

Théorie générale : l'essentiel

Les économistes classiques

Un monde sans chômage

Avant Keynes, les économistes classiques considéraient que le plein-emploi était toujours assuré. Leur conviction s'appuyait sur un schéma simple :

- les ménages disposent de monnaie ;
- avec cette monnaie, ils achètent soit des biens de consommation, soit des titres émis par les entreprises (actions et obligations) ;
- les titres sont émis par les entreprises pour financer leurs acquisitions de biens d'investissement, l'achat de titres par les ménages correspond donc à un achat indirect de biens d'investissement ;
- ainsi, avec leur monnaie, les ménages achètent directement ou indirectement, soit des biens de consommation, soit des biens d'investissement ;
- le marché assure l'équilibre entre l'offre de biens des entreprises et la demande des ménages en fixant le niveau des prix ;
- l'offre de biens par les entreprises correspond aussi à une demande de travail qui est satisfaite par l'offre des ménages, sur ce marché l'équilibre est assuré par le niveau des salaires ;
- puisque l'argent gagné par les entreprises grâce à leur production est redistribué aux ménages sous forme de revenu, c'est-à-dire de salaires, d'intérêts et de dividendes, les achats de titres par les ménages correspondent à la partie de leur revenu non consommée, c'est-à-dire à leur épargne ;
- sur le marché des titres, l'offre correspond à l'investissement des entreprises et la demande à l'épargne des ménages, l'équilibre sur ce marché est assuré par le taux d'intérêt.

Ainsi, si les marchés fonctionnent correctement il ne peut y avoir de chômage, celui-ci ne pouvant provenir que d'une imperfection des marchés et tout particulièrement d'un refus des salariés d'accepter une baisse de leurs salaires. La monnaie ne joue pratiquement aucun rôle dans ce schéma, toute variation de la masse monétaire se traduisant seulement par une variation correspondante du niveau général des prix. Cette conception reste encore très répandue aujourd'hui.

Les fondements de la théorie keynésienne

Une critique de la théorie classique

La théorie classique repose sur l'hypothèse implicite que les ménages souhaitent conserver le minimum de monnaie car elle ne leur rapporte rien et ils ne peuvent pas la consommer. Selon eux, les ménages conservaient de la monnaie uniquement à cause des décalages entre les entrées d'argent et les paiements ainsi que pour faire face à des imprévus.

Keynes conteste cette hypothèse en introduisant un nouveau motif de détention de monnaie : le motif de spéculation. Puisque les cours des titres fluctuent, les ménages ont intérêt à conserver de la monnaie pour profiter des bonnes occasions, c'est-à-dire pour acheter des titres lorsqu'ils pensent que leurs cours vont monter.

Puisque les ménages peuvent souhaiter conserver de la monnaie, tout l'édifice de la théorie classique s'écroule, les ménages ne souhaitent pas nécessairement acheter tous les biens produits par les entreprises, il peut y avoir du sous-emploi dans l'économie.

Les ménages pouvant conserver de la monnaie, leur choix ne se réduit pas à un arbitrage entre achats de biens de consommation et achats de titres. Keynes considère que les ménages doivent prendre deux décisions fondamentales :

- répartir leur revenu entre consommation, c'est-à-dire destruction de valeur, et épargne, c'est-à-dire augmentation du patrimoine ;
- décider de la répartition de leur patrimoine entre monnaie et titres.

Pour Keynes, la consommation des ménages dépend principalement de leur revenu et la répartition du patrimoine du taux d'intérêt. Plus le revenu est fort et plus la consommation est élevée, plus le taux d'intérêt est élevé et plus la part des titres dans le patrimoine est importante.

Mais les décisions individuelles des ménages sont soumises à des contraintes globales, la première étant l'égalité entre l'épargne et l'investissement.

L'égalité entre l'épargne et l'investissement

La production est la source du revenu

L'argent que gagne une entreprise à l'occasion de la production est redistribué sous forme de revenus aux différents intervenants :

- les salariés qui perçoivent un salaire ;
- les propriétaires des ressources naturelles qui reçoivent un loyer ;
- les propriétaires de l'entreprise qui perçoivent le bénéfice sous forme de dividendes.

Dans toute la suite, nous supposerons pour simplifier l'exposé que l'entreprise redistribue tout ce qu'elle gagne.

Production = revenu

L'épargne

Les ménages ne sont pas obligés de dépenser tout l'argent qu'ils reçoivent, ils peuvent en conserver une partie. La théorie keynésienne, comme la comptabilité nationale, utilise donc la notion d'épargne. La définition en est très simple, l'épargne d'un agent est la différence entre son revenu et sa consommation :

Épargne = revenu – consommation

Mais la simplicité de cette définition est dangereuse ! La notion d'épargne est si commune qu'on n'éprouve plus le besoin d'y réfléchir, pourtant elle est utilisée ici dans un sens très précis, différent de celui dans lequel il est parfois utilisé dans la vie courante et même par les économistes.

Il est donc utile de préciser quelques points :

- **L'épargne est un flux**, c'est-à-dire qu'elle se rapporte à une période donnée, par exemple une année ou un mois, et non à un instant comme le 28 janvier 2010 à 10h32. Ainsi, par ce simple fait, l'épargne ne peut être assimilée à des avoirs, par exemple à des avoirs sur un compte d'épargne. **La conséquence est qu'on ne peut pas puiser dans son épargne**. Au début de la période l'épargne n'existe pas, ou plutôt elle est nulle, car le revenu et la consommation n'apparaissent que progressivement et sont donc nuls au début de la période ;
- la notion de consommation n'est pas équivalente à celle de dépense car **certaines dépenses ne sont pas des dépenses de consommation**. Par exemple, les intérêts payés ne sont pas une dépense de consommation mais un transfert qui vient en déduction du revenu. La consommation correspond aux seules acquisitions par les ménages de biens et services produits. A contrario, un achat de terrain n'est pas une dépense de consommation, d'une part car un terrain ne peut pas être produit par l'homme, d'autre part parce que son achat ne correspond pas à une destruction de valeur ;
- **on peut tout aussi bien épargner en remboursant ses dettes qu'en plaçant son argent à la caisse d'épargne ou en achetant des actions**. En effet, l'argent dépensé pour rembourser ses emprunts ne peut être utilisé pour sa consommation.

