

B) La demande de monnaie

Les premières théories de la demande de monnaie ont mis l'accent sur le caractère transactionnel de la monnaie. La monnaie n'est pas détenue pour elle-même mais parce qu'elle est utile pour effectuer des transactions (théorie quantitative de la monnaie, Ecole de Cambridge). L'une des composantes essentielles de la « révolution keynésienne » aura été de montrer que toute l'épargne n'est pas nécessairement placée sous une forme rémunérée et de faire émerger l'importance de la demande de monnaie. Les analyses postérieures qu'elle soit monétariste avec Milton Friedman ou keynésienne avec Tobin mettent l'accent sur l'intégration de la monnaie comme demande d'encaisse, au comportement de diversification de la demande d'actifs financiers, composante d'une diversification du patrimoine.

1. Détenion de monnaie dans une optique transactionnelle

Il faut attendre le XIX^e siècle pour que la monnaie soit considérée comme un bien économique, faisant l'objet d'une offre et d'une demande en raison de son caractère intrinsèquement utile. Toute l'analyse classique (Ricardo, J-S Mill...) est articulée autour d'une demande de monnaie destinée aux paiements (demande de monnaie de transaction). Il n'y a pas de demande de détention de monnaie pour elle-même : la monnaie n'est détenue que parce qu'elle facilite les échanges. La monnaie dépensée est strictement égale aux marchandises qu'elle permet d'acheter.

L'une des théories les plus complètes (et ayant eu le plus de portée) se fonde non sur la notion de demande de monnaie mais sur le concept de vitesse de circulation de la monnaie. Irvin Fisher est l'économiste le plus étroitement associé à ce point de vue découlant sur l'équation quantitative de la monnaie. Cette théorie quantitative de la monnaie (TQM) a été ensuite exprimée sous la forme d'une équation de demande : l'équation de Cambridge.

a. La théorie quantitative de la monnaie (I. Fisher)

La théorie quantitative de la monnaie formulée par I. Fisher, repose sur une identité comptable. Toute transaction mettant en relation un acheteur et un vendeur, à chaque vente correspond un achat et le montant des ventes est égal au montant des achats pour l'ensemble de l'économie.

Sachant que le montant des ventes est égal au nombre des transactions réalisées (T) multiplié par le prix moyen de celles-ci (P), et que le montant des achats est égal à la quantité de monnaie en circulation (M) multipliée par le nombre de fois que celle-ci change de main au cours d'une même période, l'identité comptable prend la forme suivante :

$$M V_t = P T \quad (1)$$

Ou si l'on appelle M , la monnaie fiduciaire (billets) et M' , la monnaie scripturale, V et V' , représentant leur vitesse de circulation respective :

$$M V_t + M' V_t' = P T \quad (2)$$

Cette équation des échanges n'est pas une véritable fonction de demande. Elle ne traduit pas une encaisse monétaire désirée, mais une encaisse nécessaire pour effectuer les transactions. Dans une économie, la monnaie qui circule ($MV + M'V'$) est nécessairement égale à la monnaie que réclament les agents économiques en contrepartie de la valeur de leurs transactions économiques (PT).

Par un exposé méthodique et une série d'hypothèses, Fisher va tenter d'expliquer pourquoi une hausse de la quantité de monnaie ne peut se traduire, à *long terme*¹, que par une hausse proportionnelle des prix.

Trois hypothèses sont généralement émises :

- *La vitesse de circulation est constante à court terme* (elle dépend en fait de la technologie des transactions : cartes de crédit, virements, prélèvements...).
- *Le produit réel (Y) rattaché² au nombre de transactions (T) est constant à court terme* (le niveau de transaction est exogène car fixé dans la sphère réelle).
- Les autorités monétaires maîtrisant parfaitement la masse monétaire par le contrôle de la base monétaire, *l'offre de monnaie est totalement exogène dans la stricte application du principe du multiplicateur*. En vertu de cette dernière hypothèse, l'équation comptable devient une relation de causalité. Pour V et T (Y) donnés, et sachant que ΔM est entièrement contrôlée par les autorités monétaires, la causalité va bien de la variation de la masse monétaire (ΔM) vers celle des prix (ΔP), et non vers ΔY (ou ΔT).

