

Théorie keynésienne

Francis Malherbe

Table des matières

Chapitre 1 : l'égalité entre l'épargne et l'investissement.....	4
Un pilier de la théorie keynésienne	4
L'égalité entre la production et le revenu	4
Deux points de vue	5
Une relation fondée sur la logique et non sur des hypothèses	6
L'égalité entre l'épargne et l'investissement	6
Précisions sur la définition de l'épargne	8
Le circuit économique	9
Chapitre 2 : le modèle keynésien simplifié	12
Le modèle keynésien simplifié	12
Cigales et fourmis	16
Le niveau de l'investissement.....	18
Un niveau d'investissement insuffisant génère du chômage.....	19
La croissance.....	20
Chapitre 3 : le rôle de la monnaie	23
Le rôle de la monnaie	23
Flux et stocks	24
La détermination du taux d'intérêt	25
La détention de monnaie	28
Chapitre 4 : le rôle du système bancaire.....	29
Le rôle du système bancaire.....	29
Un rôle fondamental	29
Le crédit bancaire	29
Banques et monnaie intermédiaire des échanges.....	31
Le seignuriage.....	32
Banques et monnaie réserve de valeur.....	33
La trappe de liquidité	34
La fixation du taux d'intérêt	35
Banques et patrimoine	37
Le risque	39
L'organisation du système bancaire.....	40
Un système à deux niveaux.....	40
Les banques de dépôts créent directement de la monnaie.....	43
Chapitre 5 : le rôle de l'État.....	45

Le rôle du déficit public	45
Interprétation	46
Le stabilisateur automatique.....	47
Le financement du déficit public	47
La dette publique.....	48
Le blocage de la croissance	49
Le poids de la dépréciation du capital.....	49
Une histoire de pyramides	51
De nouvelles pyramides ?.....	51
Les impôts en capital.....	53
Chapitre 6 : le reste du monde.....	55
Politiques keynésiennes en économie ouverte.....	55
La bataille pour l'activité	55
Une économie mondialisée.....	56
Un secteur protégé de la concurrence extérieure	60
La bataille pour l'accumulation	61
Politique monétaire en économie ouverte	63
Le contrôle des capitaux.....	67
La théorie de l'avantage comparatif	69
Une économie de libre-échange sans mouvements des capitaux ni de main-d'œuvre	69
Une économie de libre-échange sans mouvements de capitaux mais avec libre circulation de la main-d'œuvre	70
Une économie de libre-échange avec libre circulation de la main-d'œuvre et des capitaux	71
La guerre économique.....	72
Chapitre 7 : la spéculation financière.....	74
Les plus-values.....	74
La spéculation financière.....	74
Impact sur la consommation	74
Un impact durable ?	78
Spéculation financière ou déficits publics	82
Rachat d'actions et effet richesse	83
Un financement monétaire de la consommation	84
Modèle productif et modèle spéculatif.....	84
Spéculation et politique monétaire.....	85
Des conséquences importantes pour la société.....	85
Politique monétaire et effet redistributif.....	87

Des crises nécessaires	88
Quel financement pour l'économie ?	89
Financement et spéculation	89
L'organisation du système bancaire	90
Chapitre 8 : microéconomie et macroéconomie	91
La détermination du profit	91
Définition	91
Le taux de profit	91
L'approche microéconomique	92
Le niveau macroéconomique	95
Microéconomie et macroéconomie	98
La croissance	100

Chapitre 1 : l'égalité entre l'épargne et l'investissement

Un pilier de la théorie keynésienne

Keynes a montré d'une manière indiscutable que, dans une économie fermée, c'est-à-dire sans relations avec l'extérieur, l'épargne globale est nécessairement égale à l'investissement global.

L'égalité entre l'épargne et l'investissement est à la base de la théorie keynésienne

Cette égalité qui constitue l'un des piliers de la théorie keynésienne apparaissait révolutionnaire en 1936. En effet, elle n'était auparavant généralement interprétée que comme l'expression d'un équilibre économique, c'est-à-dire comme une relation tendancielle. Le marché était alors supposé assurer équilibre entre l'épargne et l'investissement grâce aux fluctuations des taux d'intérêt.

Avec Keynes la relation entre l'épargne et l'investissement change de nature. Étant vérifiée pour toute période et quelles que soient les conditions du marché, c'est-à-dire, en particulier, quel que soit le niveau des taux d'intérêt, elle peut difficilement être interprétée comme une relation d'équilibre.

À elle seule, cette égalité remet ainsi en cause la théorie classique en réfutant la détermination des taux d'intérêt par la confrontation de l'épargne et de l'investissement.

L'égalité entre la production et le revenu

L'égalité entre l'épargne et l'investissement trouve sa source dans la définition du revenu. Keynes propose sa propre définition qui se traduit, au niveau global, par l'égalité entre le revenu et la valeur de la production.

La production correspond à une création de richesse par les entreprises. Elle peut être valorisée de différentes manières, mais, dans une économie de marché, ce sont les prix qui expriment la valeur que la société reconnaît aux produits. La production valorisée aux prix du marché représente donc la valeur que reconnaît la société à la richesse créée.

La production est constituée de biens et services. Dès qu'ils sont créés par le processus de production, ces produits deviennent la propriété de leurs producteurs. Ainsi, à l'apparition physique de produits correspond une apparition de droits de propriété. Ces droits ont une valeur qui est égale à la valeur des biens produits puisque le prix d'un produit est, en fait, le prix à payer pour en acquérir le droit de propriété. Cette apparition de nouveaux droits détermine le revenu.

On peut définir, d'une manière très générale, le revenu d'un agent pendant une période comme la différence entre la valeur des droits qu'il acquiert et celle des dettes qu'il contracte pendant cette période.

L'égalité entre la production et le revenu signifie simplement que, au niveau global, seule la production permet l'apparition de nouveaux droits.

Les droits peuvent être transférés entre agents économiques mais, si les droits reçus viennent s'ajouter au revenu de celui qui les reçoit, ils doivent aussi venir en déduction du revenu de celui qui les cède. Les transferts n'ont donc pas d'impact sur le revenu global. De même, au niveau global, les droits nouveaux provenant de l'endettement s'annulent avec les dettes correspondantes, si bien que le revenu ne peut provenir que de la production.

Il est important de comprendre que le revenu ne correspond pas nécessairement à des flux monétaires. Toute production génère un revenu, même lorsqu'elle n'est pas vendue, c'est-à-dire, par exemple, lorsqu'elle est stockée. Le revenu généré par cette production non vendue prend alors la forme de droits de propriété et non de monnaie.

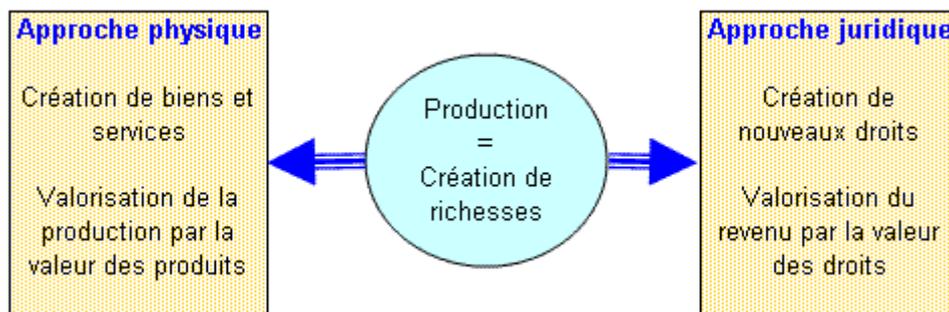
Plus précisément, pour reprendre les concepts de la comptabilité nationale, l'égalité n'est pas entre le revenu et la production mais entre le revenu et la valeur ajoutée, cette dernière représentant la richesse réellement créée lors du processus de production, c'est-à-dire la différence entre la production et les consommations intermédiaires.

Deux points de vue

L'égalité entre le revenu national et la somme des valeurs ajoutées correspond à la description d'une même réalité, la richesse globale créée par l'homme pendant une année, selon deux points de vue différents.

Selon le premier point de vue, la production représente la valeur de la richesse créée, la consommation intermédiaire représente la valeur détruite au cours du processus de production, leur différence, c'est-à-dire la valeur ajoutée, représente ainsi la valeur effectivement disponible pour la consommation et l'investissement. D'une certaine manière, ce point de vue correspond à une analyse en termes "physiques", puisque, conceptuellement, la production et la consommation intermédiaire sont obtenues en valorisant des quantités physiques au moyen des prix du marché.

Le deuxième point de vue est celui du droit de propriété. Au moment où elle apparaît, la richesse créée devient nécessairement la propriété d'un agent économique, elle est ensuite redistribuée entre les différents agents économiques sous forme de salaires, revenus de la propriété, impôts et autres transferts courants. Globalement, le revenu correspond à la valeur de marché des nouveaux droits créés pendant l'année. Cette approche représente le point de vue juridique.



Une relation fondée sur la logique et non sur des hypothèses

Ainsi, la relation qui s'établit au niveau national entre le revenu et la valeur ajoutée n'est pas une relation d'équilibre au sens économique du terme, mais une relation de nature strictement logique et, si l'on cherchait à établir une relation de causalité entre revenu et valeur ajoutée, il est bien évident que c'est la valeur ajoutée, grandeur "physique", qui fonde le revenu, grandeur "juridique", et non le contraire.

Conceptuellement, la valeur ajoutée fonde le revenu

En effet, d'un point de vue logique, s'il est clair que la production d'un bien peut donner naissance à un droit de propriété, il est difficile d'imaginer que l'attribution d'un droit de propriété puisse donner naissance à un bien.

L'égalité entre l'épargne et l'investissement

L'égalité entre l'épargne et l'investissement découle directement de l'égalité entre le revenu et la valeur ajoutée. En effet, au cours d'une période, les produits peuvent être utilisés soit pour la consommation, c'est-à-dire détruits, soit pour l'investissement, c'est-à-dire conservés pour une période ultérieure.

L'épargne est définie par la différence entre le revenu et la consommation. Puisque le revenu correspond à une acquisition de droits et la consommation à une destruction de produits et donc de droits, l'épargne représente l'accumulation de droits au cours de la période. L'investissement correspond, quant à lui, à l'accumulation de produits.

Puisque la valeur des nouveaux droits est égale à la valeur des produits créés et que la consommation représente à la fois une destruction de produits et de droits, on en déduit que l'accumulation de droits est égale à l'accumulation de produits. En d'autres termes, l'épargne est égale à l'investissement.

Plus précisément, pour reprendre les concepts de la comptabilité nationale, si nous désignons par VA et R respectivement la valeur ajoutée et le revenu de la nation, nous avons l'égalité :

$$(1) VA = R$$

Mais, au niveau global, la valeur ajoutée est égale à la somme des emplois finals. En effet, l'équilibre du compte de biens et services s'écrit :

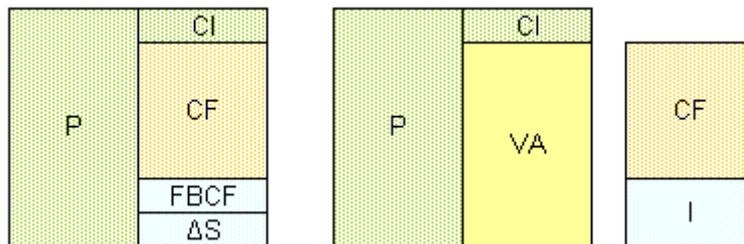
$$P = CI + CF + FBCF + \Delta \text{ Stock}$$

Où P désigne la production, CI la consommation intermédiaire, CF la consommation finale et FBCF la formation brute de capital fixe. L'équation peut encore s'écrire :

$$P - CI = CF + FBCF + \Delta \text{ Stock}$$

La somme de la formation brute de capital fixe et de la variation des stocks définit l'investissement au sens de Keynes. Si nous désignons par I l'investissement nous obtenons donc l'égalité suivante :

$$(2) VA = CF + I$$



En combinant les égalités (1) et (2) on obtient :

$$(3) R = CF + I$$

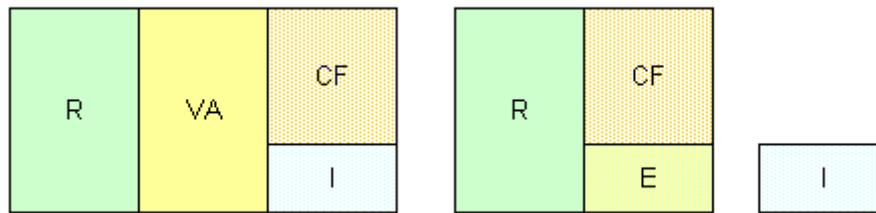
C'est-à-dire :

$$R - CF = I$$

Mais la différence entre le revenu et la consommation finale est, par définition, l'épargne. Nous obtenons ainsi l'égalité entre l'épargne et l'investissement :

$$(4) E = I$$

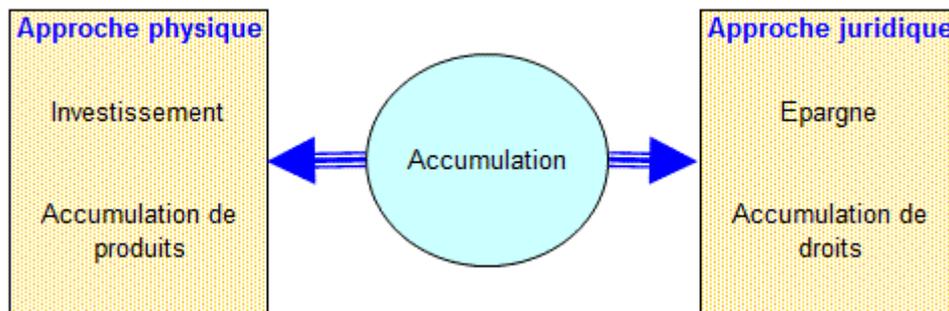
Le raisonnement pouvant être illustré par le schéma suivant :



La relation entre l'épargne et l'investissement est de même nature que l'égalité entre le revenu national et le produit intérieur, elle exprime une même réalité, l'accumulation, sous les deux points de vue, "physique" et "juridique", que retient la comptabilité nationale.

L'investissement détermine l'épargne

Là encore l'égalité ne traduit pas un équilibre économique mais une relation logique. De plus, il est indiscutable que l'investissement, expression "physique" de l'accumulation, détermine logiquement l'épargne, expression en termes de droits de cette même accumulation, tout comme la signature d'un contrat peut générer un droit alors que la naissance d'un droit ne peut jamais générer de signature.



Précisions sur la définition de l'épargne

La définition de l'épargne est très simple, l'épargne d'un agent est la différence entre son revenu et sa consommation :

$$\text{Épargne} = \text{revenu} - \text{consommation}$$

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.

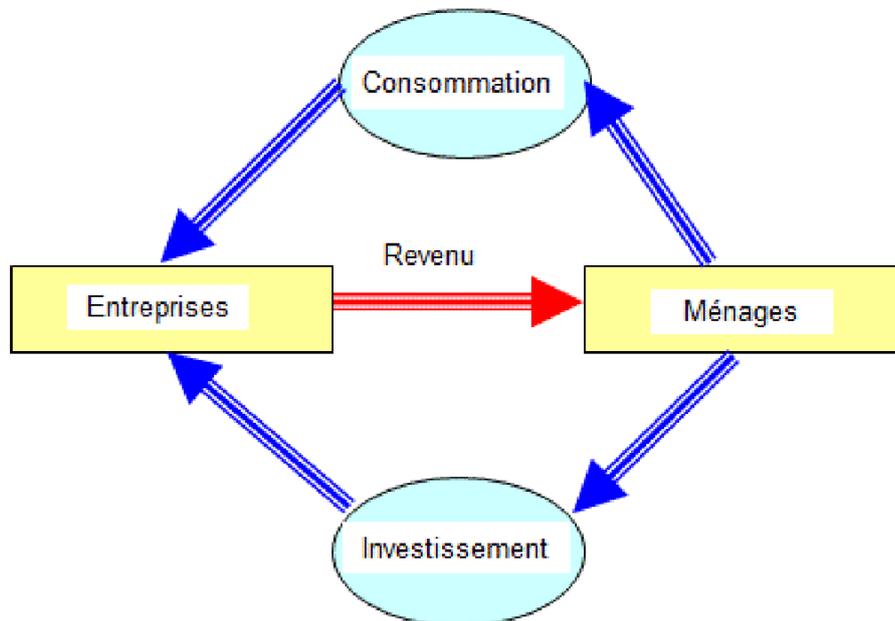
Le circuit économique

Des relations purement conceptuelles ne peuvent suffire à décrire l'économie. La théorie keynésienne se caractérise également par le regroupement des agents économiques en deux catégories, les entreprises et les ménages. Les entreprises ont pour fonction principale de produire et les ménages de consommer. Les ménages fournissent aux entreprises le travail et le capital financier dont elles ont besoin. En contrepartie, ils acquièrent des droits sur la production, c'est le sens de l'égalité entre le revenu et la valeur ajoutée.

Le point important est que les ménages ne demandent pas à faire valoir leurs droits en se faisant livrer les biens et services produits par les entreprises, mais en exigeant de la monnaie pour une valeur égale à la production. Cette exigence est indispensable à l'efficacité d'une économie de marché car c'est elle qui permet à un agent de consommer ce qu'il n'a pas produit, rendant ainsi possible la spécialisation.

En conséquence, les entreprises doivent se procurer de la monnaie auprès des ménages. Ceux-ci leur fourniront, d'une part en achetant leurs produits, d'autre part en

les finançant. Ainsi, des flux de monnaie vont des ménages aux entreprises et des entreprises aux ménages. Ces flux peuvent être représentés dans un schéma qui prend le nom de *circuit économique*.



La présentation de l'économie sous forme de circuit peut aider à comprendre la relation entre l'épargne et l'investissement.

Considérons une économie composée d'entreprises et de ménages. Les entreprises proposent aux ménages, d'une part des biens de consommation, d'autre part des actions qui leur permettront d'acquérir des biens d'investissement. Supposons que les ménages disposent de 1000 de monnaie et que, au cours d'une période, ils décident d'en dépenser 600 pour acheter des biens de consommation et 200 pour acheter des actions émises par les entreprises afin de financer leur investissement.

Pour satisfaire la demande, les entreprises produisent les biens de consommation et d'investissement pour une valeur totale de 800, la production génère des revenus pour les ménages correspondant aux salaires et aux revenus de la propriété. Si nous supposons que les entreprises distribuent tout leur revenu aux ménages, ceux-ci vont recevoir sous forme de salaires et de revenus de la propriété les 800 de monnaie qu'ils avaient dépensés.

Au début de la période, le patrimoine des ménages était composé de 1000 de monnaie, à la fin de la période les ménages ont toujours 1000 de monnaie car la monnaie qu'ils avaient dépensée leur est revenue sous forme de salaires et de revenus de la propriété. Mais les ménages ont aussi à la fin de la période 200 d'actions, leur patrimoine s'élève donc à 1200, soit un accroissement de 200 pendant la période. Cet accroissement du patrimoine des ménages correspond à l'investissement des entreprises.

À la période suivante rien n'oblige les ménages à dépenser tout le revenu qu'ils viennent de recevoir, ils peuvent dépenser plus ou moins. Par exemple, ils peuvent dépenser 400 en biens de consommation et 100 en actions, la production et le revenu des ménages sont alors de 500, l'épargne de 100 et est bien égale à l'investissement.

Si l'on suppose que les entreprises distribuent tout leur revenu aux ménages, l'égalité entre l'épargne et l'investissement signifie que l'enrichissement des ménages au cours d'une période est nécessairement égal à l'investissement des entreprises.

En effet, par l'intermédiaire des actions, les ménages peuvent être considérés comme les propriétaires indirects des biens d'investissement produits par les entreprises. Comme dans le modèle keynésien les ménages ne sont pas des producteurs, ils ne peuvent pas créer de richesse eux-mêmes et doivent pour cela compter sur les entreprises. Ainsi, si les entreprises n'accroissent pas la richesse globale de la société par l'investissement, les ménages n'ont, globalement, aucune possibilité de s'enrichir.

Chapitre 2 : le modèle keynésien simplifié

Le modèle keynésien simplifié

Keynes considère que l'économie est composée de deux types d'agents, les entreprises et les ménages. Les entreprises sont les seules à produire et à investir, les ménages sont les seuls à consommer. Cette spécialisation implique que les entreprises doivent distribuer aux ménages une part du revenu qu'elles tirent de la production.

Nous supposerons que les entreprises redistribuent tout leur revenu aux ménages sous forme de salaires et de revenus de la propriété. Le revenu des ménages est ainsi égal au revenu global et le revenu des entreprises est nul. Nous supposerons pour simplifier l'exposé que la consommation intermédiaire est nulle.

Nous pouvons reprendre l'égalité entre le revenu et la somme de la consommation et de l'investissement :

$$(3) R = CF + I$$

Cette équation est strictement comptable et donc toujours vérifiée quelles que soient les conditions économiques.

Keynes introduit une relation de comportement qui lie la consommation des ménages à leur revenu. Cette relation présente un caractère statistique et peut n'être vérifiée que de façon approximative, contrairement à l'équation (3) qui est vraie à l'unité monétaire près.

Keynes considère que les ménages cherchent à répartir toute augmentation de leur revenu entre la consommation et l'épargne en proportion relativement stable au cours du temps. Ce point est essentiel. En effet, les économistes classiques considéraient que la production étant déterminée par les conditions du plein-emploi, toute diminution de la consommation était nécessairement compensée par une augmentation de l'investissement et de l'épargne.

Pour Keynes, ce n'est plus le cas, la consommation et l'épargne évoluent dans le même sens. Une augmentation du revenu se traduit par une hausse à la fois de la consommation et de l'épargne, une baisse du revenu se traduit par une baisse de la consommation et de l'épargne.

La conséquence en est extrêmement importante. En effet, reprenons le point de vue des économistes classiques et considérons que la production totale reste constante car déterminée par le plein-emploi. Supposons une baisse de l'investissement, selon l'hypothèse classique cette baisse ne devrait pas avoir d'impact sur la production, le

revenu resterait également inchangé. Or, si nous acceptons l'hypothèse keynésienne d'une liaison entre le revenu et la consommation, un revenu inchangé implique une consommation inchangée. Comme la production est la somme de l'investissement et de la consommation, la baisse de l'investissement ne peut se traduire que par une baisse de la production, ce qui est en contradiction avec l'hypothèse retenue par les économistes classiques.

Ainsi, en introduisant une liaison entre le revenu et la consommation, Keynes montre qu'une baisse de l'investissement ne peut que générer une baisse de la production et donc du revenu. Cette baisse du revenu va générer elle-même une baisse de la consommation et donc à nouveau de la production et du revenu. Si la situation de départ correspondait au plein-emploi, la baisse de la production peut amener du chômage.

Pour traduire ce raisonnement en termes plus mathématiques, nous pouvons définir une *fonction de consommation* qui introduit une relation entre la consommation des ménages et leur revenu. La fonction la plus simple retenue par les macroéconomistes s'écrit :

Une relation lie la consommation des ménages à leur revenu

$$C = a.R + b$$

où a désigne une constante strictement comprise entre 0 et 1 qui est appelée "propension marginale à consommer". En effet, en différentiant cette équation on obtient :

$$(4) dC = a dR ,$$

Relation qui montre qu'un accroissement dR du revenu disponible des ménages ne se traduit pas par une augmentation aussi importante de la consommation finale des ménages puisque le coefficient a est strictement inférieur à 1. L'accroissement de revenu des ménages est donc partagé entre un accroissement de la consommation finale et un accroissement de l'épargne, la propension marginale à consommer indiquant quelle part revient à la consommation finale.

En différentiant l'équation (3) on obtient :

$$(6) dR = dCF + dI$$

D'où, en combinant avec l'équation (4) :

$$(7) dR = adR + dI$$

Et finalement :

$$dR = \frac{1}{1-a} \cdot dI$$

Ainsi que :

$$dC = \frac{a}{1-a} \cdot dI$$

La propension marginale à consommer étant strictement comprise entre 0 et 1 le coefficient $1/(1-a)$ est supérieur à 1.

Par exemple, si $a = 0,8$ le coefficient vaut 5 et c'est pourquoi on lui donne le nom de multiplicateur keynésien. Il montre qu'un accroissement dI de l'investissement se traduit par une augmentation 5 fois plus importante du revenu national.

Ce petit modèle est beaucoup trop simple pour être réaliste mais il permet de comprendre la logique des mesures de relance de l'économie qui ont été inspirées par la théorie keynésienne.