Le revenu d'un ménage correspond à la richesse qu'il a reçue lors d'une période, la consommation à la richesse qu'il a détruite et l'épargne à son enrichissement lors de cette période.

L'égalité entre l'épargne et l'investissement

Pour démontrer l'égalité entre l'épargne et l'investissement, il suffit de considérer que :

- d'une part, le revenu est égal à la production ;
- d'autre part, la production est égale à la consommation plus l'investissement.

On en déduit que le revenu est aussi égal à la consommation plus l'investissement. Cela signifie également que la différence entre le revenu et la consommation est égale à l'investissement. Comme la différence entre le revenu et la consommation n'est rien d'autre que l'épargne, on parvient à l'égalité fondamentale :

Épargne = investissement

Ce qui est remarquable dans cette égalité, c'est qu'elle est toujours vérifiée, pour toute période et quelles que soient les conditions économiques, notamment quel que soit le niveau du taux d'intérêt. Il est donc difficile de l'interpréter comme une relation d'équilibre permettant de déterminer le taux d'intérêt.

Une fois l'investissement des entreprises réalisé, les ménages n'ont plus le pouvoir de déterminer leur épargne, celle-ci est rigoureusement déterminée par l'investissement décidé par les entreprises.

En effet, le revenu des ménages est aussi égal à la production, c'est-à-dire la somme de l'investissement et de la consommation. Si les ménages veulent diminuer leur épargne, ils vont augmenter leur consommation, mais, en augmentant leur consommation ils vont également augmenter la production est donc leur revenu. Leur épargne restera inchangée !

L'égalité entre l'épargne et l'investissement signifie donc que l'enrichissement global de la société est strictement déterminé par l'investissement des entreprises, le désir d'épargne des ménages n'ayant d'influence que sur le niveau de la production.

Le multiplicateur keynésien

Keynes va faire une hypothèse fondamentale : les ménages déterminent leur consommation essentiellement en fonction de leur revenu et souhaitent en épargner une part.

Supposons, par exemple, que les ménages souhaitent consommer quatre cinquièmes de leur revenu et en épargner un cinquième. Au niveau macroéconomique, le revenu des ménages est déterminé par la production, c'est-à-dire la somme de la consommation et de l'investissement. Supposons qu'initialement les entreprises décident de produire des biens de consommation pour une valeur de 200 et des biens d'investissement pour une valeur de 100. La valeur totale de la production est de 300, elle est redistribuée aux ménages sous forme de revenu. Les ménages souhaitent consommer les $\frac{4}{5}$ de leur revenu, soit $300 \times \frac{4}{5} = 240$. Mais cette demande des ménages est supérieure à l'offre des entreprises qui est de 200. Les entreprises vont donc accroître leur production, ce qui génèrera une hausse des revenus des ménages et donc de leur demande.

Puisque les ménages épargnent un cinquième de leur revenu, la situation va se stabiliser lorsque le niveau du revenu des ménages sera égal à cinq fois leur niveau d'épargne. L'épargne des ménages étant égale à l'investissement des entreprises, le comportement des ménages va amener le niveau de leur revenu, et donc de la production, à cinq fois le niveau de l'investissement. Ce mécanisme prend le nom de multiplicateur keynésien, il montre que l'investissement des entreprises va déterminer le niveau de la production et donc de l'emploi.

Ce petit modèle montre pourquoi l'égalité entre l'épargne et l'investissement est importante. En effet, en fixant leur niveau d'investissement, les entreprises imposent également aux ménages leur niveau d'épargne. Ce qui est remarquable dans le modèle keynésien, c'est qu'en voulant modifier leur épargne, les ménages ne vont, en fait, que modifier le niveau de leur revenu. Dans notre exemple, les ménages constatent que leur épargne est trop forte et, pour la faire diminuer, ils vont augmenter leur consommation. Mais, en augmentant leur consommation, ils vont augmenter d'un même montant le niveau de leur revenu, si bien que leur épargne ne changera pas. Le processus ne cessera que lorsque le revenu des ménages aura suffisamment progressé pour être compatible avec le niveau d'épargne que leur imposent les entreprises.

Valeurs brutes et valeurs nettes

Il est nécessaire d'introduire ici dans l'analyse la détérioration du capital physique des entreprises (que les comptables nationaux appellent le capital fixe) et de distinguer entre l'investissement brut et l'investissement net. En effet, le capital physique des entreprises se détériore au cours du temps et il faut le remplacer pour maintenir les capacités de production. Une partie de la production doit donc être consacrée à remplacer le capital, c'est ce que les comptables nationaux appellent la consommation de capital fixe.

La part de la production destinée à accroître ou maintenir le capital fixe des entreprises est l'investissement brut, l'augmentation effective du capital fixe des entreprises est l'investissement net, il est égal à la différence entre l'investissement brut et la consommation de capital fixe.

Notons que l'investissement net peut être négatif. En effet, la consommation de capital fixe mesure l'effort qui serait nécessaire pour maintenir le capital en l'état et non l'effort réellement effectué. Comme les entreprises ne sont pas obligées de maintenir en état toutes leurs machines ou tous leurs bâtiments, il se peut que l'investissement brut soit inférieur à la consommation de

capital fixe, et donc que l'investissement net soit négatif. Cette situation correspond à une réduction du capital fixe des entreprises.

La consommation de capital fixe possède une double dimension :

- 1. une dimension physique puisqu'elle correspond à la détérioration du capital fixe,
- 2. une dimension en termes de revenu puisqu'elle correspond à la notion d'amortissement de la comptabilité privée. Or, les entreprises ne distribuent pas la partie de leur revenu correspondant à l'amortissement de leur capital.