En s'intéressant surtout à l'aspect institutionnel de la vitesse de circulation de la monnaie, l'analyse de Fisher est essentiellement macroéconomique. Elle cherche à déterminer la quantité de monnaie nécessaire à l'économie pour effectuer un volume donné de transactions (et non la quantité de monnaie désirée par les

¹ Fisher reconnaît l'existence, à *court terme*, d'effets transitoires (constituant les cycles de prospérité et de dépression, et pouvant durer 8 ans environ) de M (et M') sur les variables V (V') et T . Cependant, tôt ou tard, Fisher considère que le seul effet définitif d'une variation de M (et M') est une variation strictement proportionnelle des prix P .

² On introduit la vitesse-revenu, c'est à dire le nombre de fois que l'unité monétaire moyenne est la contrepartie de transactions commerciales génératrices de revenus pendant l'unité de temps.

agents). L'accent est mis sur la nécessité et non la volonté de détenir de la monnaie. Telle est la différence fondamentale entre la TQM de Fisher et l'équation monétaire de Cambridge.

b. L'équation de Cambridge (A. Marshall, A.C Pigou)

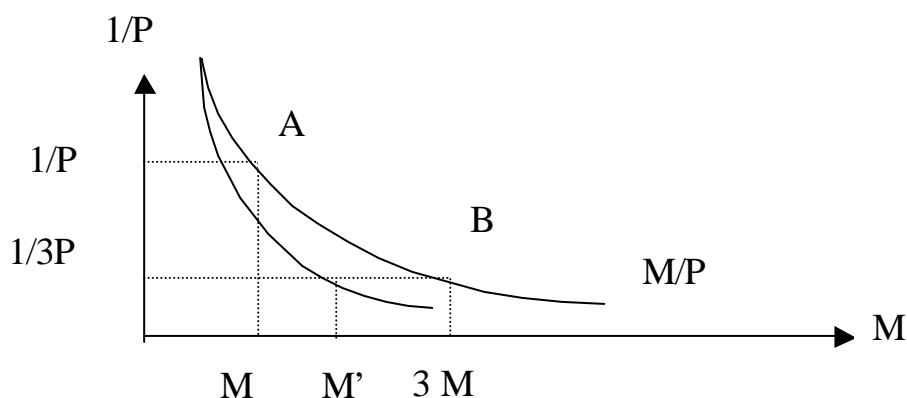
C'est avec l'Ecole de Cambridge (A. Marshall, A.C Pigou) qu'apparaît pour la première fois la notion de demande de monnaie. Selon les tenants de cette école, les agents expriment une demande de monnaie (M) proportionnelle au total des ressources (Y : revenu national réel). Avec P le niveau des prix, et en appelant k cette proportion, l'équation de Fisher est reformulée de la manière suivante :

$$M = k P Y$$

La partie droite de l'équation (kPY) représente la demande d'encaisses monétaires dans laquelle k traduit un véritable désir d'encaisses. L'accent est mis sur la volonté de détenir de la monnaie en vue d'une transaction.

Contrairement à l'équation de Fisher (de nature macroéconomique), la relation de Cambridge se place davantage dans une optique individualiste (comportements individuels) en s'interrogeant sur les raisons qui incitent les agents à détenir des encaisses. Il est possible de justifier la détention d'encaisses par l'absence de synchronisation entre les recettes et les dépenses, et l'incertitude concernant certaines dépenses futures imprévues et certaines recettes futures dont la valeur n'est pas garantie.

Lorsque les agents perçoivent une modification de leurs encaisses réelles (M/P), celle-ci pouvant provenir d'une hausse de M ou une baisse de P, ils cherchent à en retrouver le niveau requis (paramètre k) en modifiant leur demande de biens. Ainsi en écrivant $M/P = k Y$, les tenants de l'Ecole de Cambridge font de la demande réelle de monnaie une fonction à élasticité-prix uniforme égale à 1 (ceci revient à considérer que la demande de monnaie varie proportionnellement aux prix). La fixité de k et de Y permet d'écrire, $(M/P) = kY$, quelle que soit la valeur de M.