Un accroissement de l'investissement se traduit par une augmentation beaucoup plus importante du revenu national

Supposons que nous partions d'une situation où les entreprises réalisent chaque mois un certain niveau d'investissement et que les ménages soient, compte tenu de leur revenu, satisfaits de leur niveau d'épargne et de consommation. Supposons donc que, chaque mois l'investissement soit de 20, la consommation de 80 et le revenu de 100, la fonction de consommation des ménages étant de la forme $C = 0,8.R$.

Supposons que les entreprises décident d'augmenter leur niveau d'investissement mensuel à 30 et qu'elles aient à la fois les moyens physiques et financiers de maintenir ce niveau pendant plusieurs mois. Supposons également que les ménages décident de leur consommation mensuelle en se basant sur leur revenu du mois précédent car ils ne connaissent réellement leur revenu qu'à la fin du mois.

Le premier mois, la consommation des ménages reste inchangée mais l'investissement ayant augmenté de 10, la production a augmenté de 10, le revenu des ménages et leur épargne ont donc aussi augmenté de 10. Les ménages ne sont pas réellement satisfaits de cette situation parce que, avec un revenu de 110, ils auraient souhaité consommer $110 \times 0,8 = 88$ et non 80, c'est-à-dire également qu'ils auraient préféré épargner 22 plutôt que 30. En d'autres termes, ils ne sont pas satisfaits de leur épargne qu'ils considèrent trop forte par rapport à leur revenu et ils vont consommer plus pour la diminuer.

Le mois suivant, les entreprises maintiennent leur niveau d'investissement et les ménages augmentent leur consommation de 8 pour la porter à 88. Par rapport au mois précédent, la consommation a augmenté de 8, ce qui génère également une augmentation de la production et donc du revenu des ménages de 8, ce qui maintient leur épargne au niveau de 30. Mais, avec un niveau de revenu de 118, les ménages auraient souhaité consommer $118 \times 0,8 = 94,4$ et disposer d'une épargne de 23,6 et non de 30, c'est-à-dire que leur épargne est toujours trop forte et qu'ils vont consommer plus. La situation va se stabiliser lorsque le niveau du revenu des ménages sera compatible avec leur niveau d'épargne, c'est-à-dire quand il sera égal à $30/(1-0,8) = 150$.

Période	Investissement	Consommation	Revenu
1	20	80	100
2	30	80	110
3	30	88	118
4	30	94,4	124,4
5	30	99,5	129,5
6	30	103,6	133,6
7	30	106,9	136,9
8	30	109,5	139,5
9	30	111,6	141,6
10	30	113,3	143,3

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.

Nous voyons ici comment le passage d'une analyse individuelle, microéconomique, à une analyse globale, macroéconomique, peut bouleverser la perception que l'on peut avoir des phénomènes économiques.

Au niveau microéconomique, pour la plupart des ménages, le revenu est une donnée et l'épargne le résultat d'un choix. Dans le modèle keynésien, au niveau macroéconomique, c'est le contraire, l'épargne est une donnée pour les ménages et le revenu une conséquence de leur comportement.

C'est en ce sens que l'on a pu parler de révolution keynésienne, de la même manière que l'on a parlé de révolution copernicienne. Le changement de perspective qu'apportait le passage au niveau macroéconomique permettait d'aborder la réalité économique sous un jour nouveau.

Cigales et fourmis

Puisque l'investissement des entreprises détermine l'épargne des ménages, on peut se demander comment se répartit l'épargne entre les ménages. Pour le comprendre considérons un petit exemple où il n'y a qu'une entreprise et deux ménages. Supposons que l'entreprise finance par crédit bancaire un investissement de 100 et qu'elle distribue 50% de son revenu à chacun des deux ménages. Dans un premier temps, en l'absence de consommation, la production de l'entreprise est égale à l'investissement, c'est-à-dire 100. La production génère un revenu qui est distribué aux ménages, chacun recevant 50. Les ménages n'ayant pas encore consommé, chacun a une épargne de 50 qui prend la forme d'un accroissement de monnaie.

Supposons que, dans un premier temps, chacun des ménages décide de consommer 40. Leur situation peut être décrite par un tableau où A et B désignent les ménages :

	A	B	Total
Investissement	-	-	100
Consommation	40	40	80
Revenu	90	90	180
Épargne	50	50	100

Supposons maintenant que le ménage B décide d'accroître son épargne pour augmenter plus rapidement son patrimoine et que, pour cela, il réduise sa consommation à 10. La production est maintenant de $100 + 40 + 10 = 150$, elle génère un revenu qui se répartit à égalité entre les deux ménages, chacun recevant 75. La situation des deux ménages peut être décrite dans le tableau suivant :

	A	B	Total
Investissement	-	-	100
Consommation	40	10	50
Revenu	75	75	150
Épargne	35	65	100

La volonté du ménage B de s'enrichir en diminuant sa consommation a eu pour conséquence de lui attribuer une plus grande part de l'épargne globale qui est déterminée par l'investissement des entreprises. Mais la décision du ménage B n'est pas sans conséquence pour le ménage A. Celui-ci voit, en effet, son revenu ainsi que son épargne diminuer et cela indépendamment de sa volonté.

Supposons maintenant que, au contraire, le ménage B décide d'augmenter sa consommation et la porte à 60.

La situation des deux ménages peut être décrite dans le tableau suivant :

	A	B	Total
Investissement	-	-	100
Consommation	40	60	100
Revenu	100	100	200
Épargne	60	40	100

Le ménage A voit son revenu et son épargne augmenter. Ainsi, si l'offre des entreprises est capable de suivre la demande, les ménages ne sont pas concurrents dans leurs comportements de consommateurs car la consommation de l'un ne réduit pas la consommation d'un autre. À l'inverse, les ménages sont concurrents dans leur volonté d'enrichissement car l'accroissement d'épargne de l'un se fait nécessairement au détriment de l'épargne des autres.

Ainsi, si l'on considérait deux groupes de ménages, les cigales dont le principal objectif serait de consommer et les fourmis dont le principal objectif serait de s'enrichir, alors seules les cigales auraient des intérêts convergents, les fourmis ne pouvant être que concurrentes. Si nous ajoutons l'hypothèse d'une fonction de consommation liant la consommation au revenu, on peut même aller plus loin.

Non seulement l'accroissement de consommation d'un ménage ne pénalise pas les autres mais il augmente leur revenu et leur permet donc de consommer davantage. En période de sous-emploi, les cigales auraient donc intérêt à se concerter pour accroître leur consommation. À l'inverse, le comportement des fourmis visant à réduire leur consommation pour accroître leur patrimoine va à l'encontre, non seulement des intérêts des autres fourmis, mais aussi de ceux des cigales car il provoque une baisse de leur revenu et donc de leur consommation.

D'une manière générale, les cigales tirent l'activité vers le haut et les fourmis la tirent vers le bas. Cela ne veut pas dire que les fourmis soient inutiles car elles évitent la surchauffe de l'économie qui se produirait si la consommation potentielle des cigales dépassait la capacité de production. Cigales et fourmis sont donc, d'une certaine manière, complémentaires, mais le problème vient de la rigidité de leurs comportements et de leur poids relatif qui ne peuvent s'adapter aux fluctuations de l'investissement.

Le poids relatif des cigales et des fourmis joue notamment un rôle fondamental. En effet, pour un niveau d'investissement donné et en faisant l'hypothèse que la propension à consommer de chaque groupe de ménages est constante, une augmentation de la part du revenu global attribué aux fourmis a pour conséquence une diminution globale de la consommation et donc de la production. Si cette évolution en faveur des fourmis se prolonge, un nouvel effet peut se produire. Anticipant une baisse de leur production, les entreprises vont souhaiter réduire leur capacité de production et pour cela diminuer leur investissement.

Or, la baisse de l'investissement va induire une nouvelle baisse de la production ainsi qu'une baisse de l'épargne globale. L'économie entre dans une phase de récession.

Si l'on considère que les fourmis sont généralement les plus riches, on comprend la portée politique de la théorie keynésienne et donc la dureté des controverses théoriques.

Le niveau de l'investissement

Keynes fait dépendre le niveau de l'investissement de la période actuelle de l'état de la prévision à long terme, c'est-à-dire pour être plus précis des prévisions de profit que génèrera un investissement pendant toute sa durée de vie. Les entreprises ne décideront d'investir que si les profits qu'elles espèrent tirer de cet investissement sont suffisants. Le terme suffisant ne doit toutefois pas être compris ici dans l'absolu mais d'une manière relative, en effet les profits doivent être suffisants par rapport aux placements alternatifs et, en particulier, par rapport au taux d'intérêt qui représente la rémunération d'un placement théoriquement sans risque. Habituellement, les perspectives de profit des entreprises s'améliorent avec l'accroissement de la demande ou de la productivité.

Au niveau macroéconomique, les profits escomptés décroissent généralement avec le capital fixe installé. En effet, les investissements potentiellement les plus profitables sont réalisés les premiers si bien que l'élévation du niveau du capital fixe installé s'accompagne généralement d'une baisse des perspectives de profit. Les investissements pourront se poursuivre tant que les taux de rendement que les entreprises espèrent en tirer restent supérieurs au niveau des taux d'intérêt. Lorsque le taux de rendement escompté de l'investissement parvient au niveau du taux d'intérêt, l'investissement va s'arrêter, non pas parce que l'entrepreneur ne peut pas le financer, mais parce que, dans ce cas, il a intérêt à acheter des obligations plutôt que des biens d'investissement.

Cependant, Keynes va plus loin dans son analyse. Il établit une distinction entre les prévisions de l'entrepreneur et celles de ceux qui le financent. Pour Keynes, l'entrepreneur se lance dans l'aventure plus par passion de l'action que par un calcul économique basé sur de réelles prévisions à long terme. Les financiers qui achètent les actions de l'entreprise ne se livrent pas non plus à de réelles prévisions à long terme, ils n'en ont pas les moyens et ils ne cherchent d'ailleurs pas en faire. En effet, ils ont toujours la possibilité de revendre leurs actions et ce qui les intéresse d'abord c'est la prévision des cours des actions.

Keynes consacre de longs développements pour montrer qu'il n'y a pratiquement aucun lien entre les décisions d'acheter ou de vendre des actions et la prévision à long terme. Ainsi, il se peut pour des raisons quelconques que les prévisions soient suffisamment pessimistes pour que l'investissement soit trop faible pour générer une production compatible avec le plein-emploi.

L'un des points les plus fondamentaux pour la théorie keynésienne est la relative indépendance de l'investissement vis-à-vis de la consommation. En effet, si la théorie classique considère que le plein-emploi est toujours atteint c'est parce qu'une baisse de la consommation est toujours compensée par une hausse de l'investissement. Pour Keynes, ce n'est pas le cas, une baisse de la consommation ne se traduit pas par une hausse de l'investissement, au contraire une baisse de la consommation peut générer

une baisse de l'investissement si elle a pour conséquence une détérioration des perspectives de croissance des entreprises.

Un niveau d'investissement insuffisant génère du chômage

Le multiplicateur keynésien montre que la valeur de la production et le revenu nominal, c'est-à-dire le revenu exprimé en unités monétaires, dépendent de la valeur de l'investissement. Mais une baisse de la valeur de la production induite par une baisse du niveau d'investissement peut provenir aussi bien d'une baisse des prix que d'une baisse de l'activité.

Supposons donc que l'on parte d'une situation où le niveau de l'investissement assure le plein-emploi et que, suite à des prévisions pessimistes des entrepreneurs, le niveau d'investissement chute à zéro. Pour tenir compte du décalage entre le moment où l'entrepreneur doit engager des dépenses pour produire et celui où il peut vendre sa production, nous pouvons découper le temps en périodes.

Au début de chaque période, les entrepreneurs doivent décider du niveau de leur production. Ils s'appuient pour cela sur le prix de la main-d'œuvre qu'il peuvent constater sur le marché du travail et sur une prévision du prix de leurs produits au moment où ils seront disponibles sur le marché. Ils anticipent donc une valeur de leur production qu'ils peuvent comparer aux coûts salariaux à engager. Si leurs perspectives de profit leur paraissent satisfaisantes, ils lanceront leur production.

Au début de la période, les entreprises paient les salaires, la valeur anticipée de la production est alors égale au revenu effectivement versé sous forme de salaires plus le revenu anticipé correspondant au profit. À la fin de la période, la production est mise en vente. Comme nous avons supposé l'investissement nul, cette production est composée uniquement de produits de consommation.

Les salariés vont décider de leur consommation sur la base de leurs salaires reçus et les entrepreneurs vont la décider sur la base de leurs profits anticipés. Mais, du fait du désir d'épargne des salariés et des entrepreneurs, ces consommations sont inférieures au revenu versé ou anticipé, c'est-à-dire inférieures à la valeur de la production proposée à la vente.

Suite à cette demande insuffisante, les entreprises ont le choix entre baisser leurs prix afin de vendre toute leur production ou en stocker une partie. Dans les deux cas, les entrepreneurs ne réaliseront pas leurs prévisions de profit.

À la période suivante, les entreprises auront tendance à réduire leur production pour s'adapter à la demande. Cependant, elles peuvent aussi chercher à rétablir leurs profits en exerçant une pression à la baisse sur les salaires. Si ceux-ci baissent effectivement, les entreprises réviseront leurs perspectives de profit à la hausse et, si elles les jugent satisfaisantes, elles lanceront leur production. Mais, si l'investissement reste nul, à la fin de la période, on se retrouvera exactement dans la même situation : quel que soit le prix,

du fait du désir d'épargne des ménages, la demande sera inférieure à l'offre. La réaction des entreprises devrait être alors de diminuer les quantités produites.

Si les entreprises diminuent les quantités produites, elles diminuent également leur demande de travail. Cela se traduit par une baisse du prix du travail, c'est-à-dire du salaire horaire. Face à cette baisse, les salariés peuvent réagir de deux manières, ils peuvent réduire leur offre car le travail sera moins attractif face au loisir, ils peuvent accroître leur offre pour maintenir leur pouvoir d'achat. Plus le revenu est faible et plus le deuxième effet est fort, si bien que si la production, et donc la demande de travail, continuent à baisser, il arrivera nécessairement un moment où les revenus des salariés seront si bas que l'offre de travail augmentera. Elle finira alors par dépasser la demande de travail, c'est-à-dire que le chômage apparaîtra.

La croissance

Il y a un lien très fort entre l'investissement et la croissance puisque l'une des principales motivations des entreprises pour investir est d'accroître leur production, il y a donc également un lien très fort entre la théorie keynésienne et la croissance.

Pour le comprendre, reprenons nos égalités fondamentales, la première étant l'égalité entre le revenu et la valeur ajoutée, la seconde étant l'égalité entre l'épargne et l'investissement :

$$R = VA$$

$$E = I$$

De ces deux égalités, on peut déduire la suivante :

$$\frac{E}{R} = \frac{I}{VA}$$

C'est-à-dire :

Taux d'épargne = taux d'investissement

Cette équation est dérivée d'équations comptables, elle est donc toujours vérifiée indépendamment du comportement des différents agents économiques. Cependant, d'un point de vue logique, si l'on considère que le taux d'épargne est une caractéristique du comportement des ménages, on doit bien admettre que c'est le taux d'épargne qui détermine le taux d'investissement.

Cela n'est pas incompatible avec le fait que l'investissement détermine l'épargne. En effet, c'est bien le niveau de l'investissement qui détermine le niveau de l'épargne mais c'est le taux d'épargne qui détermine la valeur ajoutée et le revenu, si bien que, quel que

soit le niveau de l'épargne et de l'investissement, le taux d'épargne détermine le taux d'investissement.

Si le taux d'épargne augmente, le revenu baisse et donc le taux d'investissement augmente également, si le taux d'épargne baisse, le revenu augmente et le taux d'investissement baisse.

On peut aller plus loin en introduisant une relation entre le capital productif et la valeur ajoutée. On peut supposer que le capital fixe est proportionnel à la valeur ajoutée, c'est-à-dire que l'on a une relation du type :

$$K = k \cdot VA$$

C'est le modèle de Domar où k désigne le coefficient de capital. Par ailleurs, la variation du capital fixe est égale à l'investissement :

$$I = \Delta K = k \cdot \Delta VA$$

En divisant par la valeur ajoutée, on obtient :

$$\frac{I}{VA} = k \cdot \frac{\Delta VA}{VA}$$

C'est-à-dire que le taux d'investissement est égal au coefficient de capital multiplié par le taux de croissance de l'économie. Le taux d'investissement étant égal au taux d'épargne on a également :

$$\frac{E}{R} = k \cdot \frac{\Delta VA}{VA}$$

Ou encore :

$$\boxed{\frac{\Delta VA}{VA} = \frac{1}{k} \cdot \frac{E}{R}}$$

Le taux de croissance est égal au taux d'épargne divisé par le coefficient de capital.

On déduit souvent de cette équation qu'un taux d'épargne élevé est favorable à la croissance. Cependant, cette équation n'est vraie qu'en période de plein-emploi car en situation de sous-emploi il n'y a plus de lien fixe ni entre la production et le capital fixe, ni entre le capital fixe et l'investissement. En effet, dans cette situation, d'une part le capital fixe est sous-utilisé, d'autre part le capital fixe subit des mises au rebut exceptionnelles.

Ainsi, la relation entre le taux de croissance et le taux d'épargne permet de dire quelle croissance permettrait de maintenir le plein-emploi, elle ne permet pas de dire que cette croissance sera effectivement atteinte.

Plus précisément, elle montre que plus le taux d'épargne est élevé et plus la croissance doit être forte pour assurer le plein-emploi.

Chapitre 3 : le rôle de la monnaie

Le rôle de la monnaie

Toute la théorie keynésienne repose sur la prise en compte de l'existence de la monnaie. Si la monnaie n'existait pas, les ménages devraient percevoir les revenus que leur versent les entreprises sous forme de biens et services. Leur seule liberté consisterait alors, au mieux, à choisir, en faisant jouer la loi de l'offre et de la demande par le troc, entre des biens de consommation et des biens d'investissement, c'est-à-dire entre une consommation présente et une consommation ultérieure. C'est l'optique retenue par les économistes classiques qui cherchaient à éliminer toute illusion monétaire de l'analyse économique.

Mais les ménages ne reçoivent pas leur revenu sous forme de biens et services, ils le reçoivent sous forme de monnaie. Cela change tout car cela donne aux ménages la possibilité de déterminer, au niveau global, leur revenu.

Les ménages ne sont pas obligés de dépenser tout leur revenu

Les ménages peuvent utiliser la monnaie qu'ils détiennent pour :

- ▶ acheter des biens de consommation ;
- ▶ acheter des titres (actions, obligations) émis par les entreprises ;
- ▶ conserver de la monnaie.

Keynes remarque qu'il y a une différence fondamentale entre acheter des biens de consommation et acheter des titres :

- ▶ la consommation de biens correspond à une destruction de valeur, c'est-à-dire pour le ménage à une baisse de son patrimoine ;
- ▶ l'achat de titres ne porte pas atteinte au patrimoine du ménage car le titre n'est pas détruit lors de son achat, au contraire il correspond, comme la monnaie, à une réserve de valeur.

Ainsi, Keynes constate que, pour comprendre le comportement des ménages, il faut tenir compte de leur patrimoine. Aussi, si nous supposons que leur patrimoine est composé uniquement de monnaie et de titres, les ménages doivent prendre deux décisions :

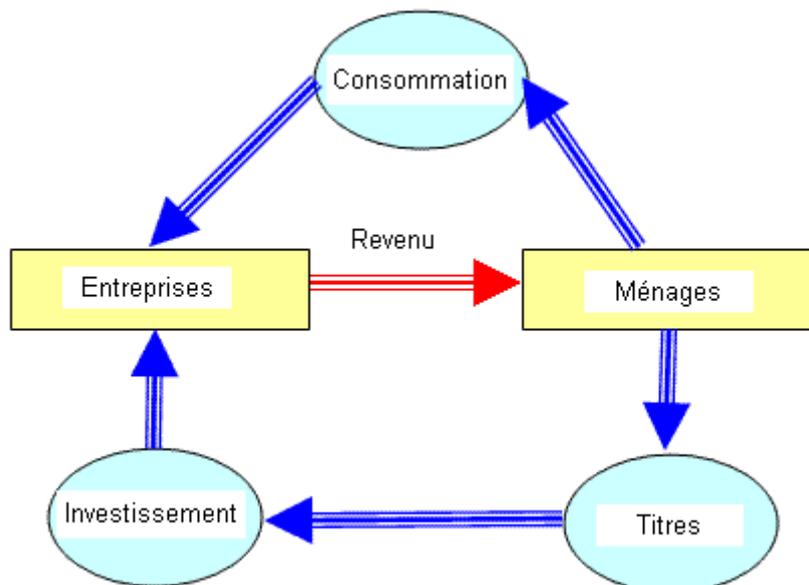
- ▶ arbitrer entre leur consommation et la valeur de leur patrimoine ;
- ▶ décider de la composition de leur patrimoine en arbitrant entre monnaie et titres.

Keynes considère que les ménages ne déterminent pas leurs dépenses en fonction de la monnaie qu'ils détiennent mais principalement en fonction de leur revenu. Celui-ci est réparti selon des proportions relativement stables au cours du temps entre

consommation et épargne. Comme, au niveau macroéconomique, l'épargne des ménages est strictement déterminée par l'investissement des entreprises, la fonction de consommation lie le revenu à l'investissement, les ménages deviennent donc dépendants des décisions des entreprises.

Le fait que les ménages peuvent influencer l'investissement des entreprises en jouant sur leur offre de titres ne supprime pas leur dépendance car rien ne peut obliger les entreprises à investir. Or, si les entreprises ne veulent ou ne peuvent investir, l'épargne des ménages est nécessairement nulle quelles que soient leurs décisions et la consommation tombe à son niveau minimal.

Le rôle de la monnaie peut être illustré par le schéma suivant qui introduit dans le circuit économique le marché des titres. Dans ce schéma seuls les flux monétaires sont représentés.



Les ménages interviennent sur le marché des biens de consommation et sur celui des titres. A chacun de ces deux marchés correspond de la monnaie que les ménages peuvent décider soit de conserver soit de faire circuler pour réaliser leurs transactions. Une accumulation de monnaie sur l'un de ces marchés réduit la monnaie en circulation, ce qui se traduit par une baisse de l'activité.

Flux et stocks

Pour comprendre la logique du modèle keynésien, il est essentiel de distinguer clairement entre les décisions qui portent sur des flux et celles qui portent sur des stocks. Pour cela, le mieux est de reprendre l'ordre logique de la séquence des opérations.

À l'origine, les entreprises doivent commencer par se procurer de la monnaie avant de pouvoir commencer à produire. Elles vont donc émettre des titres, plus précisément des titres à court terme pour financer la production qu'elles pourront vendre rapidement et des titres à long terme pour financer leur investissement. Ces titres peuvent être acquis par les banques et les ménages.

La décision d'achat de titres ne concerne que la structure du patrimoine, c'est une décision qui porte sur des stocks

Négligeons, pour l'instant, le rôle des banques et plaçons-nous du point de vue des ménages. Ils disposent déjà de monnaie et de titres qu'ils ont acquis au cours des périodes précédentes. Au moment où les entreprises leur proposent des nouveaux titres, les ménages vont prendre une décision basée sur l'analyse de leur patrimoine, une décision d'achat de titres se traduisant pour eux par une modification de la structure de leur patrimoine au profit des titres et au détriment de la monnaie, mais cette décision n'a aucun impact sur la valeur globale de leur patrimoine.

Ainsi, la décision d'achat de titres est-elle une décision qui ne concerne que la structure du patrimoine, c'est-à-dire une décision qui porte sur des stocks.

Inversement, la décision de consommer est une décision qui porte sur des flux, par exemple la consommation pendant un mois. Ainsi, en fonction de leurs revenus escomptés et de leurs habitudes de consommation, les ménages vont établir des budgets de consommation et s'y tenir si leurs prévisions de revenus se réalisent.

La décision de consommer est une décision qui porte sur des flux

Les décisions des ménages en tant que consommateurs ou en tant qu'investisseurs financiers sont donc prises selon des logiques radicalement différentes, presque indépendantes. Il n'y a, par conséquent, pratiquement aucun lien entre la demande des ménages en produits de consommation et leur demande en titres.

Concrètement, une hausse de la demande en biens et services se traduira par une augmentation de la production, donc du revenu, et non par une baisse de la demande de titres.

La détermination du taux d'intérêt

Pour Keynes, l'intérêt représente la rémunération nécessaire pour qu'un agent économique accepte de se dessaisir de la monnaie qu'il détient pendant un certain temps.

Il étudie donc les raisons qui peuvent pousser un agent économique à détenir de la richesse sous forme de monnaie et il en définit quatre :

- ▶ le motif de revenu qui provient de l'intervalle entre l'encaissement et le décaissement du revenu ;
- ▶ le motif professionnel qui s'explique par le décalage entre le paiement des frais professionnels et le produit de la vente ;
- ▶ le motif de précaution qui correspond au souci de parer aux éventualités exigeant une dépense soudaine ;
- ▶ le motif de spéculation. Ce motif est le plus difficile à comprendre mais c'est aussi le plus important pour la théorie keynésienne. Il provient fondamentalement de l'incertitude sur le niveau des taux d'intérêt futurs et des divergences d'opinion des agents sur leur évolution.