Ainsi, lorsque l'on dit que les entreprises distribuent tout leur revenu aux ménages, il faut comprendre qu'elles distribuent aux ménages la valeur de leur production moins la consommation de capital fixe. La valeur de la production correspond au revenu brut et la différence entre le revenu brut et la consommation de capital fixe est appelée le revenu net. C'est leur revenu net et non leur revenu brut que les entreprises distribuent aux ménages. Par exemple, si la valeur de la production est de 500 et la consommation de capital fixe de 100, les entreprises distribuent aux ménages un revenu de 400 et non de 500.

Les ménages n'ayant pas de consommation de capital fixe, leur revenu net est aussi égal à leur revenu brut. L'épargne peut également être calculée en brut et en net. Si l'on suppose que les ménages n'ont pas de production et donc pas d'actifs fixes, leur épargne nette est égale à leur épargne brute.

L'égalité entre l'épargne et l'investissement est donc aussi l'égalité entre l'investissement net des entreprises et l'épargne des ménages.

Investissement net des entreprises = épargne des ménages

Cette égalité est très importante car l'investissement net des entreprises mesure l'accroissement du capital fixe des entreprises et l'épargne mesure l'enrichissement des ménages. L'égalité entre l'investissement net et l'épargne signifie donc que, globalement, l'enrichissement des ménages est nécessairement égal à l'accroissement du capital fixe des entreprises.

Investissement net et épargne sont les deux faces d'une même réalité, l'accumulation. L'investissement net est la mesure de l'accroissement de richesse provenant de l'accumulation de biens, l'épargne est la mesure de la valeur des nouveaux droits de propriété sur ces biens, c'est-à-dire l'accumulation exprimée en termes de droits.

Il est donc possible de résumer la théorie keynésienne en termes très simples :

- 1. puisque les ménages détruisent lors de leur consommation les biens qu'ils achètent, leur accumulation de richesses ne peut être que la contrepartie de l'accumulation de biens par les entreprises, c'est-à-dire la contrepartie de l'investissement net ;
- 2. les ménages ne décident pas de l'accumulation globale, ils ne peuvent au mieux que l'influencer, ce sont les entreprises qui, par leur investissement net, décident de l'accumulation de biens et donc également de leur contrepartie en termes de droits, c'est-à-dire l'épargne des ménages ;
- 3. les ménages veulent, sauf lorsqu'ils atteignent un seuil de très grande pauvreté, consacrer une part de leur revenu à l'accumulation, en d'autres termes ils ne choisissent pas entre la consommation et l'épargne mais veulent tout à la fois consommer et épargner, ce qui implique qu'ils lient leur consommation à leur enrichissement, plus ce dernier est fort et plus les ménages vont consommer ;

- 4. si les entreprises n'ont plus intérêt à investir ou si elles ne peuvent plus le faire, alors l'épargne des ménages est nulle, ce qui les amène à réduire leur consommation qui va chuter jusqu'à son niveau minimum, entraînant avec elle la production et le revenu, c'est la crise.

La théorie keynésienne fait donc de l'enrichissement des ménages le véritable moteur de l'économie, c'est lui qui permet d'atteindre le plein emploi. Ce moteur est normalement alimenté par l'investissement net des entreprises, mais lorsque ce carburant vient à manquer certains ont proposé des carburants de substitution, le plus connu d'entre eux étant le déficit des administrations.

Déficits publics : remède miracle ou bombe à retardement ?

L'investissement net des entreprises détermine l'accumulation globale de l'économie, s'il n'y a pas d'autres agents économiques que les entreprises et les ménages, l'enrichissement des ménages est nécessairement déterminé par l'investissement net, mais s'il y a un autre agent économique, la situation change. En effet, l'accumulation globale va être partagée entre les ménages et ce nouvel agent. Les politiques dites keynésiennes font de l'État ce nouvel agent.

Ainsi, l'investissement net des entreprises détermine l'enrichissement global qui doit être partagé entre les ménages et l'État. L'idée qui est à la base des politiques de relance dites keynésiennes est la suivante : lorsque l'investissement net des entreprises est insuffisant pour générer un enrichissement des ménages compatible avec le plein-emploi, il est possible de compenser la faiblesse de l'accumulation globale par une accumulation négative de l'État, c'est-à-dire par son appauvrissement. En effet, l'égalité entre l'épargne et l'investissement devient alors :

$$\text{Enrichissement des ménages} = \text{investissement net} + \text{appauvrissement de l'État}$$

Concrètement, l'appauvrissement de l'État est obtenu par un déficit budgétaire, c'est-à-dire par des dépenses de l'État supérieures à ses recettes. Les dépenses de l'État augmentent les revenus des ménages, soit directement lorsqu'elles correspondent aux salaires des fonctionnaires, soit indirectement par l'intermédiaire de la production lorsque les dépenses correspondent à des achats de biens et services. Les recettes de l'État correspondent principalement aux impôts et taxes, elles viennent en déduction du revenu des ménages. Le déficit des administrations correspond donc à l'accroissement du revenu des ménages résultant des effets opposés des dépenses et des recettes publiques, il joue alors un rôle analogue à l'investissement net dans le mécanisme du multiplicateur keynésien.

C'est cet impact sur la relance de l'activité qui est présenté comme la principale motivation des politiques dites keynésiennes. Cependant, il convient d'affiner l'analyse car l'impact du déficit sur l'économie diffère selon son mode de financement.

Schématiquement, deux types de financement sont possibles :

- 1. Un financement par le système bancaire ;
- 2. Un financement par émissions de titres (bons du Trésor) par l'État.

Lorsque le déficit est financé par le système bancaire, l'appauvrissement de l'État s'exprime par l'accroissement de sa dette envers le système bancaire, l'enrichissement des ménages se traduit par une augmentation de leurs avoirs en monnaie, c'est-à-dire par une augmentation de leurs créances sur le système bancaire. Puisque le système bancaire a lui-même une créance sur l'État, l'appauvrissement de l'État prend ici la forme d'un endettement indirect envers tous les ménages qui détiennent de la monnaie.