Sur le graphique le passage de A à B ne modifie pas le niveau de l'encaisse réelle ($M/P = (3M / 3P)$). Dans les faits, on constate cependant que la stricte proportionnalité entre monnaie et prix n'existe pas. La demande d'encaisse réelle diminue en effet avec la hausse des prix (ce qui implique une courbe de demande d'encaisse réelle ayant une pente plus accentuée que celle présentée ci-dessus). En d'autres termes, la hausse de P (P à 3P) se solde généralement par une augmentation de M (M a une valeur moindre que 3M) au total M/P diminue avec la hausse de P.

2. Demande de monnaie comme demande d'encaisse (J-M Keynes)

a. Les motifs de transaction, de précaution et de spéculation

Keynes distingue trois motifs de détention de la monnaie :

- ***Le motif de transaction*** fait référence aux disponibilités nécessaires aux agents pour effectuer leurs transactions. Appliqué aux ménages, ce motif est appelé *motif de revenu*. Il correspond à la détention de monnaie rendue nécessaire par l'existence d'un intervalle de temps entre le moment où les ménages perçoivent leurs revenus et celui où ils les dépensent. Appliqué aux entreprises, ce motif est appelé *motif professionnel*. Les entreprises doivent en effet posséder de la monnaie afin de combler l'intervalle de temps qui sépare les dépenses engagées dans le processus productif et les recettes (on parle également de *motif professionnel*).

On retrouve ici l'essentiel des fondements de la demande de monnaie de l'Ecole de Cambridge. Pour des habitudes de paiement données, l'encaisse de transaction est fonction du produit (revenu) national Y.

$$E_t = L_1(Y) \quad \text{avec} \quad L_1'(Y) > 0$$

- ***Le motif de précaution*** répond au besoin des agents de se prémunir contre l'imprévu, de saisir des opportunités d'achat à prix favorable (qu'il s'agisse de biens réels ou de titres) ou de garder un avoir en valeur nominale immuable pour faire face à une obligation future stipulée en monnaie. La variable revenu national est également la variable déterminante de cette demande d'encaisse (E_p) pour motif de précaution.

$$E_p = L_1(Y) \quad \text{avec} \quad L_1'(Y) > 0$$

- ***Le motif de spéculation*** incite les agents économiques à opérer des arbitrages entre monnaie et titres, avec l'objectif de réaliser des plus-values en capital sur les marchés financiers. L'individu peut en effet préférer garder son épargne sous forme monétaire (la monnaie est un actif non rémunéré mais sans risque) que

placer cet argent en titres avec un risque de perte en capital. L'encaisse de spéculation (E_s) correspond donc à une épargne conservée sous forme monétaire, compte tenu du niveau du taux d'intérêt.

$$E_s = L_2(i) \text{ avec } L_2'(i) < 0$$

A ces trois motifs, J-M Keynes ajoute un facteur supplémentaire : *le degré de préférence pour la liquidité*, fonction de l'état de confiance qu'ont les agents dans l'avenir du système. A ce titre, la détention de monnaie est un moyen d'apaiser l'inquiétude des agents face à un avenir incertain et non probabilisable. La préférence pour la liquidité (la monnaie) est donc un baromètre mesurant le degré de confiance des agents dans l'évolution de l'économie.

La fonction de demande de monnaie prend alors la forme suivante :

$$L = L(Y, i) \text{ avec } L'(Y) > 0 \text{ et } L'(i) < 0$$

Dans un article paraissant après la publication de la Théorie Générale de la monnaie, de l'intérêt et de l'emploi, J-M Keynes ajoutera **un quatrième motif** de détention de la monnaie, *le motif de financement*, selon lequel toute augmentation des commandes d'investissement n'est pas possible sans l'apport d'encaisses monétaires supplémentaires. Associé à l'activité anticipée (c'est à dire au revenu national anticipé Y^*), ce motif permet de comprendre les variations du taux d'intérêt indépendamment du volume courant de la production : si les institutions financières refusent d'accorder de la monnaie nécessaire au financement des investissements additionnels, la seule issue est une hausse des taux d'intérêt.