Ce dernier motif mérite un complément d'explication. La valeur d'une obligation existante est indépendante de sa valeur d'émission mais est déterminée par la valeur actualisée de la série de paiements à laquelle elle donnera lieu dans le futur. Ces futurs paiements doivent être actualisés par le taux d'intérêt actuel tel que le détermine le marché, la formule qui détermine sa valeur actuelle étant :

$$V = \sum_i \frac{1}{1+r^i} \cdot P_i$$

où r désigne le taux d'intérêt et P_i les paiements de la période i .

Cette valeur varie dans le sens inverse du taux d'intérêt, si le taux monte la valeur baisse, si le taux baisse la valeur monte. Par exemple, si une obligation donne droit au paiement de 100 euros par mois pendant 5 ans, un taux d'intérêt de 5% lui donne à une valeur de 5299 euros, un taux de 4% une valeur de 5430 euros.

La valeur d'une obligation varie en sens inverse du taux d'intérêt

Ainsi, le détenteur d'une obligation prend toujours le risque de voir sa valeur diminuer suite à une hausse des taux d'intérêt. Par conséquent, toute personne anticipant une hausse des taux a intérêt à conserver de la monnaie plutôt que des obligations pour éviter une moins-value. Inversement, toute personne qui anticipe une baisse des cours a intérêt à acheter des obligations pour réaliser une plus-value.

Sur le marché, le taux d'intérêt s'équilibrera, non pas parce que tout le monde aura la même anticipation, mais parce qu'à un certain niveau de taux d'intérêt les anticipations contraires s'équilibreront.

La principale conséquence en est que, globalement, les agents économiques ont intérêt à conserver de la monnaie au titre du motif de spéculation. Plus le taux d'intérêt est fort et plus il est intéressant de détenir des obligations, plus le taux d'intérêt est faible et moins il est intéressant de détenir des obligations, d'une part,

Plus le taux d'intérêt est fort et plus il est intéressant de détenir des obligations

parce qu'elles rapportent moins, d'autre part parce que plus le taux d'intérêt se rapproche de zéro et plus la probabilité d'une moins-value consécutive à une hausse des taux se renforce.

Ainsi, un agent économique va décider du partage de son patrimoine entre monnaie et obligations en fonction du taux d'intérêt. Si le taux d'intérêt monte, il aura tendance à acheter des obligations, si le taux d'intérêt baisse, il aura tendance à en vendre.

Sur le marché des obligations, de nouvelles obligations sont proposées par les entreprises et les obligations anciennes disparaissent lorsqu'elles arrivent à échéance, mais l'essentiel des variations de la valeur globale des obligations provient des obligations existantes dont le prix est déterminé par le taux d'intérêt.

Globalement, les ménages ne peuvent accroître leur patrimoine que s'ils utilisent leur revenu pour acheter des obligations puisque la valeur de la masse monétaire est fixée par le système bancaire. Ainsi, en l'absence d'intervention des banques, la croissance du patrimoine ne peut se faire qu'au prix d'une déformation de la structure du patrimoine au profit des obligations, celle-ci n'étant acceptable qu'au prix d'une hausse du taux d'intérêt. Cette hausse du taux d'intérêt aura pour conséquence une baisse de la valeur des obligations déjà détenues par les ménages, si bien que la valeur de leur patrimoine augmentera moins que leurs acquisitions de nouvelles obligations.

Là encore, le passage d'une approche microéconomique à une approche macroéconomique bouleverse l'appréciation de la réalité économique. Au niveau microéconomique, chaque agent a toute liberté pour déterminer la structure de son patrimoine entre obligations et monnaie, son choix étant principalement déterminé par le niveau des taux d'intérêt. Pour chaque agent considéré individuellement, la valeur de son patrimoine est déterminée et le taux d'intérêt est une donnée qu'il ne peut modifier, la valeur des obligations et celle de la monnaie qu'il détient sont le résultat de son choix.

Au niveau macroéconomique, c'est le contraire, la valeur de la monnaie est fixée par le système bancaire, le taux d'intérêt, la valeur des obligations et donc la valeur globale du patrimoine sont le résultat des choix des agents économiques.

Puisque les trois premiers motifs de détention de monnaie sont essentiellement influencés par le revenu et l'activité économique et que le dernier l'est avant tout par le taux d'intérêt, Keynes décompose la masse monétaire en deux composantes dont l'une (M1) dépend essentiellement du niveau d'activité et l'autre (M2) du taux d'intérêt :

$$M = M1 + M2 = L1(R) + L2(r)$$

Ainsi, pour une masse monétaire donnée, plus le revenu augmente et plus M1 augmente également, ce qui implique que M2 diminue avec le revenu puisque M1 + M2 est fixé. Mais une baisse de M2 n'est possible qu'accompagnée d'une hausse du taux d'intérêt. Une croissance de l'investissement se traduit donc par une hausse de l'activité

et du revenu, mais cette dernière tend à faire croître les taux d'intérêt et donc à freiner toute nouvelle croissance de l'investissement.

La détention de monnaie

La question de la détention de monnaie paraît bien technique, pourtant elle est fondamentale pour comprendre la réalité de l'économie. Faisons donc abstraction de la détention de monnaie pour les motifs de revenu, professionnel et de précaution.

Depuis des millénaires, les hommes se battent pour l'argent et cela pour deux motifs fondamentaux :

- ▶ la satisfaction de leurs plaisirs ;
- ▶ le pouvoir.

La satisfaction des plaisirs des hommes correspond approximativement à la consommation mais le motif de pouvoir va bien au-delà du simple motif de spéculation.

Dans les luttes de pouvoir, l'argent, c'est-à-dire la monnaie, est l'arme qui permet d'entreprendre des actions fortes et rapides au moment opportun. C'est l'argent accumulé par le seigneur qui lui permettait de louer des mercenaires pour attaquer son ennemi au moment où il était affaibli, c'est l'argent accumulé par le paysan qui lui permettait d'acheter le terrain convoité par tous au moment où il se libérait, c'est l'argent accumulé par le marchand qui lui permettait d'acquérir toutes les marchandises disponibles sur le marché pour se placer en situation de monopole.

Aujourd'hui encore, c'est l'argent accumulé par le spéculateur qui lui permet d'acquérir le maximum d'actions au moment où les cours sont bas, c'est la trésorerie accumulée par les grands groupes qui leur permet d'acquérir des entreprises stratégiques et ce sont même les liquidités accumulées par certains États qui leur permettent de prendre le contrôle de l'économie d'autres États.

Ainsi, ceux qui ont les moyens de se livrer à des luttes pour le pouvoir doivent prendre deux types de décision concernant l'affectation de leurs ressources :

- ▶ choisir entre leur plaisir et l'accroissement de leur patrimoine ;
- ▶ arbitrer dans leur patrimoine entre des actifs qui leur procureront de nouvelles ressources et la monnaie qui leur permettra des actions fortes et rapides.

On comprend que pour certains agents la répartition de leur patrimoine ne dépend pas uniquement, et même parfois pas principalement, du niveau des taux d'intérêt mais qu'il s'agit d'une décision d'ordre stratégique qui dépend de nombreux facteurs.

Ainsi, il y a une opposition très nette entre la microéconomie qui décrit une économie harmonieuse où les intérêts des uns et des autres vont dans le même sens et la macroéconomie où les rapports entre les différents agents peuvent être conflictuels.

Chapitre 4 : le rôle du système bancaire

Le rôle du système bancaire

Un rôle fondamental

Dans une économie moderne, les banques ont pour principale fonction de créer la monnaie. Aristote définissait la monnaie par trois fonctions :

- ▶ unité de compte ;
- ▶ intermédiaire des échanges ;
- ▶ réserve de valeur.

Ces trois fonctions visent à faciliter les échanges entre des agents économiques nombreux et rendent possible le développement du marché. Elles peuvent s'appliquer à tous les types de monnaie, c'est-à-dire aussi bien les monnaies métalliques comme l'or et l'argent que la monnaie créée par les banques. Aussi, pour comprendre la spécificité du système bancaire, il est nécessaire de dépasser le cadre des échanges et de se placer dans la séquence logique du fonctionnement d'une économie de production.

À l'origine, il n'y a rien sinon les ressources naturelles, tout commence avec la nécessité pour les hommes de produire de la richesse et, pour cela, de s'unir. Le rôle du système bancaire est d'aider les hommes à travailler ensemble en garantissant les contrats qu'ils passent, c'est-à-dire, dans une économie libérale, en finançant les entrepreneurs afin que les salariés acceptent de travailler pour eux.

L'un des problèmes fondamentaux de toute économie est que la production prend du temps, les hommes doivent travailler avant de pouvoir profiter du fruit de leurs efforts et, de plus, ils ne sont jamais certains du résultat. Par exemple, dans l'agriculture, il faut d'abord préparer la terre, semer, attendre et, si la nature a été clémente, récolter avant de pouvoir profiter de son travail.

Dans une économie moderne où les entreprises emploient des salariés, d'une part les salariés n'acceptent généralement pas d'attendre la fin du processus de production pour être payés, d'autre part ils ne veulent pas non plus être payés en biens ou services produits par l'entreprise mais en monnaie afin de pouvoir acheter ce qu'ils veulent, quand ils veulent. Le rôle du système bancaire est de permettre aux entreprises de payer leurs salariés indépendamment du déroulement et du résultat de leur processus de production.

Le crédit bancaire

Lorsqu'une entreprise veut entreprendre un projet de production, elle s'adresse à une banque qui lui accorde un crédit, c'est-à-dire qui lui remet de la monnaie en contrepartie de l'obligation de la lui rendre à une date donnée. En fait, la monnaie n'est pas

préexistante au crédit car, dans une économie moderne, la monnaie se présente avant tout comme un compte courant ouvert auprès d'une banque.

Commençons par considérer le système bancaire comme composé d'une banque unique. Lorsque la banque accorde un crédit à l'entreprise, elle ne fait rien d'autre que de lui ouvrir un compte courant et de le créditer. Lorsque l'entreprise veut payer ses salariés, la banque leur ouvre des comptes courants et, par un simple jeu d'écritures, vire la monnaie du compte de l'entreprise aux comptes des salariés. Lorsque les salariés achètent la production de l'entreprise, la banque fait un virement des comptes des salariés à celui de l'entreprise, ce qui permet à cette dernière de rembourser la banque.

Par exemple, si nous supposons que la banque accorde un crédit de 100 à l'entreprise, les différentes phases se présenteront ainsi :

Phase 1 : la banque accorde le crédit à l'entreprise

Les bilans des différents intervenants à la fin de cette phase se présenteront ainsi :

Entreprise				Salariés			
	Actif		Passif		Actif		Passif
	Monnaie 100		Dette 100				
Banque							
	Actif		Passif				
	Créance 100		Monnaie 100				

Notons que la monnaie créée par la banque apparaît au passif de son bilan, c'est-à-dire qu'elle est considérée comme une dette de la banque. En effet, la banque s'engage à détruire sa créance sur l'entreprise lorsque celle-ci remboursera son crédit.

Phase 2 : l'entreprise paye ses salariés

Les bilans des différents intervenants à la fin de cette phase se présenteront ainsi :

Entreprise				Salariés			
	Actif		Passif		Actif		Passif
	Monnaie 0		Dette 100		Monnaie 100		
Banque							
	Actif		Passif				
	Créance 100		Monnaie 100				

Phase 3 : les salariés achètent la production de l'entreprise

Les bilans des différents intervenants à la fin de cette phase se présenteront ainsi :

Entreprise				Salariés			
Actif		Passif		Actif		Passif	
Monnaie	100	Dettes	100	Monnaie	0		

Banque			
Actif		Passif	
Créance	100	Monnaie	100

Phase 4 : l'entreprise rembourse son crédit

Les bilans des différents intervenants à la fin de cette phase se présenteront ainsi :

Entreprise				Salariés			
Actif		Passif		Actif		Passif	
Monnaie	0	Dettes	0	Monnaie	0		

Banque			
Actif		Passif	
Créance	0	Monnaie	0

Pendant les trois premières phases, la monnaie détenue par l'entreprise et ses salariés est égale à 100, il y a donc bien eu création monétaire à l'occasion du crédit.

Lorsque le crédit a été remboursé, aucun agent ne détient plus de monnaie. Le remboursement du crédit à la banque correspond donc à une destruction de monnaie.

On voit ainsi que, contrairement à ce qui est souvent dit, les banques ne jouent pas un rôle d'intermédiaire entre ceux qui veulent prêter de la monnaie et ceux qui veulent en emprunter, elles créent la monnaie et jouent un rôle actif, aucune économie moderne ne peut vivre sans elles.

L'exemple présenté ci-dessus est, bien entendu, extrêmement simplifié. Dans la réalité, l'entreprise ne paye pas uniquement des salaires mais aussi des intérêts à la banque et des dividendes à ses actionnaires, mais cela ne change en rien la logique du système.

Banques et monnaie intermédiaire des échanges

L'une des principales fonctions de la monnaie est celle d'intermédiaire des échanges. C'est elle qui a permis le développement d'un marché diversifié sur lequel de nombreux intervenants peuvent s'échanger de multiples produits. Pour le comprendre, nous pouvons partir d'un exemple caricatural.

Éric a une pomme mais il veut une orange, Aline a une orange mais elle veut une poire, Laure a une poire mais elle veut une pomme. Aucun échange ne peut avoir lieu car les besoins des uns et des autres ne sont pas directement complémentaires.

L'introduction de la monnaie va permettre de résoudre le problème. La banque prête de la monnaie à Éric, avec sa monnaie Éric peut acheter l'orange d'Aline, puis avec la monnaie qu'elle vient de recevoir, Aline peut acheter la poire de Laure, ce qui permet à Laure d'acheter la pomme d'Éric. Éric peut alors rembourser la banque.

Il est important de comprendre à quelle condition le marché peut fonctionner. La monnaie n'ayant pas de valeur par elle-même, ce que veulent les intervenants sur le marché, c'est pouvoir échanger des produits de même valeur. Si un intervenant accepte de céder un produit ayant une réelle utilité en échange de monnaie qui n'en a pas, c'est qu'il pense pouvoir utiliser cette monnaie pour acquérir un produit de valeur égale. Or, celui qui reçoit de la monnaie de la banque peut acquérir un produit sans rien offrir en échange. Il n'offrira à son tour un produit que s'il est obligé de rembourser à la banque la monnaie qu'elle lui a prêtée.

Dans notre exemple, Éric est obligé de vendre sa pomme à Laure pour se procurer la monnaie qui lui permettra de rembourser la banque. S'il n'était pas obligé de rembourser la banque, il n'aurait pas de raison de céder sa pomme à Laure qui se retrouverait alors avec de la monnaie sans valeur, c'est-à-dire, en quelque sorte, volée.

Ainsi, la condition essentielle pour que la monnaie émise par le système bancaire puisse être utilisée comme intermédiaire des échanges est que les banques imposent strictement le remboursement des crédits qu'elles ont accordés.

Le problème est que lorsqu'une banque accorde un crédit à une entreprise, il y a toujours un risque que l'entreprise n'atteigne pas ses objectifs et se retrouve incapable de rembourser la banque. Les ménages qui ont reçu finalement la monnaie émise peuvent, en effet, se tourner vers d'autres produits, ou même décider de conserver la monnaie. On se retrouve dans la situation où ceux qui ont acquis de la monnaie ne peuvent acquérir ce qu'ils avaient prévu.

Pour l'éviter, la banque va demander à l'entreprise une garantie, c'est-à-dire par exemple un bien, que la banque saisira et mettra en vente pour se faire rembourser son crédit. L'intérêt de cette procédure est d'alimenter le marché en biens de telle sorte que la monnaie émise ait une contrepartie réelle.

Le seigneurage

Il est possible que la banque ne demande pas à son client de rembourser son emprunt ou qu'elle lui accorde systématiquement un nouveau crédit pour rembourser le précédent. Dans ce cas, de fait, le client aura acquis un droit sur la production sans rien fournir en échange.

Historiquement, cette situation s'est souvent produite avec l'État comme client lorsque celui-ci était en même temps propriétaire de la banque. On parle alors de

seignuriage, c'est un moyen pour l'État de financer ses dépenses sans passer par l'impôt. Le problème est que le seignuriage se traduit par une hausse des prix et qu'il peut être source d'inflation s'il est durable.

Dans la théorie keynésienne, le seignuriage joue un rôle extrêmement important puisqu'il peut être un moyen de relancer l'économie.

Cependant, les banques peuvent également utiliser leur pouvoir de création monétaire pour payer leurs propres dépenses. C'est rarement le cas puisque les banques sont généralement contrôlées par les pouvoirs publics. Toutefois, il existe un cas où les banques utilisent leur pouvoir de création monétaire en leur faveur sans que cela ne provoque de protestation, c'est quand elles émettent de la monnaie en achetant des titres financiers sur le marché. Elles acquièrent alors des titres sans fournir aucune contrepartie réelle et en tirent des revenus. Mais, là encore, cette action des banques peut s'avérer bénéfique pour l'économie dans certaines circonstances.

Banques et monnaie réserve de valeur

Lorsque la monnaie intervient en tant qu'intermédiaire des échanges, il y a généralement un décalage dans le temps entre le moment où le vendeur cède un bien en échange de monnaie et le moment où il utilise sa monnaie pour acquérir un autre bien. L'échange peut donc s'étendre sur une période plus ou moins longue. Lorsque celui qui détient la monnaie préfère la garder afin de l'utiliser ultérieurement quand il le décidera, on dit que la monnaie joue un rôle de réserve de valeur. Pour que ce rôle soit effectif, il est nécessaire que celui qui cède un bien à un certain moment puisse en acquérir un autre de même valeur plus tard, quand il le souhaitera. C'est-à-dire qu'il ne doit y avoir ni hausse, ni baisse des prix.

Dans notre modèle keynésien, la monnaie est créée lorsque la banque accorde un crédit à l'entreprise, elle est distribuée aux ménages au cours du processus de production et ceux-ci l'utilisent pour consommer et acheter des titres. Le problème est que la demande de biens et services correspondant à l'investissement et à la consommation peut être supérieure ou inférieure à la capacité de production, ce qui peut provoquer une hausse ou une baisse des prix.

Une fois l'investissement des entreprises fixé, la consommation des ménages est déterminée par le multiplicateur keynésien en fonction de leur taux d'épargne. Pour qu'il n'y ait ni hausse, ni baisse des prix, il faut que la somme de l'investissement et de la consommation soit égale à la capacité de production. Puisque l'investissement est égal à l'épargne, si nous supposons que les entreprises distribuent tout leur revenu aux ménages, nous pouvons écrire :

$$\frac{I}{P} = \frac{E}{R}$$

Le taux d'investissement et le taux d'épargne sont donc égaux. Mais, puisqu'il est déterminé par le comportement des ménages indépendamment de leur revenu, on peut dire que c'est le taux d'épargne qui détermine le taux d'investissement.

Pour connaître l'investissement correspondant au plein-emploi, il suffit alors d'appliquer ce taux à la production de plein-emploi. Le système bancaire doit donc fixer le taux d'intérêt de telle manière que l'investissement des entreprises soit effectivement égal au niveau correspondant au plein-emploi.

Si l'investissement des entreprises est trop fort, alors la demande en biens et services correspondant à l'investissement et la consommation sera supérieure à la capacité de production, ce qui se traduira par une hausse des prix.

Si l'investissement des entreprises est trop faible, la demande en biens et services sera inférieure à la capacité de production, ce qui peut inciter les entreprises à baisser leurs prix. Cette baisse des prix ne ramènera pas le plein-emploi puis que si la production baisse en valeur, le revenu et donc la consommation baissent aussi, il n'y a donc pas de retour au plein-emploi et les prix peuvent continuer à baisser. C'est la déflation.

Le risque d'inflation et le risque de déflation ne sont pas symétriques. En effet, le système bancaire peut toujours s'opposer à l'inflation en bloquant la croissance de la masse monétaire. Dans ce cas, la part de la masse monétaire liée au revenu (M1) augmente avec les prix, si la masse monétaire totale est fixée, il arrivera nécessairement un moment où la croissance de M1 s'arrêtera et avec elle la croissance des prix.

À l'inverse, il n'existe pas toujours de taux d'intérêt capable de relancer l'investissement et d'arrêter la déflation. En effet, un phénomène que Keynes a qualifié de *trappe de liquidité* peut survenir.

La trappe de liquidité

Pour Keynes, le taux d'intérêt résulte d'un arbitrage entre le désir de posséder de la monnaie et celui de posséder des titres. Il montre, en particulier, que le taux d'intérêt évolue en fonction inverse de la masse monétaire du fait du motif de spéculation. Celui-ci résulte des anticipations, une personne détenant des titres ayant intérêt à les vendre si elle pense que leur cours va baisser, c'est-à-dire si elle anticipe une hausse des taux d'intérêt, inversement, une personne anticipant une hausse des cours des titres, c'est-à-dire une baisse des taux d'intérêt, a intérêt à acheter des titres.

Le marché des titres, c'est-à-dire également le taux d'intérêt, s'équilibrera lorsque l'offre de ceux qui anticipent une hausse des taux d'intérêt sera équilibrée par la demande de ceux qui anticipent une baisse des taux.

Quand les taux baissent et se rapprochent de zéro, un double phénomène va se produire :

- ▶ le nombre de personnes anticipant une nouvelle baisse a tendance à diminuer. Par exemple, si les taux restent habituellement proches de 5%, plus les taux baisseront en dessous de ce seuil et se rapprocheront de zéro et plus grand sera le nombre de personnes pensant que la probabilité d'une remontée des taux est forte ;
- ▶ la perte occasionnée par une même hausse des taux d'intérêt, par exemple un demi-point, devient de plus en plus importante. En effet, la valeur V d'une obligation perpétuelle est égale à a/t où t désigne le taux d'intérêt, en différentiant on obtient $dV/V = dt/t$. Ainsi, si le taux d'intérêt est de 5%, une hausse de 1/2 point se traduira par une perte de valeur du titre de 10%, si le taux d'intérêt est de 1%, une même hausse de 1/2 point se traduira par une perte de valeur du titre de 50%. Ainsi, plus les taux se rapprochent de zéro et plus les risques associés à la détention de titres sont élevés.

Dans ces conditions, une émission massive de monnaie par le système bancaire peut s'avérer insuffisante pour rendre attractive aux yeux des ménages l'offre de titres des entreprises. L'investissement ne pourra alors pas atteindre un niveau compatible avec le plein-emploi et l'insuffisance de la demande en biens et services risque de se traduire par de la déflation.

La fixation du taux d'intérêt

Selon les conceptions des économistes classiques, le taux d'intérêt est déterminé par l'équilibre entre l'épargne et l'investissement, la monnaie et donc les banques n'y jouent aucun rôle. Cette conception repose sur l'idée que l'épargne est un choix entre une consommation présente et une consommation future. Comme les agents économiques sont supposés avoir une préférence pour le présent, ils n'accepteraient de différer leur consommation qu'en échange d'une certaine rémunération. C'est cette rémunération qui serait à l'origine du taux d'intérêt.

Pour Keynes, renoncer à une consommation aujourd'hui n'implique pas nécessairement vouloir consommer plus tard. Autrement dit, l'épargne n'a pas nécessairement pour objectif une consommation future. Keynes considère donc que le taux d'intérêt est déterminé par l'arbitrage que les agents économiques font dans leur patrimoine entre la détention de monnaie et la détention de titres financiers selon ce qu'il appelle *la préférence pour la liquidité*. Les titres rapportent une rémunération mais ils présentent un risque de moins-value du fait de la fluctuation de leur cours, la monnaie ne rapporte rien mais est sans risque. Le taux d'intérêt serait donc le résultat d'un arbitrage entre un actif risqué rapportant une rémunération et un actif sans risque ni rémunération. Cet arbitrage dépendrait à la fois du goût du risque des agents et du niveau de la rémunération des titres.

Le goût du risque dépend de nombreux facteurs qui ne sont pas du domaine de l'économie, nous nous poserons donc la question de l'origine de la rémunération des

titres financiers. Dans une économie de production, les titres financiers sont émis par les entreprises qui doivent financer leur processus de production.

Nous distinguerons quatre catégories d'agents économiques :

- ▶ les entrepreneurs ;
- ▶ les propriétaires ;
- ▶ les salariés ;
- ▶ les financiers.