Lorsque le déficit est financé par une émission de titres, l'augmentation de ces titres correspond à la fois à l'appauvrissement de l'État et à l'enrichissement des ménages. Cette fois l'État s'endette uniquement auprès des ménages ayant acheté des titres.

La principale différence entre un endettement sous forme de monnaie et un endettement sous forme de titres est qu'il n'est pas possible de demander le remboursement de la monnaie émise. En choisissant de faire financer son déficit par le système bancaire, l'État l'impose à l'ensemble des ménages qui, s'ils veulent rééquilibrer leur bilan suite à l'émission monétaire, n'ont d'autre choix que de se porter acquéreurs de titres émis par les entreprises. L'offre de titres étant limitée, leur cours va croître et donc leur rendement diminuer. La hausse du cours des titres incite les entreprises à en émettre de nouveaux, c'est-à-dire à investir. C'est le deuxième effet du déficit budgétaire financé par création monétaire, outre son impact direct sur la demande, il stimule l'investissement des entreprises. Son principal inconvénient est le risque d'inflation que crée la croissance de la masse monétaire, notamment dans une économie largement ouverte sur l'extérieur.

En choisissant de financer son déficit par émission de titres, l'État en demande en quelque sorte la permission aux ménages qui disposent de liquidités. Il propose une alternative aux placements en titres émis par les entreprises qui permettra aux ménages de continuer à s'enrichir lorsque l'offre des entreprises est insuffisante. Dans ce cas, l'État concurrence les entreprises sur le marché des titres, si bien que leur cours baisse et leur rendement augmente. La baisse des cours va se traduire par une réduction de l'offre de titres par les entreprises, c'est-à-dire par une baisse de l'investissement. Mais le principal inconvénient du financement du déficit public par émissions de titres est l'accroissement de la dette publique. Dans ce cas, en effet, l'enrichissement des ménages correspond à un accroissement de leurs créances sur l'État.

Les deux modes de financement du déficit correspondent donc à des objectifs différents, l'objectif d'une politique de déficit financé par création monétaire est exclusivement une relance de l'économie, l'objectif d'une politique de déficit financé par l'émission de titres porte aussi sur le maintien du rendement des titres offerts aux épargnants. Le problème est qu'aucun de ces modes de financement ne peut être poursuivi durablement sans conséquences graves, notamment lorsqu'il se traduit par un accroissement de la dette publique.

La dette publique génère des intérêts à payer par l'État, ces intérêts viennent accroître le déficit s'ils ne sont pas compensés par une hausse des impôts, le déficit s'ajoute à la dette et les intérêts croissent à nouveau. À partir d'un certain niveau, le système devient explosif et conduit irrémédiablement à la faillite de l'État. Le problème est particulièrement grave lorsque les ménages qui paient les impôts ne sont pas les mêmes que ceux qui reçoivent les intérêts de la dette publique car, si les impôts croissent pour contenir le déficit, les ménages qui paient les impôts se retrouveront rapidement confrontés à une charge insupportable.

Le désendettement de l'État devient également de plus en plus problématique avec la croissance de la dette publique puisque celle-ci a pour contrepartie un patrimoine des ménages supérieur à la valeur des actifs réels de l'économie. Une baisse de la dette publique implique donc une baisse du patrimoine des ménages, ce qui va rarement sans quelques tensions.

Blocage de la croissance et croissance zéro

Ainsi, s'il permet de relancer l'économie en cas de défaillance temporaire de l'investissement et d'amortir les cycles économiques difficilement évitables en économie de marché, le déficit public n'est pas une solution au sous-emploi lorsque l'investissement net se maintient durablement à des niveaux très bas. Deux questions se posent donc :

- existe-t-il des situations où l'investissement net pourrait se maintenir durablement à des niveaux insuffisants pour maintenir le plein-emploi ?
- existe-il des solutions pour remédier à des situations de ce type ?

L'investissement net a pour but d'accroître le capital fixe des entreprises, pour qu'il ait lieu, il faut qu'il soit tout à la fois souhaité par les entreprises et possible physiquement.

Une entreprise ne souhaite investir que lorsqu'elle y voit un intérêt, c'est-à-dire généralement, soit pour faire face à une demande croissante, soit pour améliorer sa productivité et donc accroître son profit.

La croissance de la demande provient à la fois de la croissance démographique et de la croissance de la consommation par habitant. Lorsque la croissance démographique est faible, la croissance de la demande ne peut provenir que de la croissance de la consommation par habitant. S'il n'y avait qu'un produit dans l'économie, il est clair que la croissance de la consommation se heurterait nécessairement, à partir d'un certain moment, à un seuil de saturation qui constitue un plafond impossible à dépasser. Par exemple, un ménage peut acheter un téléviseur par an, si les prix des téléviseurs baissent il peut en acheter deux par an, si les prix baissent à nouveau peut-être en achètera-t-il trois par an, mais, même si les téléviseurs étaient gratuits, irait-il jusqu'à en acheter mille par an ? Ce raisonnement est valable pour tous les produits.

Ainsi, la croissance de la consommation ne peut se poursuivre qu'avec l'apparition de nouveaux produits. Cependant, si les nouveaux produits ne font que se substituer aux anciens, rien ne garantit qu'ils nécessiteront plus de capital fixe et donc qu'ils généreront un investissement net suffisant pour assurer le plein-emploi. En effet, si la durée de vie d'un produit est prévisible, l'amortissement de son capital, c'est-à-dire la consommation de capital fixe, annulera l'effet positif des nouveaux investissements sur l'investissement net. Seuls des produits satisfaisant des besoins réellement nouveaux et capables de susciter un enthousiasme tel que les ménages acceptent d'y consacrer durablement une part importante de leur revenu, peuvent générer des perspectives de profit et donc un investissement net important pendant de longues périodes. Malheureusement, l'invention de tels produits ne se décrète pas.

