economic Review*, Vol. 27, N°1, p. 76-86
- MANKIW, Nicholas Gregory [2019], *Macroeconomics*, tenth edition, worth publisher Macmillan Learning, New York

- MEADE, James E. [1934], « The Amount of Money and the Banking System », *The Economic Journal*, Vol. 44, N°173, p. 77-83
- MINSKY, Hyman [1957], « Central banking and money market changes », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. LXXI, N°2, p. 171-187
- MOORE, Basil [1988], *Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money*, Cambridge University Press, Cambridge
- NEUMAN, Andrew M. [1937], « 100 Per cent Money », *The Manchester School*, Vol. 8, N°1, p. 56-62
- LE MAUX, Laurent [2020], « Les trous noirs de la monnaie pleine », *Revue française d'économie*, Vol. XXXV, N°2, p. 51-79
- LESTER, Richard A. [1935], « Check-Book Inflation », *The American Scholar*, Vol. 4, N°1, p. 30-40
- LEWIS, Harold Gregg [1946], « Henry Calvert Simons », *The American Economic Review*, Vol. 36, N°4, p. 668-669
- PATINKIN, Don [1973], « On the Monetary Economics of Chicagoans and Non-Chicagoans: Comment », *Southern Economic Journal*, Vol. 39, N°3, p. 454-459
- PATINKIN, Don [1993], « Irving Fisher and His Compensated Dollar Plan », *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, Vol. 79, N°3, p. 1-34
- PHILLIPS, Chester Arthur [1920], *Bank Credit*, The Macmillan Company, New York, 1931
- PHILLIPS, Ronnie J. [1995], *The Chicago Plan & New Deal Banking Reform*, Routledge, London and New York
- PRESSMAN, Steven [1999], *Fifty Major Economists*, Routledge, London and New York
- RICARDO, David [1824], *Plan for the Establishment of a National Bank*, John Murray, Albemarle-Street, London
- RIZZO, Mario [2021], « Henry Simons's Positive Program for Laissez-Faire », *Antitrust and Competition, Economic History Series*, News, Stigler Center for the Study of the Economy and the State, University of Chicago Booth School of Business
- ROCHON, Louis-Philippe & ROSSI, Sergio [2013], « Endogenous money: the evolutionary versus revolutionary views », *Review of Keynesian Economics*, Vol.1 N°2, p. 210-219
- ROCKOFF, Hugh [2000], « Henry Calvert Simons and the Quantity Theory of Money », *Working Paper*, N°2000-03, Rutgers University, Department of Economics
- ROTHBARD, Murray N. [1995a], *Economic Thought Before Adam Smith: An Austrian Perspective on the History of Economic Thought*, Vol. I, Ludwig Von Mises Institute, Edward Elgar Publishing Ltd., 2006
- ROTHBARD, Murray N. [1995b], *Classical Economics: An Austrian Perspective on the History of Economic Thought*, Vol. II, Ludwig Von Mises Institute, Edward Elgar Publishing Ltd., 2006
- ROUSSEAS, Stephen W. [1960], « Velocity changes and the effectiveness of monetary policy, 1951-57 », *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 42, N°1, p. 27-36
- SIMONS, Henry C. [1933], « Banking and Currency Reform », dans *Research in the History of Economic Thought and Methodology*, Archival Supplement 4, Edited by Warren J. Samuels, p. 23-49, 1994