Les entrepreneurs ont des projets de production mais ils ne possèdent ni moyens de production, ni force de travail. Les propriétaires disposent des moyens de production, c'est-à-dire essentiellement des ressources naturelles comme les terrains si nous supposons, pour simplifier, que les actifs fixes comme les machines et les bâtiments sont produits au cours du processus de production. Les salariés offrent leur force de travail en échange d'un salaire. Les financiers prêtent de la monnaie aux entrepreneurs afin qu'ils puissent louer des moyens de production et de la force de travail.

Ces quatre catégories d'agents sont complémentaires dans le processus de production, c'est-à-dire que chacune a besoin des trois autres pour vivre. Dans la pratique, elles correspondent davantage à des fonctions qu'à des agents, chaque agent pouvant appartenir à plusieurs catégories, par exemple un propriétaire est souvent également un financier.

Chacun n'acceptera d'apporter sa contribution sur le marché qu'en échange d'une part de la production, la part de chacun étant déterminée par la loi de l'offre et de la demande selon leur degré de rareté relative.

En l'absence de banque, les entrepreneurs ne peuvent emprunter de la monnaie qu'aux financiers, ceux-ci n'accordant des crédits qu'en échange d'une rémunération. Remarquons que cette catégorie d'agents n'existe pas pour les économistes classiques puisque, selon leur conception, ceux qui détiennent de la monnaie sont censés ne l'utiliser que pour leurs transactions. Dans la théorie keynésienne, ce sont les agents appartenant à cette catégorie qui déterminent le taux d'intérêt en arbitrant dans la composition de leur patrimoine entre la monnaie et les titres.

Puisque les banques peuvent créer de la monnaie par de simples jeux d'écriture, elles peuvent venir concurrencer les financiers sur le marché pour offrir de la monnaie en réponse à la demande des entrepreneurs. Comme elles sont capables de satisfaire la demande de monnaie à elles seules, les banques jouent un rôle déterminant à la fois sur le nombre de projets de production qui pourront être lancés et sur la détermination de la rémunération des crédits, c'est-à-dire sur le taux d'intérêt.

On constate donc que le rôle des banques n'est pas seulement technique, il est aussi politique car, en intervenant sur le marché, elles modifient aussi le partage de la production en défaveur des financiers et en faveur des autres agents. Les banques sont donc loin d'être de simples intermédiaires entre les ménages et les entreprises.

Banques et patrimoine

Les banques jouent également un rôle extrêmement important dans la détermination de la valeur du patrimoine des ménages.

Dans le modèle keynésien, les ménages sont des ménages purs, c'est-à-dire qu'ils se contentent de consommer et que leur patrimoine est composé exclusivement de monnaie et de titres financiers. La répartition du patrimoine entre monnaie et titres dépend de la préférence pour la liquidité qui dépend elle-même du cours des titres. Le cours des titres et le taux d'intérêt varient en sens contraire, plus les cours montent et plus les taux d'intérêt baissent, plus les cours baissent et plus les taux d'intérêt montent.

Au niveau individuel, un ménage peut utiliser son argent, soit pour acheter des biens de consommation, soit pour acheter des titres. Il peut modifier la valeur de son patrimoine en consommant plus ou moins et il peut modifier la composition de son patrimoine en achetant ou en vendant des titres.

Au niveau global les choses se passent différemment. Ce ne sont pas ménages qui fixent leur épargne, c'est-à-dire l'accroissement de leur patrimoine, mais les entreprises par le biais de leur investissement. Ce ne sont pas non plus les ménages qui fixent la valeur de leurs avoirs en monnaie. En effet, les ménages ne peuvent qu'acheter aux entreprises. Lorsqu'ils achètent des biens de consommation, la monnaie qu'ils ont dépensé leur revient car leur consommation génère une production, donc un revenu qui leur est distribué sous forme de monnaie. De même, lorsqu'ils achètent des titres aux entreprises, celles-ci investissent, c'est-à-dire produisent et redistribuent leur revenu aux ménages sous forme de monnaie. Dans les deux cas, la monnaie dépensée par les ménages leur revient, si bien que leurs avoirs en monnaie restent inchangés.

Globalement, les ménages ne peuvent influencer la valeur de leur patrimoine qu'en pesant sur la valeur des titres par leur offre et leur demande. Celles-ci dépendent principalement de la composition de leur patrimoine. Si les ménages considèrent qu'ils ont trop de titres par rapport à leur monnaie, ils vont décider d'en vendre. Mais comme ils sont les seuls à en acheter, leur offre se traduira par une baisse des cours et le marché s'équilibrera quand la valeur des titres aura suffisamment baissé pour que les ménages soient satisfaits de la nouvelle composition de leur patrimoine. Inversement, si les ménages ont trop de monnaie, ils achèteront des titres, ce qui fera monter leur cours.

Les avoirs en monnaie détenus par les ménages sont essentiellement déterminés par le système bancaire. En effet, seules les banques peuvent créer de la monnaie et elles le font en achetant des titres aux entreprises ou aux ménages. Comme la monnaie est acceptée par tous les agents, le système bancaire considéré comme un tout n'a aucune contrainte sur sa demande en titres, il est donc libre de fixer le montant des titres qu'il détient, c'est-à-dire également de fixer la masse monétaire. Comme nous avons supposé que les entreprises ne conservent pas de monnaie, cela veut dire que les banques peuvent fixer la valeur de la monnaie détenue par les ménages.

Une fois la masse monétaire fixée par le système bancaire, la valeur des titres détenus par les ménages est déterminée par leur préférence pour la liquidité.

Nous arrivons ici à ce qui ressemble à une contradiction : la croissance du patrimoine des ménages serait déterminée par les entreprises et sa valeur serait déterminée conjointement par les banques et les ménages.

Au moment où les titres sont émis par les entreprises, leur valeur correspond à la valeur des biens d'investissement qu'ils financent. Par la suite, les conditions de rémunération des titres sous forme d'intérêts ou de dividendes peuvent varier du fait d'un changement dans l'équilibre entre l'offre et la demande.

Par exemple, si l'offre des entreprises reste inchangée alors que la demande s'accroît, il en résultera une baisse du taux d'intérêt. Cette baisse des taux d'intérêt se répercutera sur le prix des titres émis précédemment. En effet, la rémunération des titres est fixée au moment de leur émission mais leur taux de rendement doit s'aligner à chaque instant sur celui déterminé par le marché, comme le taux de rendement d'un titre à un instant donné est le rapport entre sa rémunération fixée précédemment et son prix à cet instant, c'est le prix du titre qui va s'ajuster. Ainsi, si le taux d'intérêt baisse, la valeur des titres détenus par les ménages, et donc leur patrimoine, augmentent. Puisque dans le même temps le prix des biens d'investissement n'a pas changé, il apparaît un écart entre la valeur des actifs financiers et celle des actifs réels, c'est-à-dire des actifs produits.

L'écart provient du fait que, si le marché des biens d'investissement et celui des titres ne sont pas indépendants car l'offre de titres des entreprises correspond à leur demande en biens d'investissement, ils diffèrent totalement par le processus de fixation des prix. Sur le marché des biens d'investissement, une demande supplémentaire se traduit par une croissance de la production et non par une hausse des prix. Sur le marché des titres, une demande supplémentaire n'est pas automatiquement satisfaite par une offre des entreprises et elle se traduit nécessairement par une croissance des prix.

Lorsque les banques interviennent sur le marché des titres, elles pèsent sur les cours. Ainsi, lorsque les banques achètent des titres aux ménages, trois événements se produisent :

- ▶ les avoirs en monnaie des ménages augmentent de la valeur des titres qu'ils ont vendus ;
- ▶ la valeur des titres qu'ils détiennent diminue de la valeur des titres vendus ;
- ▶ le cours des titres monte si bien que la valeur des titres qu'ils détiennent encore augmente.

Les deux premiers éléments s'annulant, le patrimoine des ménages augmente sous l'effet de la croissance de la valeur des titres qu'ils détiennent encore.

Ainsi, lorsque les banques achètent des titres, elles font croître le patrimoine des ménages. Mais, d'une part, cette croissance est artificielle car elle est due à une croissance de la valeur des titres financiers sans contrepartie en termes de biens, d'autre part elle ne profite qu'aux ménages qui possèdent des titres, c'est-à-dire qu'elle aggrave les inégalités de patrimoine.

Le risque

La question du risque est centrale dans les projets de production. Un projet de production n'est jamais certain d'atteindre ses objectifs et ceux qui l'ont financé risquent de subir des pertes. L'un des moyens les plus simples pour se prémunir contre ces pertes est de demander au responsable du projet, c'est-à-dire l'entrepreneur, de fournir des garanties permettant de les couvrir.

Cette pratique a deux conséquences principales, d'une part elle fait porter le risque lié au projet sur le seul entrepreneur, d'autre part elle limite le nombre d'entrepreneurs potentiels puisque seuls ceux qui sont suffisamment riches peuvent se lancer dans des projets de production. Il existe cependant un autre moyen de se prémunir contre les risques.

Une banque peut généralement estimer le risque de pertes associé à un projet de production, c'est-à-dire que sur l'ensemble des projets qui lui sont proposés, elle peut statistiquement estimer une perte globale. Par exemple, la banque peut estimer que, pour un certain projet, elle a un risque de 3% de perte, c'est-à-dire que, statistiquement, elle estime que si elle prête 100, elle se fera rembourser seulement 97. Cela signifie que l'entrepreneur qui a reçu 100 de monnaie n'a fourni en contrepartie qu'un bien valant 97 et que de la monnaie pour une valeur de 3 a été émise sans contrepartie réelle.

Pour éviter ce problème, la banque va incorporer une prime de risque de 3% au taux d'intérêt qu'elle demande à son client. Par exemple, si le taux d'intérêt sans risque est de 5% sur le marché, la banque accordera un crédit à son client à un taux de 8% dont 5% correspondent à sa rémunération et 3% à la prime de risque.

Ainsi, la banque a créé 100 de monnaie en accordant son crédit, elle en a détruit 8 en recevant les intérêts. Son résultat est égal à la différence entre les intérêts reçus, c'est-à-dire 8, et sa perte de 3 subie sur ses crédits, il est donc de 5. Ce résultat de 5 est redistribué aux ménages sous forme de dividendes, ce qui accroît la masse monétaire d'autant. Sur l'ensemble du processus, la banque a créé $100 - 8 + 5 = 97$ de monnaie, ce qui correspond à la richesse effectivement créée.

Dans sa théorie générale Keynes fait référence au taux d'intérêt sans risque.

L'organisation du système bancaire

Un système à deux niveaux

Le système bancaire n'est jamais composé d'une banque unique mais de plusieurs banques que l'on peut regrouper en deux catégories :

- ▶ la banque centrale qui émet la monnaie ayant cours légal ;
- ▶ les banques de dépôts qui prêtent la monnaie que leurs clients ont déposée chez elles.

Pour comprendre l'articulation entre ces deux types de banques, nous pouvons partir d'un exemple simplifié où le système bancaire est composé uniquement d'une banque centrale et d'une banque de dépôts. Supposons que, initialement, la banque centrale accorde des crédits, par exemple à l'État pour qu'il puisse payer les salaires de ses fonctionnaires. Il ne s'agit là que d'un simple jeu d'écritures mais, pour simplifier l'exposé, nous supposerons que le prêt est accordé sous forme de billets.

À l'issue de cette première phase, la banque centrale dispose d'une créance sur l'État qui doit apparaître à l'actif de son bilan. En contrepartie, elle doit inscrire à son passif un montant correspondant à la monnaie émise. Il peut paraître étonnant de faire apparaître des billets au passif d'un bilan car ils ne constituent pas réellement une dette au sens habituel du terme.

Cette inscription a d'abord une origine historique puisque, autrefois, la monnaie était gagée sur l'or, c'est-à-dire que la banque centrale était tenue de rembourser les billets en or sur simple demande. D'un point de vue comptable, l'inscription au passif de la monnaie émise se justifie principalement par l'engagement pris par la banque de céder sa créance à l'échéance, ce qui fait apparaître l'émission monétaire comme une simple opération d'échange de créances, ou plus précisément, comme un prêt croisé de créances, la banque centrale prêtant des billets et l'État prêtant un bon du Trésor.

Supposons que la valeur de la monnaie émise à l'occasion du prêt à l'État soit de 1 000 et que cette somme soit intégralement dépensée sous forme de salaires. Les ménages disposent alors d'une valeur de 1 000 en billets mais ils peuvent décider d'en déposer une partie, par exemple 800, sur leurs comptes courants dans une banque de dépôt. À l'issue de cette deuxième étape, les ménages, qui sont les seuls détenteurs de monnaie en dehors du système bancaire, en détiennent 200 sous forme de billets et 800 sous forme de comptes courants.

Les bilans des différents intervenants se présentent à ce moment de la manière suivante :

Banque centrale

Actif		Passif	
Créance	1000	Billets	1000

Banque de dépôts

Actif		Passif	
Billets	800	Dépôts	800

Ménages

Actif		Passif	
Billets	200		

Pour la banque de dépôts, les dépôts constituent bien des dettes car, à tout moment, les déposants peuvent demander à être remboursés en billets émis par la banque centrale. Mais, si les déposants sont suffisamment nombreux, la loi des grands nombres peut jouer et l'expérience des banquiers leur apprend que, statistiquement, les déposants ne retirent jamais tous en même temps leurs avoirs. La banque de dépôts constate donc que la valeur des billets qu'elle détient ne descend jamais en-dessous d'un seuil minimum et qu'elle peut donc prêter des billets pour un montant inférieur à ce seuil, et cela même si les billets ne lui appartiennent pas. En cas de retraits supérieurs aux prévisions, elle pourra normalement se refinancer auprès de la banque centrale.

Supposons donc que la banque de dépôts qui dispose de 800 en billets en prête 200 à une entreprise. Pour chaque ménage pris individuellement rien n'a changé car il peut toujours, à tout moment, utiliser son compte pour effectuer ses paiements. Globalement, les ménages possèdent donc encore 1 000 en monnaie dont 800 sur leurs comptes courants et 200 en billets. Mais, à l'issue de ce prêt, les entreprises possèdent également 200 de monnaie sous forme de billets, si bien que la masse monétaire, c'est-à-dire la monnaie détenue par des agents autres que les banques, est passée de 1000 à 1200. Il y a donc eu création monétaire.

Les bilans des différents intervenants se présentent alors comme suit :

Banque centrale

Actif		Passif	
Créance	1000	Billets	1000

Banques de dépôts

Actif		Passif	
Billets	600	Dépôts	800
Créance	200		

Ménages

Actif		Passif	
Billets	200		
Dépôts	800		

Entreprises

Actif		Passif	
Billets	200	Créance	200

Si l'on regroupe les bilans de l'ensemble des banques, on obtient :

Banques

Actif		Passif	
Créances	1200	Billets	1000
Billets	600	Dépôts	800

En consolidant, c'est-à-dire en regroupant et en simplifiant ce qui peut l'être on obtient :

Banques

Actif		Passif	
Créances	1200	Billets	400
		Dépôts	800

Les dépôts des ménages dans leurs banques et les crédits que celles-ci accordent aux entreprises peuvent donner l'illusion que les banques ne sont que de simples intermédiaires. Mais, globalement, au niveau macroéconomique, la monnaie n'est rien d'autre que la contrepartie des créances acquises par le système bancaire auprès de l'État, des entreprises et même des ménages. Elle est donc, indirectement, un titre de propriété indifférencié sur une part des actifs possédés par les agents financés par les banques, la valeur de la monnaie étant directement liée à la valeur de ces actifs.

Puisque la quasi-totalité des agents économiques sont, au moins partiellement, financés par les banques, la monnaie représente un titre de propriété indifférencié sur une part de l'économie, plus précisément sur un panier constitué de parts des patrimoines des différents agents, chaque agent pesant pour un montant égal à celui des crédits bancaires qu'il a contractés.

Les banques de dépôts créent directement de la monnaie

L'exemple que nous venons de présenter permet de comprendre simplement comment une banque de dépôts peut créer de la monnaie. Cependant, aujourd'hui, les banques de dépôts créent directement la monnaie en accordant des crédits. En effet, lorsqu'elles accordent un crédit, les banques de dépôts ne prêtent pas des billets de la banque centrale, mais elles ouvrent à leurs clients des comptes courants qu'elles créditent du montant correspondant aux crédits qu'elles ont accordés.

Pour comprendre le mécanisme de création monétaire par les banques de dépôts, nous pouvons partir d'un exemple où le système bancaire serait composé de deux banques de dépôts et d'une banque centrale. Nous supposons que la banque de dépôts A accorde un crédit de 3000 à l'entreprise 1 en lui ouvrant un compte courant. Puis nous supposons que l'entreprise 1 utilise son crédit pour payer 2000 à l'entreprise 2 qui a un compte courant à la banque A et 1000 à l'entreprise 3 qui a un compte courant à la banque B.

Phase 1 : la banque de dépôts A accorde un crédit à son client

À la fin de cette phase les bilans des deux intervenants se présenteront ainsi :

Actif		Passif	
Créance sur l'entreprise 1	3000	Compte courant entreprise 1	3000

Actif		Passif	
Compte courant A	3000	Dette envers A	3000

Phase 2 : l'entreprise 1 paye les entreprises 2 et 3

À la fin de cette phase les bilans des différents intervenants se présenteront ainsi :

Entreprise 1

Actif		Passif	
Compte courant A	0	Dette envers A	3000

Entreprise 2

Actif		Passif	
Compte courant A	2000		

Entreprise 3

Actif		Passif	
Compte courant B	1000		

Banque de dépôts A

Actif		Passif	
Créance sur l'entreprise 1	3000	Compte courant entreprise 1	0
		Compte courant entreprise 2	2000
		Dette envers la banque B	1000

Banque de dépôts B

Actif		Passif	
Créance sur la banque A	1000	Compte courant entreprise 3	1000

Lorsque l'entreprise 1 paye l'entreprise 3, la banque A demande à la banque B de créditer le compte de l'entreprise 3 et, en contrepartie, elle demande à la banque B de lui accorder un crédit d'un montant égal. Ainsi, la banque A recevra de l'entreprise 1 des intérêts pour le crédit de 3000 qu'elle lui a accordé mais elle devra payer à la banque B des intérêts pour le crédit de 1000 qu'elle lui a accordé.

Si l'une des entreprises décide de retirer de son compte de l'argent sous forme des billets, c'est-à-dire de monnaie émise par la banque centrale, alors la banque de dépôts demandera un crédit à la banque centrale ou lui vendra une partie des titres qu'elle détient.

Chapitre 5 : le rôle de l'État

Le rôle du déficit public

La théorie keynésienne met en évidence l'importance du raisonnement macroéconomique. En effet, si les ménages agissaient de façon concertée, ils pourraient déterminer le niveau de leur consommation de manière à parvenir au plein emploi. Mais les ménages n'agissent pas de façon concertée si bien que, si un ménage décide individuellement d'augmenter sa consommation de 10%, il n'en retirera au mieux qu'un accroissement infinitésimal de son revenu, de l'ordre de $10\% / N$, si N désigne le nombre de ménages. Le nombre de ménages est généralement suffisamment grand pour que cet accroissement soit négligeable. Toute augmentation de la consommation du ménage viendra alors réduire son épargne.

Mais si tous les ménages décidaient de manière concertée d'accroître leur consommation de 10%, alors le revenu de chaque ménage augmenterait effectivement de telle sorte que leur épargne resterait inchangée. Ainsi, un phénomène imperceptible au niveau microéconomique peut cependant avoir d'importantes conséquences au niveau macroéconomique.

La prise en compte du niveau macroéconomique incite naturellement à se tourner vers l'État puisque celui-ci est, dans un pays démocratique, l'organe de décision collective des ménages.

Pour décrire le rôle de l'État, nous supposerons pour simplifier l'exposé que les seules dépenses de l'État sont le paiement des salaires des fonctionnaires et ses seules recettes les impôts sur le revenu des ménages. Le revenu des ménages provient de la valeur ajoutée VA des entreprises et des salaires S qu'ils reçoivent de l'État, il est diminué du montant des impôts T qu'ils versent. Ainsi, si nous désignons par RM le revenu des ménages, nous avons :

$$(1) RM = VA + S - T$$

Puisqu'elle ne dépend que des opérations sur biens et services, la relation entre la valeur ajoutée et les emplois finals est toujours vérifiée :

$$(2) VA = CF + I$$

Supposons également une fonction de consommation de la forme $CF = a.RM$, l'équation (2) devient :

$$(3) VA = a.RM + I$$

Les équations (1) et (3) donnent :

$$RM = a.RM + I + S - T$$

Et donc :

$$R_M = \frac{1}{1-\alpha} \cdot (I + S - T)$$

Dans cette formule, $S-T$ représente la différence entre les salaires payés par l'État et les impôts qu'il reçoit, c'est-à-dire dans notre exemple simplifié, le déficit public.

Ainsi, lorsque l'investissement est nul ou insuffisant, le déficit public permet de maintenir le revenu des ménages, et donc la valeur ajoutée, à un niveau compatible avec le plein emploi.

Interprétation

Comment interpréter ce résultat ? Remarquons tout d'abord que les équations (1) et (2) donnent l'équation suivante :

$$RM = CF + I + S - T$$

Soit :

$$(RM - CF) + (T - S) = I$$

Dans cette équation, $(T - S)$ représente le revenu de l'État. Puisque, dans notre modèle, l'État n'a pas de consommation finale, son revenu est égal à son épargne EE . $(RM - CF)$ est l'épargne des ménages EM . L'équation précédente s'écrit donc :

$$EM + EE = I$$

Cette équation montre que la somme des épargnes de l'État et des ménages est égale à l'investissement global. Or, l'épargne d'un agent représente son enrichissement au cours de la période et l'investissement représente l'accumulation en termes réels au cours de cette même période. L'équation précédente signifie donc que l'accumulation réelle correspond à un enrichissement de la société qui va être partagé entre l'État et les ménages. On peut également écrire :

$$EM = I + D$$

Où D désigne le déficit public qui est égal à l'opposé de l'épargne de l'État. Dans la mesure où le déficit représente l'appauvrissement de l'État, on peut dire que l'enrichissement des ménages est égal à l'accumulation globale déterminée par l'investissement plus l'appauvrissement de l'État.

La théorie keynésienne considère que les ménages lient leur demande à leur épargne, c'est-à-dire à leur enrichissement. Si celui-ci est insuffisant, la demande globale est trop faible pour assurer le plein-emploi.

Ainsi, lorsque l'investissement est faible, l'appauvrissement de l'État peut venir en complément pour assurer un enrichissement des ménages compatible avec le plein-emploi. C'est le sens des politiques de relance keynésienne par les déficits publics.

Le stabilisateur automatique

La stabilité des dépenses publiques leur confère un rôle de stabilisateur automatique de l'activité économique. En effet, les recettes de l'État sont étroitement liées à l'activité économique. C'est le cas de la TVA qui est liée à la consommation des ménages, c'est le cas de l'impôt sur le revenu même lorsqu'il y a un décalage entre le revenu et la perception de l'impôt, c'est le cas également des cotisations sociales qui sont liées aux rémunérations.

Ainsi, lors d'une récession, les recettes de l'État baissent, ce qui se traduit par un déficit public si l'État décide de maintenir le niveau de ses dépenses. Le plus souvent, les dépenses augmentent même du fait de l'accroissement des dépenses sociales comme l'indemnisation des chômeurs, ce qui accroît encore le déficit public. Ce déficit est un facteur de relance qui vient atténuer la récession.

Inversement, une hausse d'activité se traduit par un excédent budgétaire (ou une réduction du déficit) qui a tendance à ralentir l'activité économique.

Le financement du déficit public

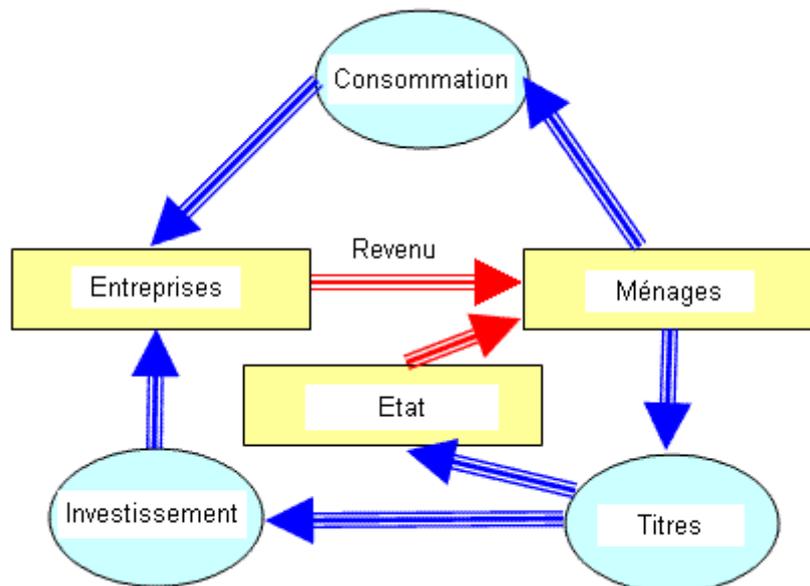
L'endettement de l'État a pour contrepartie des créances, c'est-à-dire soit de la monnaie lorsque le déficit public est financé par une émission monétaire, soit des titres émis par l'État, par exemple des bons du Trésor. Ces créances, qui deviennent la propriété des épargnants, ont une valeur qui n'est pas principalement fondée sur des actifs physiques mais d'abord sur la capacité de l'État à percevoir des impôts dans le futur.