Mais il ne suffit pas que l'investissement net soit souhaité, encore faut-il qu'il soit possible. Or, dans une économie sans croissance démographique ni gains de productivité, il arrive nécessairement un moment où l'investissement net s'annule. En effet, l'amortissement du capital est approximativement proportionnel au capital fixe installé alors que, de période en période, l'investissement brut est approximativement constant.

Ainsi, pour un effort d'investissement donné, la consommation de capital fixe va croître régulièrement avec le capital fixe, plus le capital fixe sera élevé et plus l'investissement net, qui est égal à la différence entre un investissement brut stable et une consommation de capital fixe croissante, va diminuer. Il arrivera nécessairement un moment où la croissance du capital fixe s'arrêtera pratiquement et où l'investissement net sera négligeable. Cela resterait vrai même si toutes les ressources étaient consacrées exclusivement à l'investissement. A ce stade, tout nouvel investissement ne peut au mieux, que compenser la dégradation du capital installé.

Cette situation correspond à celle décrite par Keynes, c'est-à-dire celle où l'activité économique va se traduire par une succession de phases de croissances et de dépressions. Dans les pays où la croissance démographique est proche de zéro, seuls des gains de productivité permettent d'échapper à ce scénario. Mais, là encore, des gains de productivité ne se décrètent pas.

Une autre cause d'impossibilité du maintien de l'investissement net à un niveau suffisant pour garantir le plein-emploi est l'épuisement des ressources naturelles. En effet, les ressources naturelles sont limitées et elles ne peuvent supporter, pour un niveau technologique donné,

qu'une activité limitée. De plus, les contraintes liées à la protection de l'environnement imposent un plafond à l'activité économique qu'il est impossible de dépasser sans conséquences graves pour les générations futures. Ce plafond imposé à l'activité est aussi un plafond pour le capital fixe, c'est-à-dire un niveau d'activité à partir duquel l'investissement net devient impossible.

Il suffit que l'une des conditions présentées ci-dessus soit vérifiée pour que l'investissement net se bloque et donc que l'économie entre en récession. Nous voyons donc qu'il existe des circonstances où la croissance peut se bloquer durablement, c'est le cas notamment avec l'épuisement des ressources naturelles, situation qui semble devoir être le principal motif d'inquiétude pour les décennies à venir. Ainsi, ce n'est pas parce que le monde a connu de longues périodes de croissance que celle-ci est la situation normale d'une économie. Puisqu'une croissance zéro n'est compatible qu'avec un investissement net nul, le monde est-il condamné à vivre une succession ininterrompue de phases de croissance et de récession ?

Pour supprimer durablement les crises économiques Keynes proposait, non de creuser les déficits publics, mais de maintenir le taux de profit à un niveau proche de zéro en amenant le capital fixe à un niveau très élevé. Dans ces conditions, les placements des ménages ne seraient plus rémunérateurs et ils n'auraient plus véritablement intérêt à accumuler de la richesse. Au contraire, les ménages seraient incités à dépenser pendant leur vieillesse la richesse accumulée pendant leur période de vie active. En d'autres termes, Keynes voyait dans la baisse du taux de profit un moyen d'inciter les ménages à stabiliser volontairement leur richesse, c'est-à-dire un moyen de maintenir leur enrichissement à un niveau nul, seul compatible avec l'investissement net nul qui caractérise une économie stationnaire.

On peut cependant douter que la méthode proposée par Keynes suffise car, même si les placements financiers ne rapportaient rien, les ménages continueraient toujours à chercher à épargner sur l'ensemble de leur vie, d'une part parce qu'ils ne savent pas quand ils vont mourir, si bien qu'une désépargne trop importante risquerait de les plonger dans la pauvreté avant leur mort, d'autre part parce que de nombreux ménages souhaitent transmettre un héritage à leurs enfants.

Le problème est donc le suivant :

- les ménages veulent épargner pour accumuler de la richesse au cours de leur vie ;
- la croissance zéro n'est compatible avec aucun enrichissement des ménages.

Ce problème n'est pas insoluble si l'on accepte d'introduire, comme le font les comptes nationaux, une distinction entre opérations courantes et opérations en capital. La théorie keynésienne repose, en effet, sur un lien fort entre le revenu et la consommation, or, ce lien n'existe réellement que si le revenu est défini exclusivement à partir des opérations courantes.

Les opérations en capital se caractérisent principalement par leur caractère exceptionnel. Du fait de ce caractère, leur impact sur la consommation est relativement limité. Par exemple, un ménage qui consomme habituellement 80% de son revenu ne va pas consommer 80% d'un héritage lorsqu'il le reçoit. Il est plus probable que sa consommation augmentera principalement du fait de l'augmentation de revenu que générera son héritage. À l'inverse, un ménage qui subit une perte exceptionnelle ne va généralement pas réduire sa consommation, sauf si sa perte a un impact négatif sur son revenu.

Les comptes nationaux définissent donc le revenu uniquement à partir des opérations courantes, c'est-à-dire :

Revenu = production + transferts courants reçus – transferts courants versés

Les principaux transferts courants sont les salaires, les revenus de la propriété et les impôts courants.

La définition de l'épargne n'ayant pas changé, on en déduit que l'épargne correspond à l'enrichissement des ménages consécutive aux seules opérations courantes, ce que l'on pourrait appeler l'enrichissement courant, et exclut l'enrichissement ou l'appauvrissement provenant d'évènements exceptionnels.

L'enrichissement des ménages peut donc être décomposé en deux éléments, l'enrichissement courant et l'enrichissement exceptionnel. Le lien entre la consommation et l'épargne apparaît ainsi comme un lien entre la consommation et, non plus l'enrichissement total des ménages, mais leur seul enrichissement courant.