b. Le motif de financement

J-M Keynes reconnaît qu'il n'aurait pas dû négliger cette question auparavant, puisqu'elle est la pierre angulaire de la théorie monétaire du taux d'intérêt. De la même manière qu'une augmentation de l'activité réelle doit accroître le taux d'intérêt (à moins que les banques ou le public ne soient disposés à offrir de l'argent liquide), une augmentation de l'activité prévue doit avoir un effet similaire qui s'ajoute au premier.

Dans cette perspective, la demande d'encaisse serait une fonction de la forme :

$$E = L(Y, Y^*, i) \text{ avec } L'(Y) > 0, L'(Y^*) > 0 \text{ et } L'(i) < 0$$

Ainsi considéré, *le motif de financement* ne s'attacherait qu'à l'accroissement planifié de l'investissement. Ce motif s'applique aussi bien à la production de biens de consommation que la production de biens d'investissement, il concerne la production totale et non l'une de ses composantes.

En cela, la demande de financement dépend du niveau de l'activité économique planifiée et non de sa structure ; les entreprises n'ont nul besoin d'épargne préalable, elles ont besoin de liquidités et les obtiennent auprès des banques. J-M Keynes était donc bien convaincu du fait que la monnaie est une monnaie de crédit, elle est créée moyennant l'octroi de crédits, et n'est donc pas recueillie préalablement à travers les dépôts.

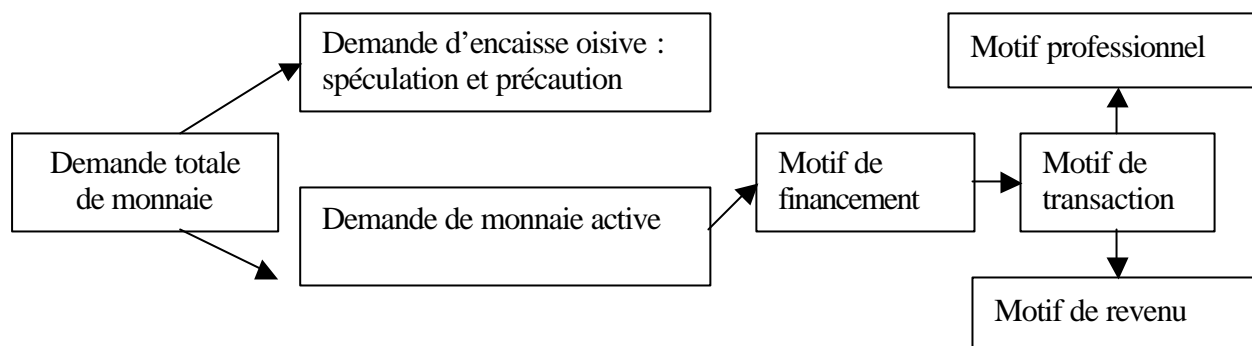
Au premier stade de la création de liquidités, intervient l'octroi de crédits aux entreprises permettant à celles-ci de couvrir leurs coûts de production. Entre les banques (créancières) et les entreprises (débitrices), la création de liquidités repose sur une anticipation des recettes futures et suppose la confiance³ réciproque des contractants.

Au second stade intervient le financement de la production, quel que soit le secteur (biens de consommation ou d'investissement). Pour être plus précis, les entreprises peuvent avoir recours à deux sources de finance : les crédits bancaires et les placements de titres sur les marchés financiers. Une fois les salaires payés, les entrepreneurs deviennent les débiteurs des banques pour une somme représentant le total des crédits obtenus, et en même temps, les salariés deviennent les créditeurs des banques pour la même somme représentant le total de leurs dépôts.