Le mode de financement du déficit public joue un rôle important puisqu'un financement bancaire a des conséquences assez différentes d'un financement par émission d'obligations auprès du public.

Dans le cas d'un financement par emprunt auprès du système bancaire, le déficit public se traduit par une augmentation de la masse monétaire et une pression à la baisse sur les taux d'intérêt, c'est-à-dire aussi par une incitation à la relance de l'investissement privé. C'est ce mode de financement qui agit le plus efficacement sur la demande puisqu'il agit à la fois directement par les dépenses publiques et, indirectement, sur l'investissement des entreprises par la baisse des taux d'intérêt.

Lorsque le déficit public est financé par des emprunts auprès du public, l'offre de titres de l'État vient en concurrence des titres émis par les entreprises, ce qui met une pression à la baisse sur leurs prix, c'est-à-dire ce qui tire les taux d'intérêt vers le haut. Dans ce cas, l'investissement privé est freiné par la dépense publique et l'on parle d'un effet

d'éviction. Le rôle de l'État peut alors être illustré par le schéma suivant du circuit économique où n'apparaissent que les flux monétaires :



La dette publique

Lorsque le déficit public est couvert par des emprunts auprès du secteur privé, se pose la question de la viabilité à long terme de l'endettement de l'État si l'insuffisance de l'investissement privé se prolonge. En effet, à chaque période, la dette publique va croître du montant du déficit mais l'État doit également payer des intérêts sur sa dette. Si l'on suppose que les intérêts sont proportionnels à la dette, de période en période, ils vont croître avec elle, si bien que si l'on souhaite maintenir le déficit public à son niveau sans l'aggraver, il faut compenser l'accroissement des intérêts par un accroissement des impôts payés par les ménages. Avec le temps, les intérêts représenteront la partie prépondérante du revenu des ménages et le taux d'imposition augmentera jusqu'à tendre vers 100%. Il est probable qu'il soit devenu insupportable bien avant de parvenir à ce seuil.

Si l'État décide de ne pas accroître les impôts mais d'accentuer les déficits, la dette devient très vite explosive et l'État peut de plus en plus difficilement assurer le service de la dette, ce qui peut le mener à la faillite.

Les politiques keynésiennes de relance de l'activité économique financées par emprunt auprès du public permettent donc d'atténuer les cycles économiques dans un contexte de croissance à long terme durable mais, si les conditions économiques sont telles que l'insuffisance de l'investissement privé se prolonge, elles s'avèrent dangereuses et il faut alors imaginer d'autres stratégies pour maintenir le plein-emploi.

Le blocage de la croissance

Le poids de la dépréciation du capital

Il est impossible de comprendre les problèmes de croissance et d'accumulation sans introduire la notion de consommation de capital fixe. La consommation de capital fixe correspond à la perte de valeur du capital fixe (bâtiments, machines, etc.) pendant une période, c'est-à-dire aussi à la valeur de la production qui serait nécessaire pour maintenir à niveau le capital fixe. La consommation de capital fixe se rapproche de la notion d'amortissement de la comptabilité privée.

Lorsque Keynes évoque l'investissement, il fait référence à l'investissement net, c'est-à-dire à la différence entre la formation brute de capital fixe et la consommation de capital fixe (nous faisons ici abstraction des variations de stocks). L'investissement net mesure l'accroissement de valeur du capital fixe.

L'équation (2) où VA désigne la valeur ajoutée brute est encore vérifiée :

$$(2) VA = CF + I$$

Puisque les entreprises ne distribuent pas aux ménages la partie de la valeur ajoutée correspondant à la consommation de capital fixe, le revenu des ménages est égal à :

$$(4) RM = VA - CCF$$

Où CCF désigne la consommation de capital fixe des entreprises. En combinant les équations (2) et (4) on obtient :

$$RM = CF + I - CCF$$

Soit :

$$(RM - CF) = (I - CCF)$$

Puisque $(RM - CF)$ est égal à l'épargne des ménages et $(I - CCF)$ est égal à l'investissement net, la relation entre l'épargne et l'investissement est donc :

$$\text{Épargne} = \text{investissement net}$$

Si nous considérons les ménages comme de purs consommateurs, toute la consommation de capital fixe doit être imputée aux entreprises, l'épargne des ménages étant ainsi aussi bien une épargne brute que nette. La relation entre la valeur ajoutée et le revenu doit se comprendre comme une égalité entre la valeur ajoutée nette et le revenu. La valeur ajoutée nette est égale à la différence entre la valeur ajoutée brute et

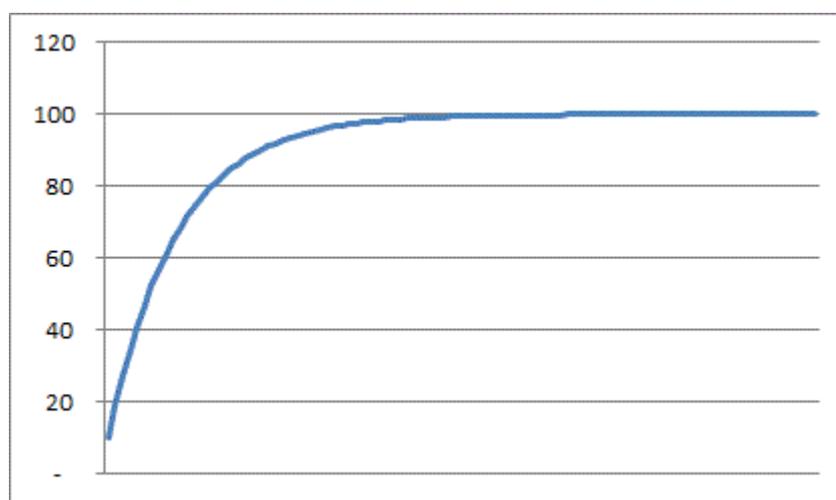
la consommation de capital fixe, elle mesure la richesse effectivement créée à l'occasion de la production en tenant compte de la perte de valeur du capital fixe.

Lorsque l'on fait l'hypothèse que les entreprises distribuent tout leur revenu aux ménages, il faut comprendre qu'elles distribuent toute leur valeur ajoutée brute à l'exception de la consommation de capital fixe qui correspond à l'amortissement, ce qui est conforme aux pratiques habituelles.

L'introduction de la consommation de capital fixe est importante car, dans une économie sans croissance démographique ni gains de productivité, il arrive nécessairement un moment où l'investissement net s'annule.

Considérons, en effet, le cas extrême où toutes les ressources seraient consacrées exclusivement à l'investissement. De période en période, l'investissement est constant et égal à la production maximale de l'économie. Le capital fixe installé va augmenter à chaque période du montant de l'investissement brut et diminuer de la consommation de capital fixe. Si l'on suppose que la consommation de capital fixe est proportionnelle au capital fixe installé, elle va augmenter avec lui jusqu'à atteindre pratiquement un niveau égal à l'investissement brut puisque celui-ci ne peut dépasser le plafond que constitue la production maximale de l'économie. A ce moment, le capital fixe va se stabiliser et l'investissement net deviendra nul. Tout nouvel investissement ne pourra, au mieux, que compenser la dégradation du capital installé.

Le graphique ci-dessous montre l'évolution du capital dans le cas d'un investissement constant et d'un taux de dépréciation du capital de 10%.



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 industrialisés où la croissance démographique est proche de zéro, seuls des gains de productivité permettent d'échapper à ce scénario catastrophe en l'absence d'intervention de l'État. Mais, puisque la croissance de la productivité ne se décrète pas, l'intervention de l'État est parfois nécessaire.

L'introduction explicite de la consommation de capital fixe dans la théorie keynésienne en change quelque peu la perspective. En effet, la théorie keynésienne a souvent été présentée comme permettant de comprendre uniquement les phénomènes de court terme, les politiques économiques dites keynésiennes visant surtout à réduire l'ampleur des cycles économiques courts. C'est précisément dans le cadre d'une analyse de court terme qu'ont été portées les principales critiques à son encontre car, en réalité, la consommation a une certaine inertie par rapport au revenu.

En fait, c'est dans une analyse de moyen terme que la théorie keynésienne prend tout son intérêt, car d'une part la relation entre la consommation et le revenu est plus stable à moyen terme qu'à court terme, d'autre part le rôle de la consommation de capital fixe n'apparaît significativement qu'à moyen terme.

Une histoire de pyramides

Il y a plusieurs milliers d'années, les pharaons d'Égypte prenaient plaisir à se faire construire des pyramides. Comme les pyramides étaient pratiquement inusables, les pharaons pouvaient poursuivre leur accumulation de richesse indéfiniment, il suffisait pour cela qu'ils utilisent une partie de la main-d'œuvre égyptienne pour leur construction.

Aujourd'hui, la situation a bien changé. D'une part les pyramides n'existent plus et tous les biens se détériorent avec le temps, d'autre part l'accumulation de richesses par les ménages ne se fait plus principalement sous forme de biens mais sous forme de titres financiers émis par les entreprises.

Au niveau global, l'accumulation de richesse des ménages n'est que la contrepartie de l'accumulation des entreprises. Mais l'accumulation des entreprises et celle des ménages répondent à des logiques tout à fait différentes. Les entreprises n'accumulent des richesses que sous forme de biens d'investissement et elles ne le font que pour satisfaire à un accroissement de la demande des ménages en biens et services, c'est-à-dire en produits. À l'inverse, le désir d'accumulation des ménages est permanent, c'est-à-dire que, comme les pharaons, ils voudraient continuer à s'enrichir indéfiniment et ils pensent pouvoir le faire car, comme les pyramides, les titres financiers sont inusables en l'absence d'inflation.

Malheureusement pour les ménages, leur patrimoine est lié à celui des entreprises. Aussi, lorsque la croissance est nulle, l'accumulation des entreprises est également nulle, si bien que le désir d'accumulation des ménages se heurte à une impossibilité. Les ménages vont alors tenter de continuer à accumuler en diminuant leur demande en produits, ce qui réduit l'activité et pèse négativement sur l'investissement. C'est la crise.

De nouvelles pyramides ?

Lorsque la banque centrale finance le déficit de l'État, l'endettement public a pour contrepartie une croissance de la masse monétaire. La monnaie émise étant

remboursable non aux ménages mais à la banque centrale qui est généralement publique, le déficit peut être durable. Cependant, l'accroissement de la demande en produits générée par le déficit public peut se traduire par de l'inflation lorsqu'on se rapproche du plein-emploi. La conséquence en est une dégradation du pouvoir d'achat de la monnaie et des actifs financiers détenus par les ménages.

Ainsi, lorsque l'État finance le déficit public par des emprunts auprès de la banque centrale, le patrimoine des ménages s'érode au cours du temps tout comme s'érode le capital physique des entreprises, l'accumulation des ménages atteint alors un plafond lorsque la dégradation de leur patrimoine due à l'inflation arrive à un niveau tel qu'elle compense leur épargne.

Mais les ménages souhaitent que leur patrimoine conserve sa valeur au cours du temps. Ils rêvent d'actifs inusables qui, comme les pyramides, leur permettront une accumulation perpétuelle. L'État peut décider de les aider à réaliser leur rêve. Pour cela, il peut décider de laisser se développer des déficits budgétaires et les financer, non par une émission monétaire, mais par des emprunts auprès des ménages. La croissance des titres à masse monétaire constante a pour conséquence une augmentation des taux d'intérêt.

Du fait de la croissance des taux d'intérêt, une part de plus importante du déficit public provient du paiement d'intérêts et non plus de paiements de salaires et d'achats de biens et services. À montant égal, ce déficit génère moins de tensions inflationnistes car les ménages percevant les intérêts ont généralement un taux d'épargne supérieur à la moyenne. Si, de plus, l'État maintient son déficit à un niveau raisonnable, alors l'inflation reste contenue à un niveau inférieur à celui des taux d'intérêt.

Ainsi, non seulement le pouvoir d'achat du patrimoine financier détenu par les ménages ne se détériore plus avec le temps, mais il peut croître de lui-même grâce à des taux d'intérêt réels positifs.

Lorsque l'État finance son déficit par des emprunts auprès des ménages, leur patrimoine peut continuer à croître tant que la dette publique reste supportable.

Ainsi, si l'on compare les titres financiers à des pierres et le patrimoine des ménages à des pyramides, l'État peut fournir aux ménages des pierres pour la construction de leurs pyramides en accroissant la dette publique, mais il a le choix entre deux politiques, l'une favorisant l'érosion du patrimoine par un financement monétaire du déficit, l'autre préservant le patrimoine de l'érosion grâce à des emprunts aux ménages qui pourront alors rêver de faire mieux que les pharaons.

Chacune de ces politiques présente des inconvénients, la première est de reposer sur l'inflation, ce qui pose des problèmes par ailleurs, elle n'est applicable que lorsque la banque centrale conserve le contrôle de la masse monétaire pour maintenir l'inflation à un niveau raisonnable. La seconde politique a pour principal inconvénient de ne pas être durable car elle repose sur un endettement toujours croissant de l'État.

Cependant, une troisième politique ne présentant pas ces inconvénients est possible.

Les impôts en capital

Nous avons supposé jusqu'à maintenant que les impôts venaient en déduction du revenu. Ce n'est pas vrai pour tous les impôts, les impôts que les comptables nationaux nomment *impôts en capital* viennent en déduction du patrimoine des ménages et non de leur revenu. Les impôts en capital sont des impôts qui frappent de façon irrégulière et peu fréquente la valeur des actifs détenus par les unités institutionnelles. Les principaux impôts en capital sont les droits de succession.

Du fait leur caractère exceptionnel, l'impact des impôts en capital 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 comptables nationaux définissent donc le revenu uniquement à partir des opérations courantes, c'est-à-dire :

$$\text{Revenu} = \text{production} + \text{transferts courants reçus} - \text{transferts courants versés}$$

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 consécutif aux seules opérations courantes, ce que l'on pourrait appeler l'enrichissement courant, et exclut l'enrichissement ou l'appauvrissement provenant d'évènements exceptionnels, notamment les impôts en capital. L'égalité entre l'investissement net et l'épargne reste vérifiée, même si l'investissement net représente toujours l'enrichissement total de la société et non seulement son enrichissement courant car, au niveau global, les transferts en capital reçus et versés s'annulent.

Lorsque l'investissement net est nul ou insuffisant, un déficit courant de l'État peut relancer l'économie et rétablir le plein emploi. Afin d'éviter de choisir entre l'inflation et un endettement public qui risque d'être rapidement explosif, il est possible de combler le déficit courant par des impôts en capital, notamment des droits de succession, sans porter atteinte à l'activité puisque ces impôts n'ont pas d'impact négatif sur la consommation.

Dans son principe, cette solution est très simple à comprendre. Lorsque l'investissement net est durablement nul ou très faible, le problème vient de la volonté d'enrichissement des ménages qui devient durablement supérieure à l'enrichissement

global de la société. 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 théorie keynésienne nous rappelle que la mort est une condition nécessaire à la vie. La vie est mouvement, croissance ; lorsqu'un organisme se développe, il consacre une part de ses ressources à sa croissance et une autre part à son entretien. Plus il avance dans son développement et plus la part consacrée à son entretien est importante, il arrive nécessairement un moment où il consacre toutes ses ressources à sa conservation, si bien qu'il ne peut plus évoluer pour affronter un environnement en perpétuel changement. Il est alors temps pour lui de laisser la place à un plus jeune.

En économie, lorsque les individus veulent vivre éternellement sur un plan symbolique en transmettant leur patrimoine à leurs descendants, ils leur lèguent certes un capital mais aussi le fardeau de son entretien. Une société d'héritiers est donc nécessairement conservatrice et peu capable d'affronter les changements de son environnement. La volonté de croissance des héritiers ne peut être satisfaite que par la perte d'une partie de leur héritage, s'ils refusent que cette perte puisse intervenir au niveau individuel par des droits de succession, elle interviendra nécessairement au niveau collectif et prendra la forme d'une crise économique.

Chapitre 6 : le reste du monde

Politiques keynésiennes en économie ouverte

En toute rigueur, la théorie keynésienne n'est valide que dans le cadre d'une économie fermée, c'est-à-dire sans relations avec l'extérieur. Elle est donc valide pour l'économie mondiale considérée comme un tout mais non pour chaque pays pris isolément.

Dans une économie ouverte, les ménages peuvent acheter des produits et des actifs financiers non plus seulement dans le pays, mais également à l'étranger. Inversement, les agents économiques étrangers peuvent acheter dans le pays des produits et des actifs financiers.

Dans un pays donné, la demande intérieure est la somme la consommation et de l'investissement. À cette demande intérieure s'ajoute une demande extérieure égale aux exportations. Comme la demande totale est satisfaite à la fois par la production et les importations on a l'équation :

$$\text{Production} = \text{consommation} + \text{investissement} + \text{exportations} - \text{importations}$$

La différence entre les exportations et les importations est le solde de la balance des biens et services.

La bataille pour l'activité

Dans une économie ouverte sur l'extérieur, le revenu n'est plus égal à la production car des revenus peuvent provenir du reste du monde ou lui être payé. Dans ces conditions, le revenu national est égal à la production plus les revenus nets provenant du reste du monde, les revenus nets étant égaux aux revenus reçus moins les revenus versés. L'équation précédente devient donc :

$$\text{Revenu} = \text{consommation} + \text{investissement} + (\text{exportations} - \text{importations} + \text{revenus nets provenant du RDM})$$

Soit :

$$\text{Épargne} = \text{investissement} + (\text{exportations} - \text{importations} + \text{revenus nets provenant du RDM})$$

La partie entre parenthèses correspond à l'excédent courant de la balance des paiements. La relation entre l'épargne et l'investissement devient donc :

$$\text{Épargne} = \text{investissement} + \text{excédent courant de la balance des paiements}$$

Si l'on introduit une distinction entre public et privé l'équation précédente devient :

$$\text{Épargne privée} + \text{épargne publique} = \text{investissement privé} + \text{investissement public} + \text{excédent courant BDP}$$

C'est-à-dire :

$$\text{Épargne privée} = \text{investissement privé} + (\text{investissement public} - \text{épargne publique}) + \text{excédent courant BDP}$$

Si l'on fait l'hypothèse d'une absence de transferts en capital, la partie entre parenthèses correspond au déficit public. On a donc :

Épargne privée = investissement privé + déficit public + excédent courant BDP

Si l'on fait l'hypothèse que les entreprises distribuent tout leur revenu, l'épargne privée est l'épargne des ménages. Le taux d'épargne des ménages permet de passer de leur épargne à leur revenu. Le multiplicateur est égal à l'inverse du taux d'épargne.

Par exemple, si le taux d'épargne est de 20%, le revenu des ménages est égal à cinq fois leur épargne.

Le multiplicateur keynésien s'applique donc à l'investissement privé, au déficit public et à l'excédent courant de la balance des paiements.

L'investissement dans l'équation précédente est l'investissement net, c'est-à-dire qu'il est proche de zéro quand la croissance est faible. Dans ce cas, les deux éléments qui tirent la croissance sont le déficit public et l'excédent courant de la balance des paiements.

Le problème dans une économie ouverte est qu'une relance par les déficits publics peut être annulée par un déficit courant de la balance des paiements.

Une économie mondialisée

Plus précisément, dans une économie mondialisée où les produits et les capitaux circulent librement, la production n'est pas déterminée par le marché intérieur mais par une part du marché mondial. Si le pays est trop petit pour détenir une part significative du marché mondial, une politique de relance keynésienne n'a qu'un impact insignifiant sur l'activité et se traduit pratiquement exclusivement par la croissance des importations, c'est-à-dire par un déficit courant de la balance des paiements.

Dans une économie mondialisée, l'activité économique d'un petit pays est déterminée uniquement par sa compétitivité sur le marché mondial.

Pour un pays ayant un poids non négligeable dans l'économie nationale, tout gain de part de marché se traduit pour les autres pays par une perte de part de marché et donc une baisse d'activité.

Pour montrer les interactions entre pays, nous pouvons partir d'un exemple simplifié.

Supposons donc que l'économie mondiale soit composée de deux pays identiques, dans chaque pays le taux d'épargne des ménages est de 20% et l'investissement des entreprises s'élève à 20. Nous négligerons les consommations intermédiaires et nous supposerons que les entreprises distribuent tout leur revenu aux ménages sous forme de salaires.

L'économie mondiale prise dans son ensemble est une économie fermée et nous pouvons donc lui appliquer le modèle keynésien. Puisque le taux d'épargne des ménages est de 20%, le multiplicateur keynésien est de 5. L'investissement des entreprises étant de 40, la production mondiale est de 200 et elle va être répartie entre les deux pays selon leur compétitivité respective.

Supposons dans un premier temps que les deux pays se partagent le marché mondial à égalité. Dans les deux pays la production s'élève à 100 et la balance des paiements est équilibrée. Leurs opérations peuvent être retracées dans un tableau économique d'ensemble.

Tableau économique d'ensemble

EMPLOIS						Opérations	RESSOURCES					
Pays A			Pays B				Pays A			Pays B		
Ent.	Mén.	B&S	Ent.	Mén.	B&S		Ent.	Mén.	B&S	Ent.	Mén.	B&S
		0			0	Exportations			0			0
		100			100	Importations						
100			100			Production	100			100		
	80			80		Salaires		100			100	
						Consommation finale			80			80
0	20		0	20		Épargne	0	20		0	20	
20			20			Investissement			20			20
-20	20		-20	20		Capacité de financement	-20	20		-20	20	
	20			20		Titres	20			20		

Pour chaque pays, nous avons fait apparaître en colonnes le compte des entreprises, le compte des ménages et le compte de biens et services. Parmi les opérations, nous avons retenu deux soldes, l'épargne et la capacité de financement qui apparaissent à la fois en ressources et en emplois des comptes des agents.

Supposons maintenant que le pays B conquière une part du marché mondial de 60%, le pays A devant se contenter de 40%. Si nous supposons que dans chaque pays le taux d'épargne des ménages reste fixé à 20% et l'investissement des entreprises à 20, la production mondiale est toujours de 200 mais elle se répartit entre une production de 80 dans le pays A et une production de 120 dans le pays B.

Le tableau économique d'ensemble se présente alors sous la forme suivante :

Tableau économique d'ensemble

EMPLOIS						Opérations	RESSOURCES					
Pays A			Pays B				Pays A			Pays B		
Ent.	Mén.	B&S	Ent.	Mén.	B&S		Ent.	Mén.	B&S	Ent.	Mén.	B&S
		4			0	Exportations			0			4
		80			120	Importations						
80			120			Production	80			120		
	64			96		Salaires		80			120	
						Consommation finale			64			96
0	16		0	24		Épargne	0	16		0	24	
20			20			Investissement			20			20
-20	16		-20	24		Capacité de financement	-20	16		-20	20	
	16			24		Titres	20			20		

La situation du pays A s'est clairement détériorée et celle du pays B s'est améliorée. En dehors de la baisse d'activité dans le pays A, on peut observer deux phénomènes :

- ▶ le pays A est maintenant obligé d'importer des biens et services pour une valeur de 4 car, du fait du taux d'épargne, sa consommation a baissé moins vite que sa production ;
- ▶ les entreprises du pays A ont un besoin de financement (l'opposé de la capacité de financement) de 20 qui a été couvert pour un montant de 16 par les ménages de leur pays et pour un montant de 4 par les ménages du pays B.

Ainsi, la perte de parts de marché s'est traduite concrètement pour le pays A par une baisse d'activité pouvant conduire à du chômage, par un déficit courant de sa balance des paiements et par une perte de contrôle d'une part du capital de ses entreprises puisque celles-ci ont dû se financer partiellement à l'étranger.

Ce dernier point est particulièrement important à comprendre. En effet, le solde de la balance courante des paiements et celui du compte financier de la balance des paiements sont nécessairement égaux en l'absence de transferts en capital. Ainsi, si l'on néglige les transferts en capital, un excédent de la balance courante des paiements correspond à une acquisition nette de créances du pays sur le reste du monde, un déficit de la balance courante correspond nécessairement à des acquisitions nettes de créances du reste du monde sur le pays.

Dans le compte du reste du monde présenté ci-après les augmentations doivent être comprises nettes des diminutions et les créances doivent être comprises nettes des dettes.