Dès lors, il devient possible de préserver l'enrichissement courant des ménages sans lequel il n'y aurait pas de consommation tout en maintenant un enrichissement global nul. Il suffit, pour cela, de compenser le nécessaire enrichissement courant des ménages par un appauvrissement exceptionnel. Cet appauvrissement pouvant difficilement être autre qu'imposé, c'est une nouvelle fois l'État qui doit intervenir. Cet appauvrissement sera provoqué, non par une destruction de richesse, mais par des transferts en capital des ménages vers l'État.

En pratique, les seuls transferts en capital significatifs des ménages vers l'État sont les droits de succession. Dans ce cas, l'appauvrissement exceptionnel des ménages est compensé par un enrichissement exceptionnel de l'État. Si l'enrichissement total est nul pour l'ensemble de l'économie et nul pour les ménages, il doit aussi nécessairement être nul pour l'État. Ainsi, l'enrichissement de l'État provenant des droits de succession doit être compensé par un appauvrissement courant, c'est-à-dire par un déficit budgétaire courant.

La solution au problème posé par la croissance zéro consiste donc, dans le cadre d'une politique de relance par la demande, à combler les déficits publics courants par des transferts en capital plutôt que de les financer par l'endettement de l'État.

Dans son principe, cette solution est très simple à comprendre. Lorsque l'investissement net est durablement nul, le problème vient de la volonté d'enrichissement des ménages qui ne peut être satisfaite durablement. Si on laissait aux ménages la possibilité de s'enrichir tout au long de leur vie et que, à leur mort, cet accroissement de richesse soit transféré à l'État grâce à des droits de succession, la volonté de chaque ménage de s'enrichir ne serait pas incompatible avec un maintien à un niveau constant de la richesse détenue par l'ensemble des ménages. Notons ici qu'il n'est pas nécessaire que toute la richesse accumulée par les ménages pendant leur vie soit prélevée, il suffit que le taux de prélèvement soit suffisamment élevé pour la stabiliser rapidement.

La spéculation financière

La théorie keynésienne peut aider à comprendre la situation économique de nos jours à condition de ne pas en faire un dogme et de ne pas la réduire à quelques recettes de politique économique. Outre la raréfaction des ressources naturelles et la prise de conscience de l'impact de l'activité économique sur l'environnement, un phénomène marque profondément la fin du XX^e siècle et le début du XXI^e : la financiarisation croissante de l'économie avec, tout particulièrement, la montée en puissance de la spéculation financière et la croissance rapide de la masse monétaire.

Dans son sens le plus général, la spéculation est un pari sur l'avenir associé à une prise de risque, c'est-à-dire une activité à laquelle nous nous livrons tous. Nous utiliserons donc le mot "spéculation" dans un sens plus restrictif, mais peut-être plus utile, c'est-à-dire dans celui d'une activité susceptible de dégager durablement des profits en profitant de la fluctuation des cours sur un marché. La spéculation financière, qui est certainement aussi vieille que la monnaie, a pris une importance toute particulière ces dernières décennies, notamment depuis l'apparition d'outils

mathématiques puissants et le développement des technologies de l'information. Souvent condamnée au nom de la morale, son impact réel sur l'activité économique reste un sujet de controverse tant les sommes en jeu sont considérables.

Le principe de la spéculation financière est simple : le spéculateur achète un titre au moment où son cours est bas et il le revend au moment où son cours est haut, il s'enrichit ainsi du montant de la plus-value réalisée dans cette opération. La spéculation est un jeu à somme nulle, c'est-à-dire que ce qui est gagné par l'un est nécessairement perdu par l'autre, elle ne génère aucun enrichissement global. Si tous les agents économiques disposaient de la même information et de la même fortune, il serait statistiquement impossible de gagner de l'argent par la spéculation et donc fort hasardeux d'en faire son métier. Mais, la société réelle est faite d'inégalités tant au niveau de l'information qu'à celui de la fortune. Le rôle des inégalités de fortune est ici particulièrement important car, dans un jeu à somme nulle, le gagnant est statistiquement celui qui peut supporter les plus grosses pertes, c'est-à-dire généralement le plus riche. Ainsi, des entreprises spécialisées dans la spéculation ont pu se développer et prendre une importance considérable.

Les gains des entreprises financières réduisent le patrimoine des ménages mais non leur revenu. Or les gains réalisés par la spéculation correspondent à des bénéfices que les entreprises redistribuent aux ménages sous forme de dividendes. Ces dividendes viennent se déduire des revenus de l'entreprise et s'ajouter aux revenus des ménages.

On peut en tirer deux conclusions :

- l'activité de spéculation peut être durable puisque, globalement, ce qui est gagné par les entreprises est ensuite restitué aux ménages ;
- l'activité spéculative des entreprises financières se traduit par une augmentation du revenu des ménages et a donc un effet sur la demande analogue à celui de l'investissement.

Le développement de la spéculation modifie sensiblement le fonctionnement de l'économie puisqu'elle a pour conséquence un revenu des ménages globalement supérieur à la production, c'est-à-dire supérieur à la richesse créée pendant la période. Grâce à la spéculation, certains ménages reçoivent des droits sur la production alors qu'ils n'y ont contribué en aucune manière, ce qui modifie en profondeur les circuits de redistribution de la richesse.

L'origine de la richesse se situe dans la production, une première distribution a lieu au niveau de l'entreprise, elle est principalement le résultat de négociations entre les salariés et les employeurs, une redistribution intervient ensuite par l'intermédiaire des impôts et des transferts sociaux. Cette redistribution est soumise au contrôle de l'État et résulte du choix des citoyens qui la décident par leur vote. La spéculation financière introduit une forme supplémentaire de redistribution de la richesse qui n'est soumise ni à la négociation dans l'entreprise ni à l'arbitrage des citoyens, mais qui n'est que la conséquence mécanique des inégalités de patrimoine. Cette redistribution de la richesse échappe donc à toute négociation et à toute contestation.