Au troisième stade apparaît le financement final, c'est à dire le moment de la captation de fonds par les entreprises leur permettant de rembourser leur dette aux banques et qui ne peuvent provenir que des revenus distribués, récupérés par la vente de biens ou de titres financiers. Au cours de cette phase, la dépense des salariés fournit aux entreprises les moyens de rembourser une partie de leur dette. Quant à la partie des revenus non consommée, c'est à dire l'épargne, elle peut avoir deux destinations : l'achat de titres (actions, obligations) sur les marchés financiers en contrepartie de liquidités qui revenant aux entreprises leur permettent de rembourser une autre partie de leur dette ; les placements monétaires en banques impliquant un endettement des entreprises d'un même montant.

Au terme de cette présentation, nous pouvons donc retenir que pour JM Keynes, « *la demande totale de monnaie se sépare en deux parties la demande d'encaisse oisive [spéculation et précaution] et la demande d'encaisse active déterminée par le niveau d'activité établi par les décisions des entrepreneurs. La demande d'encaisse active à son tour se décompose en deux : la demande due au retard entre l'origine et l'exécution de décisions des entrepreneurs, et la part due au retard entre la réception et l'utilisation du revenu par le public et aussi entre la réception par les entrepreneurs des produits de leurs ventes et le paiement par eux des salaires* » (p 224).

³ Rappelons que crédit vient de credere signifiant confiance.



c. La préférence pour la liquidité

La préférence pour la liquidité exprime le choix de l'agent pour la monnaie ou un substitut étroit de la monnaie. La demande d'encaisse pour les motifs de transaction et de précaution étant fonction du revenu, c'est la demande d'encaisse pour le motif de spéculation qui explique les variations autonomes des encaisses des agents économiques. Selon Keynes, le motif de spéculation correspond « *au titre de profiter d'une connaissance meilleure que celle du marché [financier] de ce que réserve l'avenir* » (p 181).

Les agents manifestent leur préférence pour la liquidité en fonction des anticipations qu'ils forment sur l'évolution du marché des titres et plus précisément sur l'évolution du rendement des titres.

- *La relation entre le prix d'un actif et le taux d'intérêt*

L'analyse du comportement de spéculation keynésien s'opère à partir du cours en Bourse des obligations, c'est à dire du cours en Bourse de valeurs à revenu fixe. Il suppose que l'on distingue la valeur faciale du titre (valeur d'émission) de sa valeur de négociation en Bourse. Si le titre est émis à 100 € avec un taux d'intérêt de 5%, quelles que soient les variations du cours en Bourse du titre, il rapportera toujours 5 €

Si l'on suppose que le cours du titre passe de 100 à 125 € en rapportant toujours 5 €, son rendement est de $(5 \times 100)/125 = 4\%$. **La hausse des cours du titre correspond à une baisse du rendement exprimé par un taux d'intérêt.** Dans l'analyse keynésienne, les agents sont supposés établir ce résultat et se déterminer à l'achat ou la vente en fonction de ses résultats.

Inversement, si l'on suppose que le cours du titre passe de 100 à 83,30 € il rapporte toujours 5 €, son rendement (taux d'intérêt) est donc de $(5 \times 100)/83,3 = 6\%$. A la baisse du cours des titres correspond une hausse des taux d'intérêt.

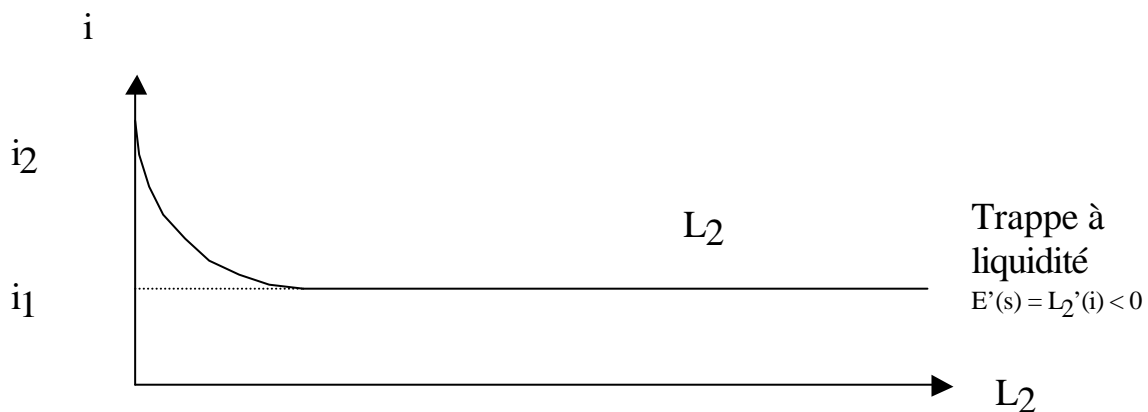
Soit P_t le prix d'une obligation, C son revenu (coupon) annuel et i son rendement (taux d'intérêt), nous pouvons écrire :