Compte du reste du monde

Exportations = ventes de biens et services	Importations = achats de biens et services
Revenus nets provenant du reste du monde	
Augmentation de créances du reste du monde sur le pays	Augmentation de créances du pays sur le reste du monde

Compte courant

Exportations = ventes de biens et services	Importations = achats de biens et services
Revenus nets provenant du reste du monde	

Compte financier

Augmentation de créances du reste du monde sur le pays	Augmentation de créances du pays sur le RDM
--	---

Solde courant = solde des capitaux

Les acquisitions nettes de créances du pays sur le reste du monde correspondent à des sorties de capitaux et des entrées de devises, les acquisitions nettes de créances du reste du monde sur le pays correspondent à des entrées de capitaux et des sorties de devises.

Dans un pays qui pratique une politique de taux de change flottant, les entrées et les sorties de devises ont tendance à s'équilibrer, un excédent courant de la balance des paiements correspond alors à des sorties nettes de capitaux, un déficit courant correspond à des entrées nettes de capitaux.

En d'autres termes, un pays dégagant un excédent courant de sa balance des paiements est un pays qui vend des produits au reste du monde et qui lui achète des actifs financiers, un pays subissant un déficit courant est un pays qui achète des produits au reste du monde et qui lui vend des actifs financiers.

Un secteur protégé de la concurrence extérieure

Certaines activités comme l'immobilier et les services aux ménages ne sont pas soumises à la concurrence extérieure. Ces activités sont dénommées *présentielles*, car elles sont liées à la présence de population. On peut également y inclure les services non marchands des administrations publiques si l'on considère qu'ils sont consommés globalement par les ménages et payés par leurs impôts.

Dans une économie ouverte, la répartition de l'activité entre le secteur concurrentiel et le secteur présentiel joue un rôle important. En effet, lorsqu'un pays connaît le chômage du fait d'un investissement net insuffisant, une politique de relance par les déficits publics peut avoir un effet positif sur l'activité du secteur présentiel.

Nous avons vu, en effet, que le revenu des ménages et donc leur consommation étaient stimulés par un déficit public. La croissance de la consommation n'a pratiquement aucun impact sur la production du secteur concurrentiel puisque celle-ci est déterminée par le marché mondial mais elle peut en avoir sur la production du secteur présentiel. Il suffit pour cela que la consommation des ménages se répartisse en proportions relativement stables entre produits du secteur concurrentiel et produits du secteur présentiel. Puisque, par définition, il n'y a pas d'importations de produits du secteur présentiel, l'accroissement de la consommation ne peut être satisfait que par un accroissement de la production.

Si cette politique de relance peut être suffisamment forte pour parvenir au plein-emploi, elle a aussi deux conséquences :

- ▶ une dégradation du solde courant de la balance des paiements car elle se traduit également par un surcroît de demande en produits du secteur concurrentiel qui ne peut être satisfait que par des importations ;
- ▶ l'affectation d'une plus grande part des ressources disponibles, notamment des emplois, au secteur présentiel.

Ce dernier point est particulièrement important. En effet, si la politique de relance se prolonge d'année en année, elle peut conduire à une modification durable de la structure de l'économie en faveur du secteur présentiel, ce qui signifie que le pays renonce à se battre sur les marchés extérieurs.

Cela signifie également que si l'investissement net se maintient durablement à des niveaux faibles, le pays ne pourra maintenir le plein-emploi qu'au prix d'un déficit public permanent. De plus, si en situation de plein-emploi la demande en produits du secteur concurrentiel dépasse sa capacité de production nationale, alors le pays est également condamné à un déficit permanent de sa balance des biens et services et même à un déficit permanent de sa balance courante si ses revenus nets provenant du reste du monde sont faibles ou négatifs.

La question se pose alors de la soutenabilité d'un déficit courant de la balance des paiements. D'une manière générale, une situation économique peut être supportée durablement tant qu'elle ne génère pas un appauvrissement global continu du pays. Or,

l'investissement net représente l'accroissement du patrimoine national non financier et la capacité de financement de la nation représente l'accroissement de son patrimoine financier. La somme de l'investissement net et de la capacité de financement de la nation mesure donc l'enrichissement du pays pendant la période considérée. Si l'on néglige les transferts en capital avec le reste du monde, la capacité de financement de la nation est aussi égale au solde courant de la balance des paiements.

On en déduit qu'un déficit de la balance courante des paiements est durablement supportable tant qu'il reste inférieur à l'investissement net puisque, dans ce cas, la croissance du patrimoine non financier fait plus que compenser la dégradation du patrimoine financier. Inversement, un déficit courant n'est pas soutenable durablement s'il est supérieur à l'investissement net, ce qui est toujours le cas lorsque l'investissement net est nul.

Ainsi, un pays ayant une balance courante équilibrée ou déficitaire et un investissement net très faible ne peut relancer durablement son activité par un déficit budgétaire courant car celui-ci génère un déficit courant de sa balance des paiements supérieur à son investissement net, c'est-à-dire un appauvrissement continu du pays.

La bataille pour l'accumulation

L'accumulation d'un pays correspond à son épargne nette. Dans une économie ouverte, elle est égale à l'investissement net plus l'excédent courant de la balance des paiements. L'investissement net correspond à l'accumulation réelle du pays et l'excédent courant de la balance des paiements correspond à son accumulation en termes de droits sur le patrimoine des autres pays. En effet, si l'on fait l'hypothèse d'une absence de transferts en capital entre pays, l'excédent courant de la balance des paiements est aussi égal à la différence entre l'accroissement de ses créances sur le reste du monde et l'accroissement de ses dettes envers le reste du monde.

Lorsque la croissance est faible, l'investissement net est proche de zéro, si bien que la principale source d'accumulation devient l'accumulation de droits sur le patrimoine des autres pays.

C'est-à-dire qu'en période de faible croissance, l'accumulation d'un pays ne peut se faire qu'au détriment des autres pays.

Les véritables enjeux de la bataille économique apparaissent quand on se replace dans un cadre mondial. La production n'est plus déterminée exclusivement par la demande intérieure, certains pays ont des excédents courants de la balance des paiements et d'autres des déficits courants.

Considérons donc deux catégories de pays, les pays excédentaires et les pays déficitaires, ainsi que deux catégories d'activités, les activités concurrentielles et les activités présentesielles.

L'économie mondiale étant une économie fermée, l'égalité entre l'épargne et l'investissement est toujours vérifiée. Les pays doivent ainsi se partager l'épargne mondiale et cette épargne est indépendante du niveau d'activité.

L'équation déterminant l'épargne dans une économie ouverte peut également s'écrire ainsi :

$$\text{Excédent courant BDP} = \text{épargne} - \text{investissement}$$

Un pays qui dégage un excédent courant de sa balance des paiements est donc un pays dont l'épargne est supérieure à son investissement, c'est-à-dire un pays qui accumule davantage que sa contribution à l'accumulation mondiale. Mais l'épargne est d'autant plus élevée que le revenu et le taux d'épargne le sont. Un pays qui donne la priorité à l'accumulation va donc chercher à accroître à la fois son revenu et son taux d'épargne.

Lorsque la croissance est faible, un pays n'a que deux moyens pour accroître son revenu :

- ▶ creuser son déficit public ;
- ▶ dégager des excédents courants de sa balance des paiements.

Une relance par les déficits publics consiste à augmenter l'épargne des ménages par une épargne négative de l'État. Dans une économie fermée, elle n'a pas d'impact sur l'épargne nationale qui est toujours égale à l'investissement ; dans une économie ouverte, elle dégrade l'épargne nationale puisqu'elle a un impact négatif sur l'excédent courant de la balance des paiements. Elle revient, en fait, à accroître le revenu en baissant le taux d'épargne du pays au prix d'une baisse de son accumulation.

Un pays qui donne la priorité à l'accumulation ne peut donc pas opter pour une politique de relance par les déficits publics, il doit nécessairement viser à accroître son excédent courant de la balance des paiements.

Un État peut difficilement faire croître le taux d'épargne des ménages sauf s'il accepte de favoriser les ménages les plus aisés au détriment des plus pauvres. Son principal moyen pour accroître le taux d'épargne national est donc de dégager des excédents budgétaires.

Le principal inconvénient d'une politique visant à dégager des excédents publics est son impact négatif sur l'activité, aussi n'a-t-elle réellement de sens que couplée à une politique agressive de conquête des marchés extérieurs. Dans ce cas, en effet, l'excédent courant de la balance des paiements peut conduire à une surchauffe de l'économie nationale qui mettrait en concurrence les secteurs concurrentiels et présents sur le marché de l'emploi.

Aussi, pour permettre la poursuite de la conquête de nouveaux marchés, est-il nécessaire de contenir la demande intérieure par un excédent budgétaire.

Cette politique visant à privilégier le secteur concurrentiel au détriment du secteur présentiel est celle qui permet l'accumulation la plus forte pour le pays.

Les excédents courants de la balance des paiements se traduisent également par un accroissement des créances du pays sur le reste du monde. À moyen et long terme, ces créances vont générer des revenus en provenance du reste du monde, ce qui améliorera encore le solde courant de la balance des paiements et créera un processus cumulatif favorable à la fois à l'accumulation et à l'activité.

Bien entendu, l'épargne mondiale étant égale à l'investissement mondial, si certains pays peuvent dégager une épargne supérieure à leur investissement, ce ne peut être qu'au détriment des autres pays.

Ainsi, très schématiquement, on peut regrouper les pays en deux catégories :

- ▶ des pays offensifs sur le marché mondial qui dégagent des excédents courants de leur balance des paiements et qui peuvent aller jusqu'à dégager des excédents publics pour contenir leur demande intérieure ;
- ▶ des pays sur la défensive qui ne peuvent maintenir un niveau satisfaisant d'activité que par des déficits publics et qui doivent subir des déficits courants de leur balance des paiements.

Il se crée un processus cumulatif puisque les déficits publics des uns génèrent un surcroît d'activité chez les autres qui les incite à accroître leurs excédents publics. En réduisant l'activité mondiale, ces excédents amènent les pays déficitaires à creuser encore davantage leurs déficits publics. Ce phénomène est renforcé par les revenus de la propriété venant des pays déficitaires vers les pays excédentaires.

Le problème est que ce processus ne peut se poursuivre indéfiniment. En effet, d'une part il est limité par la capacité des pays à maintenir durablement des déficits publics, d'autre part puisqu'il se traduit par un transfert de patrimoine d'un groupe de pays vers un autre, il s'arrête nécessairement quand les pays déficitaires ont atteint un certain niveau de pauvreté.

Politique monétaire en économie ouverte

Une réponse classique au manque de compétitivité d'un pays est une dévaluation ou une dépréciation de sa monnaie puisque celles-ci ont pour conséquence une baisse des prix nationaux par rapport à ceux des autres pays. Dans un pays où le cours de la monnaie est déterminé par les marchés, sa dépréciation peut être obtenue par une politique monétaire expansionniste.

En effet, l'investissement des entreprises se traduit par une émission de titres. À cet investissement correspond l'épargne des ménages, c'est-à-dire un accroissement de leur patrimoine. Les ménages vont décider de répartir cet accroissement de leur patrimoine entre titres et monnaie. Autrement dit, l'investissement des entreprises correspond à une offre de titres et l'épargne des ménages à une demande de titres et de monnaie.

Dans une économie fermée où les entreprises distribuent tout leur revenu aux ménages, l'investissement des entreprises est égal à l'épargne des ménages, si bien que l'offre de titres par les entreprises est égale à la demande en titres plus la demande en monnaie des ménages. Il y a donc un déséquilibre sur le marché des titres et sur celui de la monnaie qui peut se résorber de deux manières :

- ▶ la demande des ménages en titres peut croître grâce à une baisse de leur prix, c'est-à-dire une hausse du taux d'intérêt ;
- ▶ un autre agent peut venir offrir de la monnaie et demander des titres.

Les banques sont les seules à pouvoir créer de la monnaie et elles le font en achetant des titres. Les banques peuvent décider d'équilibrer le marché en offrant de la monnaie, c'est-à-dire en acceptant d'acheter des titres.

Puisque l'offre de monnaie par les banques est égale à leur demande en titres, on a sur le marché des titres :

Offre par les entreprises = demande des ménages + demande des banques

Si les banques décident d'équilibrer l'offre, le prix des titres, c'est-à-dire leur cours, ne varie pas. Si la demande des banques est insuffisante, le prix des titres va baisser, si la demande des banques est trop forte, le prix des titres va monter.

Lorsque les capitaux peuvent circuler librement d'un pays à l'autre, le marché des titres est mondial, ce qui a deux conséquences :

- ▶ l'offre et la demande de titres ne proviennent plus seulement de l'économie nationale mais aussi des autres pays ;
- ▶ le prix des titres exprimé en monnaie internationale n'est plus déterminé par le marché national mais par le marché mondial. Une demande nationale insuffisante ne se traduira alors plus par une baisse des prix mais par des ventes à l'étranger ; une demande nationale trop forte se traduira par des achats à l'étranger.

Ainsi, si l'on part d'une situation d'équilibre sur le marché des titres, un accroissement de la demande des banques va se traduire par des achats de titres à l'étranger, une baisse de leur demande va se traduire par des ventes de titres à l'étranger.

Il est nécessaire ici d'introduire les devises car les achats et les ventes à l'étranger doivent être réglés en devises. Il existe donc un marché national des devises.

Ce marché est alimenté comme le montre le schéma ci-dessous :

Sorties de devises	Entrées de devises
Importations = Achats de biens et services au RDM	Exportations = Ventes de biens et services au RDM
Achats de titres financiers au reste du monde	Revenus nets provenant du reste du monde
	Ventes de titres financiers au RDM
	Solde = sorties de devises

Pour parvenir à une dépréciation de la monnaie nationale, les banques peuvent procéder de deux manières :

- ▶ elles peuvent acheter des devises ;
- ▶ elles peuvent acheter des titres sur le marché national.

Dans les deux cas elles financent leurs achats par création monétaire, c'est-à-dire qu'elles pratiquent une politique monétaire expansionniste.

Lorsque les banques achètent des devises, elles font monter leur prix, c'est-à-dire qu'elles déprécient la monnaie nationale.

Lorsque les banques achètent des titres sur le marché national, l'augmentation de la demande de titres se traduit par des achats à l'étranger des autres agents et donc des sorties de devises. Les sorties de devises ont tendance à déprécier la monnaie nationale car la banque centrale qui gère les réserves de devises va remonter leur prix pour équilibrer le marché.

Dans un deuxième temps, la dépréciation de la monnaie nationale va influencer les importations et les exportations de biens et services en faisant baisser les prix des produits nationaux par rapport aux prix des produits étrangers.

Les exportations sont favorisées par la baisse de leur prix sur le marché mondial et les importations défavorisées par la hausse de leur prix sur le marché intérieur.

Cependant, la dépréciation de la monnaie a deux effets contraires sur les exportations :

- ▶ elle tend à augmenter leur volume ;
- ▶ en faisant baisser leur prix, elle tend à faire baisser leur valeur.

La dépréciation n'aura donc d'effet positif sur les exportations que si l'effet volume l'emporte sur l'effet prix.

De même, la dépréciation de la monnaie a deux effets contraires sur les importations :

- ▶ elle tend à faire baisser leur volume ;
- ▶ en faisant monter leur prix, elle tend à faire croître leur valeur.

Là encore, la dépréciation de la monnaie n'aura d'effet positif sur les importations que si l'effet volume l'emporte sur l'effet prix.

Globalement, une dépréciation de la monnaie n'aura d'effet positif sur la balance des biens et services que si la somme des élasticités-prix des importations et exportations en valeur absolue est supérieure à 1. C'est la condition de Marshall-Lerner.

L'élasticité-prix des importations incorpore toutefois un effet de revenu car la hausse du prix des importations fait baisser le pouvoir d'achat des ménages. À partir d'un certain niveau, la dépréciation de la monnaie finira donc bien par se traduire par une baisse des importations suffisante pour améliorer la balance des biens et services.

Les entrées de devises vont alors croître davantage que leurs sorties, ce qui tend à faire remonter le cours de la monnaie nationale.

Le schéma ci-dessous montre que si les banques maintiennent une forte demande en titres, elles peuvent provoquer des achats de titres à l'étranger suffisants pour garantir un excédent de la balance courante des paiements.

Sorties de devises	Entrées de devises
Importations = Achats de biens et services	Exportations = Ventes de biens et services
Achats de titres financiers au reste du monde	Revenus nets provenant du reste du monde
	Ventes de titres financiers

Ainsi, dans des circonstances favorables, une politique monétaire expansionniste en économie ouverte où les capitaux circulent librement permet d'améliorer la balance courante des paiements. Elle a donc un effet positif sur l'activité économique mais elle se fait au détriment des autres pays.

Cette politique monétaire expansionniste se traduit aussi par de l'inflation du fait de la hausse du prix des importations consécutive à la dépréciation de la monnaie. Cette inflation rend les produits nationaux moins compétitifs, ce qui atténue puis annule les effets positifs de la politique monétaire sur la balance des biens et services.

Comme nous l'avons vu, un pays qui accroît sa part du marché mondial prend un avantage décisif sur ses concurrents. Une politique visant à déprécier la monnaie nationale peut être un moyen d'y parvenir mais ses effets ne sont que transitoires. Pour rééquilibrer durablement sa balance courante, un pays doit faire appel à d'autres politiques.

Le contrôle des capitaux.

La libre circulation des biens et services n'implique pas nécessairement l'apparition d'excédents ou de déficits courants des balances des paiements des différents pays.

En effet, si l'on suppose l'absence de transferts en capital, le solde de la balance courante des paiements est égal à la capacité de financement de la nation. Cette relation n'est rien d'autre que l'expression dans le compte du reste du monde de la relation entre le solde des opérations non financières et celui des opérations financières.

Supposons qu'un contrôle par l'État des mouvements de capitaux permette d'équilibrer les entrées et les sorties de capitaux, c'est-à-dire les ventes et les achats de titres financiers. Dans ces conditions, un excédent ou un déficit de la balance courante des paiements ne sont possibles que par des entrées ou des sorties de devises.

Sorties de devises	Entrées de devises
Importations = Achats de biens et services	Exportations = Ventes de biens et services
	Revenus nets provenant du reste du monde
Achat de titres financiers	Ventes de titres financiers
	Solde = sorties de devises

En régime de change flottant, le marché détermine le taux de change de la monnaie nationale de telle manière qu'il équilibre les entrées et les sorties de devises. Lorsque l'État parvient à équilibrer également les mouvements de capitaux, l'équilibre du marché des devises assure en même temps l'équilibre de la balance courante des paiements :

Sorties de devises	Entrées de devises
Importations = Achats de biens et services	Exportations = Ventes de biens et services
	Revenus nets provenant du reste du monde
Achat de titres financiers	Ventes de titres financiers

Lorsque les mouvements de capitaux et de devises sont équilibrés, le solde du compte financier est nul, si bien que le solde de la balance courante des paiements est, lui aussi, nécessairement nul.

Les conséquences pour la théorie keynésienne en sont extrêmement importantes.

En effet, dans une économie ouverte, l'épargne est égale à la somme de l'investissement et du solde de la balance courante des paiements :

$$E = I + (X + T - M)$$

Lorsque le solde de la balance courante des paiements est nul, alors on retrouve l'équation keynésienne fondamentale :

$$\text{Épargne} = \text{investissement}$$

En cas d'équilibre de la balance courante des paiements, l'égalité entre l'épargne et l'investissement est à nouveau vérifiée. L'épargne des ménages est alors égale à la somme de l'investissement et du déficit public, le multiplicateur keynésien qui provient de la relation entre l'épargne des ménages et leur revenu s'y applique donc.

Ainsi, dans un pays pratiquant un régime de changes flottants, lorsque l'État parvient à équilibrer les mouvements de capitaux, le solde courant de la balance des paiements est toujours nul. La conséquence en est que, dans ces circonstances, le modèle keynésien retrouve toute sa validité.

La théorie de l'avantage comparatif

La théorie keynésienne ne permet cependant pas de comprendre à elle seule tous les problèmes d'une économie ouverte sur l'extérieur. La théorie de l'avantage comparatif présentée par l'économiste David Ricardo en 1817 est encore aujourd'hui largement dominante dans les milieux économiques. Elle vise à démontrer que le libre-échange permet une spécialisation des pays dans les activités où ils disposent d'un avantage comparatif et que cette spécialisation est bénéfique à tous les pays, y compris les moins compétitifs.

La théorie de l'avantage comparatif a été développée pour démontrer les avantages du libre-échange. Aujourd'hui, avec la mondialisation et la grande diversité des produits, il est impossible pour un pays de vivre en autarcie, quelle que soit sa taille. De plus, des traités internationaux comme le GATT visent à favoriser le libre-échange. La question n'est donc plus vraiment de savoir si le libre-échange est bénéfique ou non mais plutôt de chercher à comprendre quelles sont ses conséquences sur les pays.

Une économie de libre-échange sans mouvements des capitaux ni de main-d'œuvre

Cette situation correspond à celle étudiée par Ricardo. Dans ce cas, Ricardo montre qu'une économie va se spécialiser dans les activités où elle présente des avantages relatifs en termes de coût. Il est cependant utile de reformuler la théorie ricardienne en disant que si le libre-échange est généralisé, c'est le marché mondial qui impose la structure des prix relatifs de l'ensemble des produits, c'est-à-dire que le rapport entre les prix de deux produits donnés sera le même pour tous les pays.

En effet, si dans un pays un produit est relativement cher par rapport au niveau mondial, il sera avantageux de l'importer en contrepartie de l'exportation d'autres produits de telle sorte que la concurrence ramènera les prix relatifs au niveau mondial. Inversement, si un produit est relativement moins cher dans un pays, il sera profitable de l'exporter en contrepartie de l'importation d'autres produits.

Puisque le marché mondial fixe la structure des prix relatifs aussi bien pour les produits finals que pour les produits intermédiaires, il fixe aussi la structure des valeurs ajoutées. Lorsqu'il existe différents niveaux de qualification de la main-d'œuvre, la structure des valeurs ajoutées impose aussi la structure des salaires relatifs des différentes catégories de salariés. En effet, il est possible, notamment grâce à la sous-traitance, de fragmenter les processus de production de manière à spécialiser les entreprises dans un type particulier de main-d'œuvre.

Si, dans un pays, la main-d'œuvre peu qualifiée est relativement chère par rapport au marché mondial, alors les prix des produits réalisés par des entreprises utilisant principalement de la main-d'œuvre peu qualifiée seront également relativement chers et il sera plus avantageux de les importer. Les salariés peu qualifiés qui ne pourront trouver d'emploi dans le secteur présentiel seront alors condamnés au chômage ou à accepter une baisse de leur salaire.

Ainsi, en l'absence de mouvements des capitaux et de la main-d'œuvre, le marché mondial impose non seulement la structure des prix relatifs mais aussi celle des salaires relatifs dans le secteur concurrentiel.

Une économie de libre-échange sans mouvements de capitaux mais avec libre circulation de la main-d'œuvre

Lorsque les salariés peuvent circuler librement d'un pays à l'autre, ce ne sont plus seulement les salaires relatifs des différentes qualifications qui sont fixés par le marché mondial, mais les salaires absolus, c'est-à-dire les salaires exprimés en une unité monétaire internationale. Les salariés iront, en effet, là où ils sont les mieux rémunérés. Un pays qui pratiquerait des salaires inférieurs à ceux des autres pays se trouverait confronté à une pénurie de main-d'œuvre.

Il est important de souligner qu'il n'est pas nécessaire que toutes les catégories de salariés puissent circuler librement d'un pays à l'autre, il suffit que l'une d'entre elles ait cette possibilité pour que le marché mondial impose un niveau absolu de salaire à chaque catégorie. En effet, si une catégorie de salariés bénéficie de la liberté de circulation, son salaire sera fixé en niveau par le marché mondial, comme le marché mondial impose dans tous les cas la structure des salaires relatifs, alors ce sont les salaires de toutes les catégories de salariés qui seront déterminés en niveau absolu par le marché mondial.

Par exemple, supposons que les salariés très qualifiés puissent circuler librement et que le marché mondial fixe leur salaire exprimé en unité monétaire internationale à 200. Supposons également que le marché mondial impose que les salariés peu qualifiés aient un salaire égal à la moitié de celui des salariés très qualifiés, alors le salaire des salariés peu qualifiés sera nécessairement égal en niveau absolu à 100.

Ce résultat est extrêmement important car, dans la réalité, il existe toujours au moins une catégorie de salariés bénéficiant de la libre circulation. Les salariés très qualifiés sont généralement très mobiles, ils parlent la langue internationale et, avec la mondialisation, ils retrouvent dans tous les pays des modes de consommation et des cultures proches des leurs.