La spéculation a trois conséquences majeures sur l'économie :

- elle conduit à une concentration de la richesse, ce qui influence non seulement la demande globale, mais également sa structure, ainsi que celle de l'offre ; les services financiers, les industries du luxe et les services correspondant aux formes modernes de domesticité sont particulièrement favorisés par le développement de la spéculation financière ;
- elle entre en concurrence avec les autres activités par les taux de profit qu'elle génère ;
- elle maintient les taux d'intérêt, c'est-à-dire le coût du capital, à un niveau élevé. La conséquence en est de rendre les activités à haute intensité capitaliste moins compétitives, comme ces activités sont les plus productives, elle se traduit par un

appauvrissement général. Au niveau international, elle favorise les économies à faible intensité capitaliste et à bas coût du travail aux dépens des économies à haute intensité du travail et à salaires élevés.

On peut donc parler de deux modèles économiques :

- un modèle que l'on pourrait qualifier de productif, basé sur la création de richesse et qui a été dominant pendant la majeure partie du XX^e siècle ;
- un modèle que l'on pourrait qualifier de spéculatif et qui repose sur l'appropriation de la richesse existante. Ce modèle a pris une importance croissante à la fin du XX^e siècle et au début du XXI^e.

L'investissement qui est le moteur de l'économie dans le modèle productif, devient accessoire dans le modèle spéculatif. Le véritable moteur du modèle spéculatif est l'inégalité des patrimoines puisque c'est elle qui permet à la spéculation de se développer. Cependant, la spéculation financière n'aurait jamais pris l'ampleur que nous lui connaissons sans l'appui du système bancaire.

Système monétaire et financement de l'économie

Les entreprises qui investissent ont besoin de financement à long terme car, pour produire, elles doivent acquérir un capital fixe qui ne pourra être rentabilisé que sur plusieurs années. Pour obtenir ces financements elles peuvent se tourner, soit vers les ménages, soit vers le système financier.

Lorsque les entreprises font directement appel au financement des ménages, les ménages qui acquièrent des titres deviennent indirectement les propriétaires des biens d'investissement des entreprises.

Lorsque les entreprises font appel au financement du système financier deux cas sont possibles :

- le système financier joue un rôle d'intermédiaire en empruntant aux ménages et en prêtant aux entreprises ; dans ce cas les ménages qui ont acquis des titres émis par le système financier sont indirectement propriétaires des biens d'investissement des entreprises ;
- les banques prêtent aux entreprises en émettant de la monnaie ; cette monnaie se retrouve chez les ménages si bien que, dans ce cas, ce sont les ménages détenteurs de monnaie qui sont indirectement propriétaires des biens d'investissement des entreprises.

Lorsque les banques financent l'investissement des entreprises par création monétaire, elles l'imposent aux ménages car ceux-ci n'ont pas la possibilité de demander le remboursement de la monnaie qu'ils détiennent. Mais les banques interviennent aussi en concurrence des ménages qui souhaitent acquérir des titres. La demande supplémentaire de titres a pour effet de faire monter le prix des titres. Keynes considérait que la hausse des prix des titres n'avait pas d'impact sur le revenu qu'ils génèrent, si bien qu'elle se traduisait par une baisse de leur taux de rendement. Cette baisse du taux de rendement incitait alors les entreprises à investir.

Le développement des marchés financiers et de la spéculation a cependant modifié profondément ce schéma. En effet, le profit que retire l'acquéreur d'un titre provient non seulement du revenu généré par le titre, mais également de la plus-value consécutive à la hausse de son cours.

Il est utile de considérer trois catégories d'actifs autres que la monnaie :

- les biens d'investissement,
- les titres émis par les entreprises
- les terrains et les ressources naturelles.

Ces trois types d'actifs sont en concurrence, tous trois peuvent rapporter à la fois un revenu et une plus-value du fait de la hausse de leur prix. Normalement, les titres émis par les entreprises ne peuvent pas rapporter un revenu supérieur à celui des biens d'investissement qu'ils ont permis de financer mais les perspectives de plus-values peuvent rendre les titres plus attractifs que les biens d'investissement.

Lorsque les perspectives économiques sont défavorables, l'investissement net des entreprises est faible ainsi que leur offre en titres. Pour stimuler l'investissement, les banques peuvent intervenir en émettant de la monnaie pour acquérir des titres. Cette politique peut avoir un effet contraire à celui recherché. En effet, la demande des banques fait monter les prix des titres et donc leurs perspectives de plus-values, il peut alors devenir plus intéressant d'acquérir des titres que des biens d'investissement. La concurrence des titres a ainsi pour conséquence une baisse de l'investissement et donc de l'offre de titres, ce qui renforce encore le phénomène.

Du fait de l'existence de plus-values, le marché des titres qui doit son existence et son utilité sociale au financement de l'investissement des entreprises, peut lui faire obstacle et même l'étouffer. C'est notamment le cas lorsque les banques interviennent massivement sur ce marché en créant de la monnaie.

Un effet similaire apparaît lorsque la demande d'actifs se porte sur les terrains puisque ceux-ci n'étant pas produits, une hausse de la demande ne peut se traduire que par une hausse des prix et donc des plus-values qui peuvent rendre l'acquisition de terrains plus intéressante que l'investissement productif.

Ainsi, la croissance de la masse monétaire consécutive au financement de l'acquisition de titres financiers et de terrains a pour conséquence non pas de l'inflation, c'est-à-dire une hausse continue des prix des produits, mais une croissance des cours de ces actifs. Cette croissance des cours qui ne correspond pas à une augmentation de la richesse réelle pénalise l'investissement productif et a deux effets supplémentaires :

- une nouvelle répartition de la richesse réelle au profit de ceux qui possèdent ces actifs ;
- la difficulté croissante pour ceux qui vivent de leur travail de se constituer un patrimoine.

La dictature des marchés

L'une des conséquences les plus négatives de la spéculation financière est de maintenir le coût du capital à des niveaux élevés, ce qui interdit l'utilisation des techniques de production à haute intensité capitaliste pourtant les plus productives. Si un pays veut faire baisser le coût du capital en-dessous du niveau international, il se heurte au fait que les ménages et les banques privées préféreront placer leur argent à l'étranger plutôt que de financer les investissements productifs du pays. C'est ce qu'on appelle la "dictature des marchés". Est-elle une fatalité ?