$$\boxed{P_t = C / i} \quad \text{ou} \quad \boxed{i = C / P_t}$$

Ainsi lorsque le taux d'intérêt est de 5%, les agents sont prêts à payer jusqu'à 100€ et pas plus, pour une obligation rapportant 5€ par an.

La demande de monnaie pour le motif de spéculation dépend du cours des titres, et évolue entre deux bornes. Si le cours des titres est très élevé et donc le taux d'intérêt très faible, les agents attendent la baisse du cours des titres et donc la hausse des taux d'intérêt. Inversement, lorsque le taux d'intérêt est élevé, les cours des titres sont au plus bas, et la demande d'encaisse pour le motif de spéculation est faible ou inexistante, les agents saisissent l'opportunité de placement.

Fig 1 : demande d'encaisse pour le motif de spéculation



Au taux i_1 , la demande de monnaie pour le motif de spéculation est infinie, c'est la situation dite *de trappe de liquidité*.

Au taux i_2 , la demande de monnaie pour motif de spéculation est nulle car le taux d'intérêt est supposé ne pas pouvoir s'élever : les cours des titres sont au plus bas.

La demande de monnaie pour le motif de spéculation est donc fonction décroissante du taux d'intérêt : $L_2(i)$ décroissante.

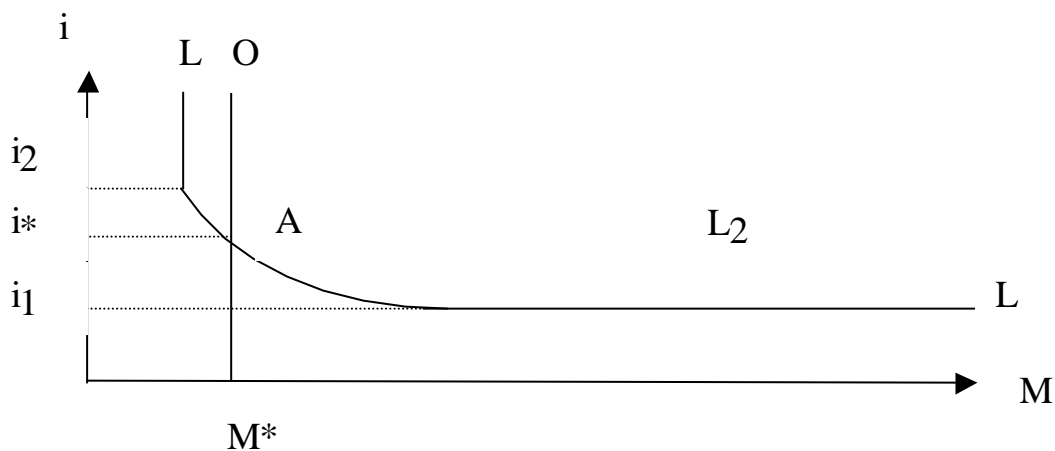
Le taux d'intérêt dans la conception keynésienne n'est donc pas lié au choix par l'agent de son volume d'épargne mais à la forme qu'il souhaite lui donner : « *Le taux d'intérêt [écrit Keynes] n'est pas le prix qui amène à s'équilibrer la demande de ressources à investir et la propension à s'abstenir de consommations immédiates. Il est le prix auquel le désir de maintenir la richesse sous la forme liquide se concilie avec la quantité de monnaie disponible*⁴ ».

⁴ *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (chapXIII – II).