Or, s'il est théoriquement possible de contrôler l'immigration, il est dans un pays démocratique impossible de s'opposer au départ des salariés les plus qualifiés. Comme, par ailleurs, ils sont partout les bienvenus du fait de leur rareté relative, les salariés très qualifiés constituent une main-d'œuvre mobile qui permet au marché mondial d'imposer à toutes les catégories de salariés le niveau de leur salaire réel.

Cependant, lorsque les salariés peuvent circuler librement, ils n'iront pas nécessairement vers les salaires les plus élevés mais là où ils trouveront les meilleures conditions de vie.

Dans cette situation, ce n'est donc non plus le salaire mais le pouvoir d'achat réel des salariés qui est fixé par le marché. En effet, les salariés dont le pouvoir d'achat est inférieur au niveau déterminé par le marché mondial seront tentés de quitter leur pays. Inversement, ceux dont le pouvoir d'achat réel est supérieur au niveau déterminé par le marché mondial se verront concurrencés par des salariés venant du monde entier.

Le pouvoir d'achat réel des salariés est déterminé non seulement par leur salaire mais aussi par trois éléments :

- ▶ les impôts qu'ils payent ;
- ▶ les services publics gratuits dont ils bénéficient ;
- ▶ le coût des services protégés qu'ils consomment.

L'efficacité des services publics joue ici un rôle important. Comme ils pèsent sur le pouvoir d'achat des salariés du fait des impôts qui servent à les financer, ils doivent être compétitifs en termes de rapport qualité/coût par rapport aux services publics des autres pays.

Les autres services du secteur présentiel doivent également être compétitifs car ils interviennent aussi dans la détermination du pouvoir d'achat réel des salariés du secteur exposé à la concurrence internationale.

Une économie de libre-échange avec libre circulation de la main-d'œuvre et des capitaux

Avec la mondialisation, les techniques et donc la productivité du travail tendent à s'égaliser, le salaire horaire tend alors à devenir la principale cause de disparité du coût du travail d'un pays à l'autre.

Lorsque les capitaux peuvent circuler librement, leur rémunération tend aussi à s'aligner sur le niveau mondial. Ainsi, lorsque la main-d'œuvre et les capitaux peuvent circuler librement d'un pays à l'autre, ce sont les rémunérations du travail et du capital qui sont fixées par le marché mondial.

Un pays qui voudrait maintenir la rémunération du capital à un niveau inférieur à celui fixé par le marché mondial ne pourrait plus financer ses investissements, un pays qui voudrait maintenir la rémunération d'une certaine catégorie de salariés au-dessus du niveau mondial la condamnerait au chômage.

La guerre économique

Lorsqu'on combine la théorie keynésienne et la théorie des avantages comparatifs, on comprend que les États se livrent une véritable guerre économique.

La théorie keynésienne nous apprend que l'accumulation est le moteur de l'activité économique. Dans la mesure où la croissance mondiale est faible, notamment suite à l'épuisement des ressources naturelles, l'investissement net mondial est très faible. L'accumulation devient alors l'enjeu d'une bataille féroce que se livrent les pays car, faute d'accumulation globale, l'accumulation d'un pays ne peut venir que de l'appauvrissement d'au moins un autre. Concrètement, il s'agit de dégager des excédents de la balance courante des paiements et cela par tous les moyens possibles.

La théorie keynésienne nous apprend aussi que la meilleure arme d'un pays est incontestablement sa compétitivité sur le marché des biens et services. Mais la compétitivité doit se comprendre de deux manières :

- ▶ compétitivité par la qualité des produits ;
- ▶ compétitivité par les prix.

La théorie des avantages comparatifs nous apprend que, dans une économie mondialisée, il est difficile pour un pays de s'imposer durablement par la faiblesse de ses prix car ceux-ci ont tendance à être déterminés par le marché mondial. C'est donc sur le terrain de la qualité que se joue la bataille. Or, cette bataille se déroule sur le long terme car la qualité est le résultat d'efforts continus et prolongés. Il n'est pas possible de l'améliorer par des mesures de court terme ayant rapidement des effets comme la dépréciation de la monnaie ou le creusement des déficits publics.

Certains pays peuvent être tentés d'échapper à la concurrence en limitant leurs importations mais la mondialisation a permis de rentabiliser les dépenses de recherche et développement sur de très grandes séries. Elle impose donc à tous les pays, y compris les plus grands, une ouverture de leurs frontières aux biens et services. Ceux qui voudraient se limiter à leur marché intérieur seraient condamnés à perdre la bataille technologique et donc la bataille de la qualité.

Mais la compétitivité d'un pays ne se réduit pas à la qualité de ses produits, elle dépend aussi de sa réglementation, notamment dans le domaine social et environnemental. La réglementation du travail pèse sur les coûts de production des entreprises, non seulement par les salaires et les charges sociales qu'elle impose mais aussi par les conditions d'embauche et de licenciement, par la qualité de vie et la sécurité au travail qu'elle garantit aux salariés.

L'influence de la réglementation est également déterminante sur les coûts de production induits par les mesures de protection de l'environnement. C'est un problème grave. En effet, la dégradation de l'environnement causée par la production ou la consommation n'est pas un coût pour l'entreprise mais pour la société, si bien qu'une

entreprise sous la pression de la concurrence ne va pas spontanément prendre des mesures pour la réduire. Seule une réglementation contraignante peut imposer aux entreprises des processus de production plus écologiques car ceux-ci se traduisent généralement par des coûts supplémentaires.

Dans une économie mondialisée où les capitaux, les marchandises et les technologies circulent librement, les différences de coût de production entre les pays tendent à provenir de moins en moins de facteurs purement économiques et de plus en plus de facteurs liés à la réglementation. Il devient donc de plus en plus difficile pour un pays qui souhaite maintenir un haut niveau de protection sociale et environnementale de concurrencer les pays moins exigeants sur ce point. L'abaissement des normes de protection sociales et environnementales devient ainsi une arme dans la compétition internationale au même titre, et même davantage, que les dévaluations compétitives.

Les pays qui refusent de s'engager dans une telle voie doivent nécessairement se protéger. Pour cela, le contrôle des mouvements de capitaux paraît la mesure la mieux adaptée car elle redonne à l'État une possibilité d'action sans remettre en cause la liberté de circulation des biens et services.

Chapitre 7 : la spéculation financière

Les plus-values

Les plus-values jouent un rôle fondamental dans la théorie keynésienne. En effet, c'est l'existence de plus ou moins-values potentielles sur les actifs financiers qui justifie que les ménages conservent une partie de leurs avoirs en monnaie pour le motif de spéculation. Mais, depuis Keynes, la financiarisation de l'économie s'est développée considérablement et avec elle la spéculation, ce qui modifie sensiblement le fonctionnement de l'économie.

En économie, on peut donner des sens divers au mot spéculation, le sens le plus large étant celui d'un pari sur l'avenir. Ici nous considérerons que la spéculation est l'activité consistant à acheter puis revendre des actifs afin de dégager des plus-values.

Le revenu, tel qu'il est défini tant par la théorie keynésienne que par la comptabilité nationale, ne tient pas compte des plus-values ou des moins-values. On pourrait donc en déduire que celles-ci n'ont aucun impact sur la consommation des ménages puisque, selon la théorie keynésienne, celle-ci dépend avant tout du revenu. Pourtant, deux phénomènes viennent contredire cette conclusion.

Le premier est l'existence de sociétés spécialisées dans la spéculation financière. Ces sociétés font des profits et distribuent des revenus sans créer, en contrepartie, la moindre richesse réelle. Le second phénomène apparaît lorsque des politiques monétaires expansionnistes sont pratiquées sur de longues périodes. Dans ce cas, les ménages peuvent anticiper une croissance permanente du cours des actifs et considérer que les plus-values qu'ils réalisent sont un moyen de financer leur consommation sans porter atteinte à leur patrimoine. Ces deux phénomènes modifient profondément l'analyse keynésienne.

La spéculation financière

Impact sur la consommation

Keynes a consacré de longs développements à la spéculation financière dans son chapitre sur l'investissement à long terme mais il ne considérait pas qu'elle puisse avoir un impact direct sur le revenu et la consommation car ce qui était gagné par l'un était perdu pour l'autre.

Depuis Keynes se sont développées des sociétés financières qui vivent de la spéculation financière. Elles distribuent des revenus aux ménages et peuvent donc, tout au moins dans un premier temps, stimuler la consommation et donc l'activité au même titre que l'investissement.

Pour le montrer, considérons une société financière dont la seule activité consiste à acheter puis à vendre des actions. Grâce à la puissance de ses outils mathématiques et à l'efficacité de ses traders, elle parvient à profiter des fluctuations des cours pour revendre les actions à un cours supérieur à celui auquel elle les a achetées.

Supposons donc que la société financière achète des actions aux ménages pour une valeur de 90 et leur revende pour une valeur de 100. L'opération d'achat s'écrit dans les comptes nationaux de la manière suivante :

Achat des titres

Emplois / Δ Actifs			Ressources / Δ Passifs	
Société	Ménages		Société	Ménages
-90	90	Monnaie		
90	-90	Actions		
0	0	Total		

L'opération de vente s'écrit ainsi :

Vente des titres

Emplois / Δ Actifs			Ressources / Δ Passifs	
Société	Ménages		Société	Ménages
100	-100	Monnaie		
-100	100	Actions		
0	0	Total		

En consolidant on obtient :

Ensemble de l'opération d'achat / vente

Emplois / Δ Actifs			Ressources / Δ Passifs	
Société	Ménages		Société	Ménages
10	-10	Monnaie		
-10	10	Actions		
0	0	Total		

Sur ce tableau qui enregistre les flux à la manière de la comptabilité nationale, il semble qu'aucun des deux agents n'ait ni gagné ni perdu dans cette succession d'opérations, de la monnaie ayant simplement été échangée contre des actions de même valeur. Mais, si l'on raisonne en termes de bilan, la situation est différente.

Si l'on suppose qu'à l'origine le ménage disposait de 45 de monnaie, les bilans avant et après les opérations se présentent ainsi :

Bilan de début

Actif			Passif	
Société	Ménages		Société	Ménages
90	45	Monnaie		
0	90	Actions		
90	135	Total		

Bilan de fin

Actif			Passif	
Société	Ménages		Société	Ménages
100	35	Monnaie		
0	100	Actions		
100	135	Total		

En comparant les bilans de début et de fin on constate que le patrimoine de la société financière est passé de 90 à 100, c'est-à-dire qu'elle a réalisé un bénéfice de 10. À l'inverse, le patrimoine du ménage est resté stable, l'augmentation de 10 de la valeur de ses actions ayant été annulée par la baisse de 10 de ses avoirs en monnaie. Ainsi, la hausse du cours des actions a bénéficié à la société financière et non au ménage.

Sur l'ensemble de ses opérations d'achat et de vente d'actions, l'entreprise financière dégage donc un bénéfice de 10 qu'elle va distribuer aux ménages sous forme de dividendes. Ce versement a deux conséquences :

- ▶ le revenu des ménages augmente du montant des dividendes ;
- ▶ les ménages reconstituent leurs avoirs en monnaie puisque la société leur reverse l'argent qu'ils avaient perdu dans l'opération spéculative.

Après la distribution des dividendes, le patrimoine des ménages est constitué de 45 de monnaie et de 100 d'actions, il a augmenté de 10 par rapport au début.

Bilan après distribution des dividendes

Actif			Passif	
Société	Ménages		Société	Ménages
90	45	Monnaie		
0	100	Actions		
90	145	Total		

La société financière transforme ainsi une plus-value due à une simple hausse du cours des actions en un revenu pour les ménages.

Si les ménages avaient conservé leurs actions au lieu de les vendre au prix de 90, ils auraient vu leur patrimoine s'accroître du fait de la hausse des cours de leurs actions mais leur plus-value de 10 n'aurait pas été considérée comme un revenu. En effet, le revenu ne prend en compte que les opérations à caractère définitif, ce que n'est pas une plus-value puisqu'elle peut être suivie d'une moins-value.

Lorsque les ménages reçoivent des dividendes, ils se retrouvent également avec une augmentation de leur patrimoine mais l'accroissement de 10 de la valeur de leurs actions leur apparaît comme l'utilisation de leur revenu et non comme une plus-value.

La principale différence entre les deux situations réside dans son impact sur la consommation des ménages puisque, contrairement à une plus-value, les revenus supplémentaires des ménages leur permettront d'accroître leur consommation sans risquer de porter atteinte à leur patrimoine.

Au niveau macroéconomique, les profits tirés de la spéculation financière jouent ainsi le même rôle que l'investissement. En effet, la relation entre la valeur ajoutée, la consommation et l'investissement est toujours vérifiée :

$$VA = C + I$$

L'égalité entre la valeur ajoutée et le revenu est également toujours vérifiée pour l'ensemble de l'économie mais on n'a plus l'égalité entre la valeur ajoutée et le revenu des ménages. En effet, le revenu des entreprises est égal à la différence entre leur valeur ajoutée et leur revenu distribué. Puisqu'ici la valeur ajoutée de la société financière est nulle, son revenu est négatif et égal en valeur absolue aux dividendes versés, c'est-à-dire également à la plus-value. La valeur ajoutée provient uniquement de l'activité productive des entreprises. Ainsi, le revenu des ménages est égal à la somme de la valeur ajoutée et de la plus-value financière distribuée sous forme de dividendes :

$$R = VA + PV \text{ où } PV \text{ désigne la plus-value financière distribuée aux ménages.}$$

En supposant une fonction de consommation de la forme $C = a.R$ on déduit des équations précédentes :

$$VA = \frac{1}{1-a} \cdot (I + a \cdot PV)$$

C'est-à-dire que l'effet multiplicateur ne provient plus seulement de l'investissement mais aussi des plus-values distribuées sous forme de dividendes aux ménages. Ainsi, lorsque l'investissement est insuffisant, les plus-values tirées de la spéculation financière peuvent s'y substituer pour tirer la demande et éventuellement rétablir le plein-emploi.

Un impact durable ?

Pour savoir si la spéculation financière peut durablement stimuler l'activité économique, considérons le cas extrême où l'investissement des entreprises productives est nul.

Supposons également que, après sa hausse, le cours des actions retombe à son niveau initial. Du point de vue de la société financière, il n'y a pas de problème car après la séquence précédente elle se retrouve sans actions.

Les ménages voient leur patrimoine diminuer de 10 suite à la baisse de valeur de leurs actions. Cette baisse de valeur leur apparaît comme une moins-value potentielle et non comme un élément venant en déduction de leur revenu.

On retrouve alors la situation de départ, si bien que tout peut recommencer.

D'une manière imagée, on pourrait comparer la société financière et ses actionnaires à un cambrioleur qui viendrait chaque nuit dérober un peu d'argent dans la caisse d'un boulanger sans que celui-ci s'en aperçoive et qui, chaque matin, viendrait lui acheter du pain. Le boulanger pourrait alors dépenser son argent chez son charcutier qui pourrait à son tour payer son poissonnier. Celui-ci pourra alors acheter son pain et l'argent volé retournera chez le boulanger. Dans ce cas, le boulanger qui a produit deux pains et consommé l'équivalent d'un considérera avoir épargné la moitié de son revenu sans se rendre compte que son épargne ne fait que compenser la dégradation de son patrimoine.

L'économie se développera et se maintiendra tant que le cambrioleur poursuivra son activité et que le boulanger n'aura pas l'idée d'aller contrôler sa caisse.

Pour aller plus loin, il est intéressant de faire apparaître aussi les sociétés non financières qui produisent des biens de consommation. La distribution de dividendes de 10 par la société financière se traduit par une consommation des ménages qui génère une production et des revenus. Ces opérations peuvent être décrites dans le tableau économique d'ensemble suivant où Soc. P désigne la société produisant les biens et services et Soc. F la société financière :

Tableau économique d'ensemble

Emplois / Δ Actifs				Ressources / Δ Passifs		
Soc. P	Soc. F	Ménages	Opérations	Soc. P	Soc. F	Ménages
40			Production	40		
			Salaires			40
	10		Dividendes			10
0	-10	50	Revenu	0	-10	50
		40	Consommation			
0	-10	10	Epargne	0	-10	10
0	0		Investissement			
	-10	10	Monnaie			
			Actions			

Nous avons supposé ici que le taux d'épargne des ménages était de 20%.

On voit que les revenus issus de la spéculation financière jouent le même rôle que les déficits publics. Comme eux, ils génèrent une épargne négative qui vient s'ajouter à l'épargne des ménages car la relation entre l'épargne et l'investissement est toujours vérifiée.

Cependant, on peut penser que les ménages qui reçoivent les dividendes de la société financière ne sont pas les mêmes que ceux qui reçoivent des revenus de la société produisant des biens et services. On peut également supposer que cette dernière catégorie de ménages ne spéculé pas, si bien que la société financière prélève ses plus-values uniquement sur les ménages à qui elle distribue des dividendes. La société financière et ses actionnaires semblent alors former un monde clos et l'on peut se demander d'où vient l'argent qui lui permet de payer sa consommation.

Pour le comprendre, on peut introduire dans le tableau économique d'ensemble deux catégories de ménages : les ménages P qui vivent des salaires versés par société P et les ménages F qui vivent des dividendes versés par la société F. Nous supposons que le taux d'épargne des deux catégories de ménages est de 20%. Le tableau économique d'ensemble se présente alors ainsi :

Tableau économique d'ensemble

Emplois / Δ Actifs					Ressources / Δ Passifs			
Soc. P	Soc. F	Mén. P	Mén. F	Opérations	Soc. P	Soc. F	Mén. P	Mén. F
40				Production	40			
	10			Salaires			40	
				Dividendes				10
0	-10	40	10	Revenu	0	-10	40	10
		32	8	Consommation				
0	-10	8	2	Epargne	0	-10	8	2
0	0			Investissement				
	-10	8	2	Monnaie				
				Actions				

Que s'est-il donc passé ? Les dividendes reçus par les ménages F représentent un revenu de 10. Comme leur taux d'épargne est de 20%, ils fixent leur consommation à 8. Cette consommation s'ajoute nécessairement à l'épargne des ménages P car elle génère une production et donc des salaires pour ces ménages mais pas de consommation puisqu'il s'agit d'une consommation des ménages F.

Il y a cependant un problème. Le patrimoine des ménages F s'est accru de 2 du fait de leur épargne mais il a diminué de 10 du fait de leur moins-value, il a donc perdu une valeur de 8 qui correspond à leur consommation. Cet appauvrissement des ménages F ne peut se poursuivre indéfiniment. Pour que la spéculation soit durable, il faut donc des transferts des ménages P vers les ménages F. Ceux-ci peuvent prendre deux formes :

- ▶ un paiement de dividendes de l'entreprise P aux ménages F ;
- ▶ une plus-value gagnée par la société F non seulement sur les ménages F mais aussi sur les ménages P.

Le tableau économique d'ensemble ci-dessous montre un exemple où l'entreprise P verse 10% de la valeur de sa production aux ménages F sous forme de dividendes :

Tableau économique d'ensemble

Emplois / ΔActifs					Ressources / ΔPassifs			
Soc. P	Soc. F	Mén. P	Mén. F	Opérations	Soc. P	Soc. F	Mén. P	Mén. F
36				Production	40			
4	10			Salaires			36	
0	-10			Dividendes				14
0	-10	36	14	Revenu	0	-10	36	14
		28,8	11,2	Consommation				
0	-10	7,2	2,8	Epargne	0	-10	7,2	2,8
0	0			Investissement				
	-10	7,2	2,8	Monnaie				
				Actions				

On constate que la situation des ménages F ne s'est pas sensiblement améliorée. En fait, le problème est le suivant :

- ▶ comme l'investissement est nul, l'épargne totale est nulle ;
- ▶ l'épargne de l'entreprise F est négative et égale à l'opposé de sa plus-value ;
- ▶ l'épargne de l'entreprise P est nulle ;
- ▶ l'épargne totale des ménages F et P est donc égale à la plus-value ;
- ▶ comme l'épargne correspond à un accroissement du patrimoine et la plus-value à sa diminution, le patrimoine total des ménages est stable, si bien que tout enrichissement des uns correspond à un appauvrissement des autres ;
- ▶ puisque l'épargne des ménages P est positive, l'épargne des ménages F est nécessairement inférieure à la plus-value ;
- ▶ si toute la plus-value est prélevée sur les ménages F, ceux-ci s'appauvrissent donc nécessairement.

Ainsi, pour que la spéculation puisse durer, il faut que la plus-value de l'entreprise F soit également prélevée sur les ménages P. Mais il ne faut pas non plus que ceux-ci s'appauvrissent. Pour que le système soit durable, il faut en fait que la plus-value prélevée sur chaque catégorie de ménages soit exactement égale à leur épargne. Il n'y a aucune raison pour que cela soit le cas.

Pour que la spéculation se poursuive réellement durablement, il faut une autre source d'enrichissement des ménages de telle sorte que les ménages F et P puissent tous deux s'enrichir malgré la spéculation.

Trois sources principales sont possibles dans le cadre d'une économie fermée :

- ▶ l'investissement de l'entreprise P ;
- ▶ un appauvrissement de l'État par des déficits publics ;
- ▶ une hausse des cours des titres financiers.

Les deux premiers cas sont habituellement plus favorables aux ménages P, ils seront donc pertinents lorsque la plus-value prélevée par l'entreprise F porte davantage sur eux. L'effet de relance de la spéculation s'ajoutera alors à celui de l'investissement ou des déficits publics.

Le dernier cas est plus favorable aux ménages F et il mérite quelques développements.

Lorsque les ménages sont les seuls à acheter et vendre des titres financiers, leurs cours ne peuvent varier que sous l'influence d'un changement de la préférence pour la liquidité. Si celle-ci reste stable, les cours ne peuvent varier que suite à des achats ou des ventes d'autres agents. Ici nous avons supposé que les entreprises n'investissent pas, c'est-à-dire qu'elles n'émettent pas de titres, nous allons donc considérer le cas d'achats de titres par les banques.

Dans un premier temps, l'achat de titres par les banques ne modifie pas la valeur du patrimoine des ménages puisqu'il s'agit d'un simple échange de créances de même valeur. Mais la composition du patrimoine des ménages s'est modifiée en faveur de la monnaie et en défaveur des titres. Tant que le cours des titres ne change pas, la préférence pour la liquidité reste stable, les ménages vont alors chercher à rétablir la structure initiale de leur patrimoine en achetant des titres. Mais si ni les banques, ni les entreprises, ne veulent vendre de titres, la demande des ménages est supérieure à leur offre, ce qui provoque, dans un deuxième temps, une hausse du cours des titres.

La hausse des cours se traduit par une augmentation de la valeur des titres détenus par les ménages qui n'est pas compensée par une baisse des leurs avoirs en monnaie.

Ainsi, les achats de titres par les banques se traduisent par une croissance de la valeur du patrimoine des ménages.

La hausse du cours des titres va bénéficier à tous les ménages mais en priorité aux ménages F. Si la hausse des cours est suffisante elle peut compenser les pertes sur leur patrimoine dues à la spéculation financière.

Les ménages P qui détiennent des actions bénéficient eux aussi de la hausse des cours. Les ménages F et P s'achètent et se vendent des actions pour maintenir un équilibre entre monnaie et titres dans leur patrimoine. Après leur consommation de $\$$, les ménages F ont diminué leurs avoirs en monnaie et les ménages P les ont accrus si bien que pour rééquilibrer leurs patrimoines respectifs, les ménages F vendront des actions aux ménages P.

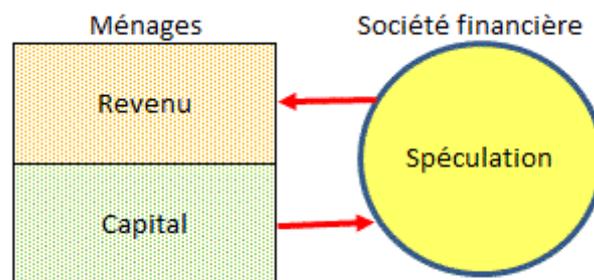
Lorsque la hausse des cours est la conséquence d'une émission monétaire, elle n'est pas nécessairement suivie d'une baisse, si bien que le processus peut se poursuivre tant que les banques injectent de la monnaie dans le système.

La spéculation financière peut donc tirer durablement l'activité économique au même titre que l'investissement ou les déficits publics.

Spéculation financière ou déficits publics

Les plus-values réalisées par la société financière et les déficits publics présentent certaines similitudes. Dans les deux cas, les déficits de certains agents génèrent des revenus pour les ménages, ce qui stimule l'activité et peut réduire le chômage.