Pour répondre à cette question, considérons le système monétaire comme un tout. Si les capitaux peuvent circuler librement et si le système monétaire est privé, il est impossible de faire baisser le coût du capital en-dessous du niveau mondial car des acteurs privés préféreront toujours acquérir les actifs les plus rémunérateurs. Pour qu'un pays puisse faire baisser le coût du capital, il doit donc impérativement supprimer l'une de ces deux contraintes, c'est-à-dire soit renoncer à la liberté de mouvements des capitaux, soit opter pour un système monétaire public.

La manière classique de limiter la liberté de mouvements des capitaux sans les interdire est d'opter pour un double système de changes, c'est-à-dire un système pour les échanges de biens et services et un autre pour les mouvements de capitaux. L'équilibre peut être obtenu de manière indépendante sur chaque marché. Ce système étant condamné par les traités internationaux, l'alternative est l'adoption d'un système monétaire public.

S'il n'y avait qu'une banque publique, rien ne s'opposerait à ce qu'elle accorde des crédits à long terme à des taux très bas et acquière des titres émis par les entreprises. Une banque publique n'étant pas tenue de maximiser son profit, elle pourrait financer exclusivement les investissements productifs nationaux. La spéculation financière n'aurait plus aucune utilité et il serait possible de la supprimer par des taxes significatives sur les transactions financières.

La mise en place d'un système monétaire public ne réglerait cependant pas tous les problèmes. En effet, la monnaie émise à l'occasion du financement des investissements susciterait une demande de titres de la part des ménages qui ne pourrait être satisfaite que par l'offre extérieure puisque celle-ci offrirait des placements plus rémunérateurs. La conséquence en serait une sortie de devises qui tirerait le cours de la monnaie à la baisse. Dans un premier temps, cette baisse du cours de la monnaie favoriserait les exportations et donc l'activité économique. Dans un deuxième temps, elle risquerait de se traduire par de l'inflation. Dans ce cas, un moyen de limiter les sorties de capitaux consisterait à taxer les revenus de la propriété provenant du reste du monde.

Un système bancaire composé d'une banque unique soulèverait inévitablement la question de son caractère monopolistique et donc de son efficacité économique. Tout d'abord un système monétaire public n'implique pas la disparition des banques de dépôts privées, il suffirait de leur ôter leur pouvoir de création monétaire en leur imposant des taux de réserve obligatoires proches de 100%. Les banques de dépôts privées seraient alors rémunérées, non plus par les crédits qu'elles accordent, mais par des commissions versées par la banque centrale.

L'introduction dans le système de plusieurs fonds d'investissement servant d'intermédiaires entre la banque centrale et les entreprises serait un moyen de maintenir la concurrence nécessaire à l'efficacité de l'économie. Il suffirait pour cela que les fonds d'investissement, bien que financés par la banque centrale, puissent prendre leurs décisions en toute indépendance en se basant exclusivement sur des considérations d'ordre économique.

Une indépendance réelle supposerait toutefois que la banque centrale ne puisse pas décider de la répartition de ses ressources entre les différents fonds. Celle-ci pourrait être faite sur une base égalitaire, mais, puisqu'il serait préférable d'attribuer davantage de ressources aux fonds les plus performants, la répartition pourrait se faire sur la base de critères de performance définis à l'avance ou bien être décidée par d'autres agents que la banque centrale. Avec les technologies modernes de l'information, il n'y a plus guère de limite au nombre d'agents, si bien qu'il serait possible d'accorder aux citoyens le pouvoir de décider la répartition des ressources de la banque centrale. Ce pouvoir pourrait également être attribué à des corps intermédiaires comme les collectivités locales. Puisque l'efficacité économique impose que celui qui prend une décision en subisse les conséquences, positives ou négatives, il serait alors impératif que les agents décidant l'affectation des fonds en reçoivent également le produit.

Un choix de société

Le développement de la spéculation financière et la privatisation de la création monétaire ont généré de manière quasi mécanique un accroissement de la concentration des richesses. Celle-ci a longtemps été une condition du développement car seuls les plus riches avaient les ressources nécessaires pour investir dans des projets d'envergure. Aujourd'hui, le développement des techniques financières donne au plus grand nombre la possibilité de participer au financement de

l'économie, si bien que la concentration des richesses en un petit nombre de mains n'est plus une nécessité technique, mais un héritage du passé.

La croissance des inégalités de revenu et surtout de patrimoine que nous avons connue ces dernières décennies peut difficilement se poursuivre sans créer de fortes tensions et remettre en cause la cohésion sociale, ce qui pose clairement la question de la survie de la démocratie dans nos sociétés. Renverser la tendance imposerait de limiter le rôle de la spéculation financière, et, par conséquent, de revoir l'organisation du système financier.

Si une volonté politique se faisait jour en ce sens, c'est la question de la croissance qui deviendrait centrale. En effet, la théorie keynésienne montre que le système économique repose actuellement sur l'hypothèse d'une croissance pérenne. Si cette hypothèse n'est pas vérifiée, les politiques dites keynésiennes basées sur le déficit public deviennent inopérantes et dangereuses à long terme. La première question porte donc sur le réalisme de l'hypothèse de pérennité de la croissance, notamment dans le contexte d'un épuisement des ressources naturelles et d'une prise de conscience accrue des effets de l'activité économique sur l'environnement et donc la survie de l'humanité.

Si l'hypothèse de pérennité de la croissance était abandonnée, il faudrait alors prendre conscience de l'incompatibilité de la croissance zéro avec un plein emploi durable à moins que ne soient prises des mesures visant à limiter l'enrichissement des ménages. Tous ces choix sont de nature essentiellement politiques et non techniques, ce n'est donc pas aux experts de les décider, mais aux citoyens.

Ce texte n'engage que son auteur : Francis Malherbe