L'analyse de la préférence pour la liquidité aboutit chez Keynes à une détermination du taux d'intérêt à l'écart du marché du capital (des titres) par deux éléments de nature strictement monétaire :

- La préférence pour la liquidité (demande de monnaie pour motif de spéculation)
- L'offre de monnaie (la quantité de monnaie en circulation dépend des autorités monétaires, elle est donc exogène).

Fig 2 : Détermination du taux d'intérêt d'équilibre



La courbe LL est décalée vers la droite puisqu'elle représente la totalité de la demande de monnaie et donc les demandes de monnaie pour le motif de transaction et de production fonctions de Y . L'offre de monnaie (O) est représentée par une droite soulignant qu'elle résulte de la décision des autorités monétaires (offre de monnaie exogène).

L'équilibre (A), déterminé par l'offre de monnaie des autorités monétaires (M^*) et la préférence pour la liquidité des agents, dépend des fluctuations de la préférence pour la liquidité dues au motif de spéculation (ce dernier est instable). La préférence pour la liquidité s'exprime par une demande d'encaisse monétaire dite parfois *thésaurisation*.

Les apports majeurs de Keynes sont d'avoir montré d'une part, qu'il n'y avait pas d'égalité immédiate entre épargne et investissement parce qu'une partie du revenu non consommée (épargne) était conservée sous forme monétaire (préférence pour la liquidité). D'autre part, que la demande d'encaisse pour motif de spéculation revenait à faire des anticipations sur les variations des taux d'intérêt et sur les variations des prix des titres.

- *Les anticipations des agents*

J-M Keynes a souligné en effet que « *si toutes les valeurs futures du taux d'intérêt étaient connues à l'avance avec certitude, on pourrait les déduire des valeurs présentes des taux d'intérêt à différentes termes, lesquelles seraient ajustées aux valeurs connues des taux d'intérêt futurs* » (p 180). C'est donc la comparaison des taux courants avec les taux futurs ajustés qui nous permettrait de savoir de façon certaine si on a avantage à conserver la monnaie liquide ou à acheter un titre à durée déterminée (qui à l'échéance, redonnerait son montant liquide, mais aurait rapporté entre temps un gain monétaire).

En revanche, lorsque la gamme des taux futurs n'est pas connue. Cette comparaison est impossible. **Face à l'incertitude, le spéculateur va chercher à tirer parti du fait qu'il croit connaître mieux que les autres ce que sera, dans l'avenir, les cours des titres.** Ce sont les positions qu'il prendra face à l'incertitude sur les taux futurs, qui commanderont la détention de monnaie au détriment des titres. L'élément déterminant le choix du spéculateur ne sera pas le niveau absolu de l'intérêt mais l'écart entre les taux courant et anticipé.

Si on considère avec J-M Keynes, que ce choix se résume entre la détention de monnaie improductive et celle d'obligations portant intérêts, il est évident que la détention de ces dernières est préférable puisqu'au gain en intérêts peut s'ajouter une plus-value en cas de baisse des taux. Dans le cas d'une hausse des taux, les gains en intérêts pouvant être plus que compensés par les moins-values, il devient préférable de détenir de la monnaie. Ainsi, il vaut mieux ne rien gagner en détenant de la monnaie que de perdre en possédant des obligations faisant courir des risques de pertes en capital dépassant les gains en intérêts.

Dès lors, malgré une rémunération considérée comme « nulle », la monnaie peut être source de gains. D'une part, un agent s'attendant à une baisse des cours des titres (une hausse des taux d'intérêt) peut décider de vendre, puis, si son anticipation est confirmée, de racheter à des prix plus faibles. Dans l'intervalle de temps considéré, il conserve bien de la monnaie, et même s'il ne reçoit pas d'intérêts, il réalise cependant un gain (en capital) sur l'ensemble de la transaction. D'autre part, un agent s'attendant à une hausse des taux de rémunération des obligations à long terme, peut avoir intérêt à reporter ses achats de titres. En effet, une somme de 100€ placée aujourd'hui rapporte 5€ alors que placée un an plus tard (taux passant de 5 à 6%), elle devrait rapporter (si les anticipations sont confirmées) 6 € par an. Ainsi, en retardant l'achat, un agent peut réaliser annuellement sur la durée de l'actif considéré un gain de 1€, opposé à une perte de 1€ par année de retard. Le placement en monnaie et donc rentable (source de gains en revenu). **Ainsi, même conservée sans emploi, la monnaie n'est pas totalement stérile, elle est un bien de placement, source de gain en capital et en revenu.**