- SIMONS, Henry C. [1933-1934], « F. Taylor Ostrander's Notes on Henry Simons's Course on Public Finance, Economics 360, University of Chicago, 1933-1934 », dans *Documents From F. Taylor Ostrander*, Edited by Warren J. Samuels, Elsevier Ltd, p. 241-301, 2005
- SIMONS, Henry C. [1934], *A positive Program For Laissez-Faire: Some Proposals For A Liberal Economic Policy*, Public Policy Pamphlet N°15, edited by Harry D. Gideonse
- SIMONS, Henry C. [1935], « Reviewed Work: The Supply and Control of Money in the United States », *Journal of Political Economy*, Vol. 43, N°4, p. 555-558
- SIMONS, Henry C. [1936a], « Rules versus Authorities in Monetary Policy », *Journal of Political Economy*, Vol. 44, N°1, p. 1-30
- SIMONS, Henry C. [1936b], « The Requisites of Free Competition », *The American Economic Review*, Vol. 26, N°1, p. 68-76
- SIMONS, Henry C. [1942], « Hansen on Fiscal Policy », dans Henry C. Simons [1948], *Economic Policy for A Free Society*, The University of Chicago Press, Chicago, Illinois, p. 184-219
- SIMONS, Henry C. [1944a], « Economic Stability and Antitrust Policy », *The University of Chicago Law Review*, Vol. 11, N°4, p. 338-348
- SIMONS, Henry C. [1944b], « On Debt Policy », dans Henry C. Simons [1948], *Economic Policy for A Free Society*, The University of Chicago Press, Chicago, Illinois, p. 220-230
- SIMONS, Henry C. [1945a], « The Beveridge Program: An Unsympathetic Interpretation », dans Henry C. Simons [1948], *Economic Policy for A Free Society*, The University of Chicago Press, Chicago, Illinois, p. 277-312
- SIMONS, Henry C. [1945b], « Reviewed work: World Commodities and World Currency By Benjamin Graham », *Journal of Political Economy*, Vol. 53, N°3, p. 279-281
- SIMONS, Henry C. [1945c], « Introduction : A Political Credo », dans Henry C. Simons [1948], *Economic Policy for A Free Society*, The University of Chicago Press, Chicago, Illinois, p. 1-39
- SIMONS, Henry C. [1946], « Debt Policy and Banking Policy », *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 28, N°2, p. 85-89
- SODDY, Frederich [1926], *Richesse, Richesse virtuelle et Dette*, Edition Persée, 2014
- STIGLER, George J. [1974], « Henry Calvert Simons », *The Journal of Law & Economics*, Vol. 17, N°1, p. 1-5
- TAVLAS, George S. [2020], « On the Controversy Over the Origins of the Chicago Plan for 100 percent Reserves: Sorry, Frederick Soddy, it was Knight and (Most Probably) Simons! », Hoover Institution Economics Working Papers, *Economics Working Paper 20102*
- TAVLAS, George S. [2021], « A Reconsideration of The Doctrinal Foundations of Monetary Policy Rules: Fisher Versus Chicago », *Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 43, N°1, p. 55-82
- THOMAS, Rollin G. [1940], « 100 Per cent Money: The present Status of the 100 Per Cent Plan », *The American Economic Review*, Vol. 30, N°2, Part 1, p. 315-323
- TIMBERLAKE, Richard H. [1988], « A reassessment of C.A. Phillips's theory of bank credit », *History of Political Economy*, Vol. 20, N°2, p. 299 -308
- TOBIN, James [1963], « Commercial Banks as Creators of "Money" », *Cowles Foundation Discussion Paper N°159*, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University

- TOBIN, James [1987], « Irving Fisher (1867-1947) », *The American Journal of Economics and Sociology*, Vol. 64, N°1, p. 19-42, 2005
- VINER, Jacob [1933], *Balanced Deflation, Inflation, or More Depression*, University of Minnesota Press
- VINER, Jacob [1937], *Studies in the theory of international trade*, Routledge, London and New York, 2017
- WALKER, Charles H. [1935], « The Application of the Proposals in England », *The Review of Economic Studies*, Vol. 2, N°2, p. 117-121
- WATKINS, Leonard L. [1938], « Commercial Banking Reform in the United States : With Especial Reference to the 100 Per Cent Plan And The Regulation of Interest Rates on Bank Deposits », *Michigan Business Studies*, Vol. V, N°8, Ann Arbor, University of Michigan, 1936-1938