Lorsqu'un agent prévoit une baisse du taux d'intérêt (i) et anticipe des gains en capital, il choisira de détenir des obligations, et son substitut, la monnaie, sera faiblement demandé. Inversement, lorsqu'il anticipe une hausse du taux d'intérêt, il préférera se débarrasser de ses obligations (risque en capital) et sa demande de monnaie s'élèvera.

Chaque agent ayant sa propre anticipation du taux d'intérêt futur (i^*) verra dans le taux présent i l'annonce d'un risque de pertes en capital si $i < i^*$ (une chance de gains dans le sens inverse). Si $i < i^*$, certains agents escomptant une hausse de ce dernier (pertes en capital) opteront pour une détention de monnaie (ils pensent que les pertes en capital risquent de dépasser les gains en intérêts); d'autres escomptant une compensation entre les pertes en capital et les gains en intérêts seront indifférents; d'autres enfin choisiront la détention de titres en pensant que les gains en intérêts (n'étant pas annulé par les pertes en capital) laisseront un rendement positif préférable au rendement nul de la monnaie. Si $i > i^*$, les agents opteront pour la détention d'obligations rapportant un intérêt (i) et offrant des chances de gains en capital.

Dans cette analyse, **chaque agent anticipe un taux d'intérêt futur i^* qu'il considère comme une donnée certaine pour la période à venir, et c'est de la diversité des opinions quant à la valeur de i^* que va découler la demande de monnaie de spéculation :**

- Lorsque i est élevé, tous les agents anticipant des i^* différents et inférieurs au taux d'intérêt présent (i) prévoient la baisse de ce dernier (les agents sont **baissiers**), ce qui les incite à demander des titres au détriment de la monnaie afin de pouvoir bénéficier des gains en capital. *La demande de monnaie de spéculation est donc faible lorsque le taux d'intérêt courant (i) est fort.*

La baisse de i amène certains agents à penser qu'il descend en dessous de leur i^* . Croyant dans leurs anticipations, ils prévoient une remontée du taux d'intérêt courant i , **devenant haussiers** et afin d'éviter des risques en perte de capital, ils seront incités à demander de la monnaie au détriment des titres. *Avec l'intervention des agents haussiers, la demande de monnaie de spéculation apparaît et s'élève lorsque le taux d'intérêt (i) diminue.*

La baisse de i se poursuivant, **la proportion des agents haussiers va prendre le pas sur celle des agents baissiers**, *la demande de monnaie va continuer à s'accroître.* Il est cependant un niveau faible de i pour lequel tous les agents ayant des anticipations identiques ($i < i^*$) prévoient la remontée du taux courant et se protègent contre les risques de pertes en capital en ne détenant que de la monnaie.

A ce moment, la demande de monnaie devient parfaitement élastique au taux d'intérêt. Ce dernier ne pouvant plus baisser, toute augmentation de la quantité de monnaie sera absorbée en encaisses oisives, on retombe sur la trappe de liquidité keynésienne.

Notons que la fonction de demande de monnaie répondant au motif de spéculation n'a de sens qu'au niveau macroéconomique. Au niveau individuel en effet, un agent anticipant i^* prend sa décision en comparant ce dernier au taux courant i , et détient des titres dans le cas où $i > i^*$ (ou de la monnaie dans le cas inverse). **Ainsi en fonction de son anticipation, chaque agent a toutes les chances de détenir tout en titres ou tout en monnaie, mais rarement la possibilité de diversifier son portefeuille.**

Cette idée a été mis en évidence par J. Tobin dans son étude sur les modalités d'arbitrage entre la monnaie et les titres.