Cependant, les différences sont importantes. La première porte sur les dettes. En effet, lorsqu'ils sont financés par l'emprunt, les déficits publics génèrent une dette qui ne cesse de croître et risque de mettre l'État en faillite. La spéculation financière ne génère pas de dette, si bien qu'elle semble beaucoup plus durable. Son point fort est de reposer sur un principe simple : des prélèvements sur le capital des ménages leur sont retournés sous forme de revenu.



Les déficits publics seraient également durables s'ils reposaient sur le même principe, c'est-à-dire s'ils étaient compensés par des impôts en capital, notamment des droits de succession.

La différence la plus fondamentale entre ces deux modes de relance de l'économie réside cependant dans leur utilité pour la collectivité. En effet, si le déficit public est la contrepartie d'un service rendu à la collectivité, ce n'est pas le cas de la spéculation financière qui ne correspond à aucune prestation de service mais qui donne des droits à consommer sans contrepartie à une certaine catégorie de ménages.

Rachat d'actions et effet richesse

La théorie keynésienne utilise généralement deux hypothèses :

- ▶ les entreprises distribuent tout leur revenu aux ménages ;
- ▶ la consommation des ménages dépend exclusivement de leur revenu.

En fait, ces deux hypothèses ne sont pas toujours vérifiées. Ainsi, l'hypothèse selon laquelle les entreprises distribuent tout leur revenu aux ménages doit être revue, notamment dans des économies comme celle des États-Unis. En effet, une entreprise qui réalise des bénéfices ne les distribue pas nécessairement sous forme de dividendes, elle peut préférer les conserver afin de faire monter le cours de ses actions, enrichissant ainsi ses actionnaires.

Le simple fait de ne pas distribuer ses bénéfices contribue normalement à faire monter le cours des actions d'une entreprise puisque les bénéfices non distribués augmentent son patrimoine et donc sa valeur sur le marché, ce qui se traduit par une plus-value pour les actionnaires. Mais une manière particulièrement efficace pour parvenir à ce résultat est le rachat d'actions. Dans ce cas, l'entreprise utilise son bénéfice, non pour distribuer des dividendes, mais pour acheter ses propres actions, c'est-à-dire les actions qu'elle a émises, et les annuler.

L'effet sur les cours est double, d'une part la demande de l'entreprise tend à les faire monter, d'autre part le nombre d'actions encore détenues par les actionnaires ayant diminué, chaque action donne droit à une part plus grande des bénéfices, ce qui accroît également la demande et contribue à faire monter les cours.

Puisque l'entreprise ne distribue pas de dividendes, le ménage qui ne dispose que de ses actions pour vivre doit nécessairement en vendre une partie pour financer sa consommation. Par exemple, un ménage dispose d'un portefeuille d'actions d'une valeur 1000 en début d'année et la valeur de ses actions passe à 1100 en fin d'année suite à un rachat d'actions par l'entreprise. Le ménage peut considérer qu'il s'est enrichi de 100 et que cet enrichissement est bien réel, soit parce qu'il est la contrepartie d'un enrichissement de l'entreprise dont il est partiellement propriétaire par l'intermédiaire des actions qu'il détient, soit parce qu'il détient une plus grande part de la valeur de l'entreprise.

Dans ce cas, il peut considérer cet accroissement de la valeur de son portefeuille d'actions comme l'équivalent d'un paiement de dividendes, c'est-à-dire comme un revenu. Si son taux d'épargne est, par exemple, de 40%, il pourra alors décider de vendre des actions pour une valeur de 60 afin de financer sa consommation.

Les conséquences de la distribution de bénéfices par rachat d'actions sont importantes tant pour la comptabilité nationale que pour la théorie keynésienne. La distribution des bénéfices n'apparaît plus dans le revenu des ménages, ce qui le minore, de même que leur épargne et leur capacité de financement. Ainsi, dans les pays où cette pratique est

développée, le taux d'épargne tel qu'il est calculé à partir des données de la comptabilité nationale n'est plus réellement pertinent pour comprendre le comportement de consommation des ménages.

Mais cette pratique des entreprises pose également la question du comportement des ménages. S'il peut être rationnel d'assimiler une réévaluation d'un portefeuille d'actions à un revenu lorsque cette réévaluation provient d'une non distribution de dividendes, on ne saurait en déduire que toute hausse de valeur des actifs peut être assimilée à un revenu. En effet, une hausse des actifs peut être suivie d'une baisse, le ménage qui vendrait ses actifs pour consommer ne ferait alors qu'opérer un prélèvement sur son patrimoine.

La réévaluation d'un portefeuille de titres ne peut être perçue par un ménage comme un enrichissement que lorsqu'il anticipe une hausse continue des cours. Dans le cas contraire, l'enrichissement ne devrait pas se traduire par une augmentation de la consommation.

Un financement monétaire de la consommation

Lorsque les banques interviennent durablement sur les marchés financiers en créant de la monnaie, elles génèrent une hausse des cours qui peut être considérée comme permanente par les ménages. Dans ce cas, en l'absence d'anticipation de moins-values, ils peuvent considérer que la vente d'une partie de leurs titres leur permettra de financer leur consommation sans risquer de porter atteinte à leur patrimoine.

Ainsi, si l'on considère le système globalement comme une boîte noire, on s'aperçoit que, d'un côté, les banques injectent de la monnaie en achetant des titres et que, de l'autre, les ménages retirent de la monnaie en vendant des titres pour payer leur consommation. C'est donc l'émission de monnaie par les banques qui, indirectement, paye la consommation des ménages.

En d'autres termes, lorsqu'elles pratiquent une politique monétaire expansionniste par achat de titres financiers, les banques font marcher la planche à billets pour payer la consommation des détenteurs de titres, c'est-à-dire des plus riches.

On se retrouve dans une situation analogue à celle où les sociétés financières distribuent à certains ménages les plus-values qu'elles ont réalisées par leurs activités spéculatives. Dans les deux cas, les ménages les plus riches peuvent consommer sans participer au processus de production.

Modèle productif et modèle spéculatif

La spéculation financière ne peut générer durablement, et de manière prévisible, des revenus que s'il existe des inégalités significatives de fortune et d'information. L'inégalité des fortunes est un élément particulièrement important. En effet, dans un jeu à somme nulle comme l'est la spéculation financière, il est impossible de prédire quel agent

particulier va gagner si tous disposent a priori des mêmes chances. Mais, dans un jeu où tous les participants ne disposent pas d'un même niveau de fortune, le gagnant est statistiquement celui qui peut supporter les plus lourdes pertes, c'est-à-dire généralement le plus riche. Il est alors possible de prédire le vainqueur et de miser sur lui en lui confiant des capitaux afin qu'il les fasse fructifier.

Le rôle de la spéculation ne peut être pris en compte dans les analyses économiques qui supposent que tous les agents disposent d'une information parfaite car si c'était le cas il n'y aurait pas de spéculation possible. Pourtant, dans la réalité, la spéculation financière a pris une telle importance qu'il est impossible de l'ignorer.

Spéculation et politique monétaire

Selon le modèle keynésien traditionnel, une croissance de la masse monétaire tend à faire baisser le taux d'intérêt, ce qui stimule l'investissement et donc l'activité.

L'existence d'un secteur spéculatif modifie profondément ce schéma. Le premier effet d'une croissance de la masse monétaire est la hausse des cours des titres financiers mais, contrairement à ce qui se passe dans le secteur productif, cette hausse n'a pas d'impact sensible sur le taux de profit réalisé par les entreprises du secteur spéculatif. En effet, le profit tiré d'une opération spéculative d'achat et vente d'un actif dépend essentiellement de la fluctuation de son cours, si bien que le taux de profit se déduit directement du ratio entre le prix d'achat et le prix de vente, c'est-à-dire qu'il est tout à fait indépendant du niveau du cours de l'actif.

Or, grâce à la mondialisation des marchés financiers, au développement des outils mathématiques et des technologies de l'information, le taux de profit des entreprises du secteur spéculatif peut être très élevé. Le problème est que ce taux de profit élevé tend à s'imposer aux entreprises du secteur productif car, les capitaux allant où ils sont les mieux rémunérés, une entreprise réalisant un taux de profit inférieur ne pourrait financer ses investissements.

Les entreprises du secteur spéculatif imposent donc au taux de profit des entreprises du secteur productif un plancher en-dessous duquel il ne peut descendre. Ce taux de profit peut correspondre à un niveau de la production insuffisant pour assurer le plein-emploi.

Ainsi, une politique monétaire expansionniste tend à faire croître le cours des actifs financiers mais n'a pas d'impact sur le taux de profit des activités spéculatives. Comme ce taux est aussi le plancher en-dessous duquel le taux de profit du secteur productif ne peut descendre, une politique monétaire expansionniste ne peut plus favoriser le financement du secteur productif et stimuler son activité.

Des conséquences importantes pour la société

Le développement du modèle spéculatif modifie sensiblement le fonctionnement de l'économie. Dans le modèle productif, l'origine de la richesse se situe dans la valeur ajoutée, une première distribution de cette richesse 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 donc du choix des citoyens qui la décident par leur vote après un débat contradictoire où les différents intérêts peuvent s'exprimer.

La spéculation financière introduit une autre forme de redistribution de la richesse qui n'est soumise ni à la négociation dans l'entreprise ni à l'arbitrage des citoyens, mais qui est une conséquence mécanique de la conjugaison des inégalités de patrimoine et du libre jeu de la concurrence sur les marchés financiers. Cette redistribution de la richesse échappe donc à toute négociation et à toute contestation.

Le développement du modèle spéculatif nécessite également de revoir l'analyse de la répartition de la richesse créée entre revenus du travail et revenus du patrimoine. Traditionnellement, cette analyse est basée sur la part de la rémunération des salariés dans la valeur ajoutée, mais, puisqu'elle génère pour certains ménages des revenus qui ne sont la contrepartie d'aucune valeur ajoutée, la spéculation financière rend caduque l'analyse traditionnelle qui doit alors être remplacée par une analyse directe des revenus des ménages tenant compte des gains provenant des plus-values financières.

Autre problème : en maintenant le coût du capital à un niveau élevé, la spéculation financière rend 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.

À long terme, le développement du modèle spéculatif peut avoir des conséquences au-delà du domaine de l'économie. En effet, si, dans le cadre d'une économie de marché, le modèle productif et le modèle spéculatif ont en commun de reposer sur une compétition entre les différents agents, les règles de la compétition diffèrent d'un modèle à l'autre. Dans le modèle productif, du fait de leur spécialisation, les agents ne peuvent satisfaire directement leurs besoins mais sont contraints de passer par le marché, ils doivent donc satisfaire les besoins des autres avant de pouvoir satisfaire les leurs.

Ainsi, tout au moins idéalement, dans le modèle productif le vainqueur de la compétition est celui qui est le plus utile à la collectivité. À l'inverse, dans le modèle spéculatif, le vainqueur est celui qui prélève le plus de richesse sur la collectivité.

La spéculation financière apparaît donc comme une activité qui enrichit d'abord les plus riches, si bien qu'elle 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. Dans le domaine de la formation, les meilleurs étudiants délaissent les carrières d'ingénieur et de chercheur pour s'orienter vers celles, plus rémunératrices, de trader ou de spécialiste des mathématiques financières.

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.

Politique monétaire et effet redistributif

Le profit que retire le propriétaire d'un actif provient non seulement du revenu qu'il génère, 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. 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.

Ainsi, indépendamment de la spéculation financière, du seul 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.

Ainsi, une création monétaire par achat de titres financiers a un effet redistributif en faveur du patrimoine des plus riches. Encore, une fois, on voit que les banques ne sont pas de simples intermédiaires passifs. Si elles décident de financer par des crédits l'investissement des entreprises ou les déficits publics, elles ont tendance à créer de l'inflation ; si elles interviennent sur le marché des titres, elles ont tendance à faire monter leurs cours. Dans les deux cas, elles influencent le rapport entre le prix des produits et celui des titres, c'est-à-dire les relations entre ceux qui participent activement à l'activité productive et ceux qui vivent de leur patrimoine.

De plus, en contradiction avec le modèle keynésien traditionnel, une création monétaire par achat de titres financiers peut avoir un impact positif direct sur la consommation des ménages.

Des crises nécessaires

La création monétaire par achat de titres financiers se traduit par une hausse durable des cours des actifs financiers sans création correspondante de richesse réelle. L'accumulation des ménages n'est alors possible que par l'accroissement parallèle de la valeur des titres émis par les entreprises, c'est-à-dire par ce que les comptables nationaux considèrent comme leurs passifs.

Cette hausse continue des cours sans contrepartie réelle n'est rien d'autre qu'une bulle financière qui risquera d'éclater dès qu'elle aura pris trop d'ampleur. On pourrait penser que l'éclatement de cette bulle annulerait alors les effets positifs dont les ménages ont bénéficié lors de la période de hausse des cours, si bien qu'à long terme la spéculation financière et la croissance de la masse monétaire seraient sans impact sur l'économie. Il n'en est rien.

En effet, il n'y a pas nécessairement de symétrie entre la hausse des cours et leur baisse. Supposons, par exemple, qu'un jour, les banques décident de procéder à des ventes massives de titres de manière à faire chuter leur cours de 50%. Cette chute brutale des cours est un évènement exceptionnel qui est équivalent à un prélèvement en capital, il n'a que peu d'impact sur la consommation. Si, dès le lendemain, les banques reprennent leurs opérations d'achats de titres en faisant savoir qu'elles seront durables, les détenteurs de titres pourront à nouveau assimiler leurs plus-values à un revenu et

donc consommer. Cette solution par la chute des cours est assez similaire à celle qui consisterait à annuler une partie de la dette publique pour permettre la poursuite des déficits publics.

Lorsque l'absence de croissance rend impossible une accumulation globale durable, seule une destruction brutale et imprévue d'une partie du capital rend possible la poursuite de l'accumulation courante et donc de la consommation.

La principale question est cependant celle de la pertinence d'une politique de relance monétaire par achats de titres financiers. Si l'on considère qu'il est légitime de subventionner les plus riches afin qu'ils soutiennent la demande par leur consommation, alors il faut renforcer la solidité du système bancaire pour lui permettre de résister au choc provoqué par une baisse brutale des cours puisque ces chocs permettent au système de perdurer.

Si l'on considère, au contraire, que ces subventions aux plus riches ne sont pas légitimes, il faut réformer le système bancaire afin qu'elles ne soient plus possibles.

Quel financement pour l'économie ?

Financement et spéculation

Dans la Théorie générale, Keynes explique très bien que la spéculation financière est directement liée aux conditions de financement des entreprises. En effet, un ménage ne peut accepter de participer au financement à long terme d'une entreprise, par exemple en achetant des actions, que s'il existe un marché où il peut vendre ses actions lorsqu'il a besoin d'argent. Organiser la liquidité des marchés de capitaux apparaît dès lors comme une condition nécessaire à un financement efficace de l'économie. La conséquence en est la spéculation financière car la fluctuation des cours sur le marché des titres fait apparaître des possibilités de plus ou moins-values.

Pourtant, comme l'explique Keynes, si la liquidité, c'est-à-dire la possibilité de se désengager d'un investissement, est fondamentale pour un ménage, elle n'existe pas pour la collectivité prise dans son ensemble. En effet, d'une part un ménage ne peut se désengager d'un investissement en vendant ses actions que si un autre agent économique accepte de les acheter, d'autre part l'investissement d'une entreprise est généralement irréversible, par exemple une machine destinée à l'industrie automobile est difficilement réutilisable dans l'industrie alimentaire.

Ainsi, quels que soient les résultats d'un investissement ou l'évolution de ses perspectives de rentabilité, il est impossible pour la collectivité de revenir en arrière, le risque pris au moment de décider l'investissement est définitif. La liquidité des marchés financiers permet donc de réduire le risque pris par un agent particulier, elle ne réduit en rien le risque pris par la collectivité dans son ensemble.

Si le financement de l'économie était assuré par un seul organisme, la réduction du risque pour cet organisme ne pourrait venir que de la pertinence et de la multiplicité des investissements des entreprises. Puisqu'il lui serait impossible de se désengager d'un investissement particulier, la question de la liquidité ne se poserait pas et la spéculation financière n'aurait plus aucune utilité. Il serait alors possible de la faire disparaître sans conséquence négative pour l'économie en instaurant des taxes significatives sur les transactions financières.

L'organisation du système bancaire

La question de la multiplicité des organismes de financement de l'investissement a déjà été posée par plusieurs économistes à propos de l'organisation du système bancaire en deux niveaux, c'est-à-dire une banque centrale d'une part et des banques de dépôts d'autre part. Il est clair que la pertinence des critiques de ces économistes semble confirmée par la crise financière. Un système bancaire à un niveau composé de la banque centrale résoudrait effectivement plusieurs problèmes fondamentaux posés par le système actuel en rendant possible :

- ▶ une monnaie fiable : la force d'un système unifié est de fonder la valeur de la monnaie sur une base beaucoup plus solide, c'est-à-dire sur une masse de crédits à la fois beaucoup plus importante car étendue à l'ensemble de l'économie et beaucoup plus saine car une banque centrale publique n'aurait aucune raison de financer des actifs spéculatifs ;
- ▶ la fin des crises bancaires : en cas de crise, si les déposants voulaient retirer leur argent déposé à la banque ils ne feraient qu'échanger de la monnaie scripturale contre de la monnaie fiduciaire ; l'impact sur l'économie en serait nul ;
- ▶ la simplification du contrôle de la masse monétaire : en fixant ses émissions de crédits, la banque centrale contrôlerait directement la masse monétaire ;
- ▶ la baisse des taux d'intérêt : pour garantir leur solvabilité, les banques de dépôts sont obligées d'immobiliser des fonds propres importants qui doivent être rémunérés, ce qui accroît le coût de l'intermédiation, c'est-à-dire le taux d'intérêt payé par les emprunteurs ; un système unifié n'aurait pas à supporter ces coûts.

Ce système, défendu dès 1935 par l'économiste américain Irving Fisher, est connu sous le nom de "100% monnaie". Il ne suppose pas de supprimer les banques privées mais de les spécialiser en deux grandes catégories :

- ▶ des banques de dépôts dont la seule activité serait de gérer les comptes de leurs clients ;
- ▶ des banques agissant en qualité de simples intermédiaires financiers entre les emprunteurs et les prêteurs sans possibilité de création monétaire.

La création monétaire serait alors le seul fait de la banque centrale, les banques de dépôts ayant l'obligation de déposer à la banque centrale la totalité de l'argent collecté auprès de leurs clients, c'est-à-dire que le taux des réserves obligatoires serait porté à 100%.

Chapitre 8 : microéconomie et macroéconomie

La détermination du profit

Le profit joue un rôle fondamental dans la théorie keynésienne. En effet, la prévision du taux de profit par les entrepreneurs apparaît comme l'un des facteurs clés de la détermination de l'investissement et donc du niveau de l'activité économique.

Définition

Le profit peut être défini comme la rémunération du capital. Cette définition très générale est trop imprécise pour être utilisée par les comptables qui préfèrent utiliser d'autres termes. La notion de profit se rapproche de celle de bénéfice de la comptabilité privée mais elle en diffère par certaines règles de valorisation. En macroéconomie, le profit des entreprises est souvent assimilé à l'excédent net d'exploitation de la comptabilité nationale, pourtant il en diffère sur un certain nombre de points. Tout d'abord, l'excédent net d'exploitation n'exclut pas l'impôt sur les bénéfices des entreprises, à l'inverse il n'inclut pas les revenus financiers et les plus-values.

En fait, l'excédent net d'exploitation ne mesure pas le profit car il ne représente que la part de la valeur ajoutée rémunérant le capital, or le profit ne provient pas nécessairement de la valeur ajoutée, c'est-à-dire de la création de richesse, il peut également provenir de la richesse déjà existante, soit par des transferts, notamment les revenus de la propriété, soit par des plus-values, notamment lors des activités spéculatives.

L'imprécision de la définition du profit présente cependant l'avantage de permettre une appréhension globale des grands phénomènes économiques qui limite le risque de se perdre dans la précision des détails. Dans toute la suite de l'exposé nous ne chercherons donc pas à préciser davantage la notion de profit.

Le taux de profit

Le taux de profit se calcule en comparant la valeur d'un actif à la série de revenus qu'il génère dans le futur pour son propriétaire. Pour simplifier l'exposé nous éliminerons les questions liées au risque et à l'échelonnement dans le temps des revenus. Cette première simplification ne peut cependant nous permettre d'éviter une question essentielle : si le taux de profit est obtenu en comparant la valeur d'un actif aux revenus qu'il doit générer dans le futur, comment le déterminer puisque la théorie économique nous enseigne que

la valeur d'un actif est déterminée en actualisant les revenus futurs par le taux de profit ? En d'autres termes, pour une série de revenus futurs donnée est-ce la valeur de l'actif qui détermine le taux de profit ou le taux de profit qui détermine la valeur de l'actif ?

Pour répondre à cette question il faut distinguer clairement entre une approche comptable et une approche économique. L'approche comptable permet de déterminer un taux de profit en comparant la valeur d'un actif au moment de son acquisition et les revenus qu'il a effectivement générés au cours de sa vie. En toute rigueur, le taux de profit ne peut être connu qu'après la période d'utilisation de l'actif. L'approche économique vise à expliquer le comportement des agents économiques, c'est-à-dire dans le domaine qui nous intéresse, leurs décisions d'acquiescer ou de vendre des actifs. Celles-ci ne peuvent être prises qu'en comparant la valeur de l'actif sur le marché à leurs prévisions de revenus futurs.

Le premier point important est celui-ci : lorsqu'il s'agit d'étudier le comportement des agents, le taux de profit pertinent est un taux prévisionnel.

Le taux de profit effectif n'est connu que bien après la décision et ne peut donc l'influencer. Puisque chaque agent est libre de réaliser ses propres prévisions il peut y avoir autant de taux de profit prévisionnels que d'agents. Au niveau macroéconomique, il est donc impossible de parler d'un taux de profit prévisionnel unique.

L'approche microéconomique

L'étude de la détermination du profit nécessite de faire appel à des considérations qui relèvent aussi bien de la microéconomie que de la macroéconomie. Traditionnellement, deux approches coexistent en microéconomie. La première se situe dans le cadre de rendements décroissants, c'est-à-dire de coûts unitaires de production croissant avec les quantités produites. Dans ce modèle, l'entreprise va commencer à produire si le prix du marché est supérieur au coût de production unitaire, puis elle va développer sa production jusqu'à ce que le niveau des coûts atteigne le prix du marché. Dans ces conditions, le profit réalisé est positif pour toutes les unités produites à l'exception de la dernière pour laquelle le profit est nul. Le profit global de l'entreprise est alors positif.

La deuxième approche se situe dans le cadre de rendements constants, c'est-à-dire dans le cas où toutes les unités produites ont le même coût. La théorie microéconomique démontre que le profit est alors nul. En effet, sous l'hypothèse que l'entreprise cherche à maximiser son profit, un profit positif aurait pour conséquence d'inciter l'entreprise à augmenter sans cesse sa production jusqu'à la rendre infinie.

Ces deux approches peuvent paraître incompatibles, pourtant elles ne le sont pas réellement. Les rendements décroissants ne peuvent apparaître que lorsque l'un des facteurs de production, par exemple les bâtiments, ne croît pas aussi vite que la production, ce qui rend cette dernière de moins en moins efficace. Ce modèle est typiquement un modèle de court terme où le capital de l'entreprise est fixe. En effet, à moyen terme, on voit mal pourquoi une entreprise qui doublerait tous ses moyens de production ne verrait pas sa production et ses coûts doubler également. Rappelons, en

effet, que l'hypothèse de base de la microéconomie est qu'une entreprise particulière n'a pas d'impact sensible sur le marché et qu'elle peut donc acheter et vendre autant qu'elle le souhaite sans influencer sur les prix. Un modèle de moyen terme sera naturellement un modèle à rendements constants puisque l'entreprise peut investir pour augmenter ses capacités de production.

Les profits seraient-ils donc positifs à court terme et nuls à moyen terme ? En fait non, car les deux approches ne font pas référence à la même définition du profit.

Dans les deux cas, le raisonnement doit être tenu en termes de coût marginal, c'est-à-dire du coût de production d'une unité supplémentaire. Dans une approche de court terme, le coût marginal ne comprend pas les frais financiers, du moins si nous négligeons les frais liés au financement du fonds de roulement. En effet, si l'on suppose que le capital reste inchangé, les intérêts payés par l'entreprise sur les emprunts qui ont financé les investissements sont des coûts fixes et non des coûts marginaux puisqu'ils doivent de toute manière être payés indépendamment du niveau de la production. Les dividendes, quant à eux, ne correspondent pas à des éléments de coût mais à une distribution des profits.

Dans une approche de moyen terme, les choses sont différentes. En effet, pour augmenter sa production l'entreprise doit non seulement accroître ses consommations intermédiaires et ses salaires, mais aussi investir pour accroître sa capacité de production. L'entreprise prendra la décision d'investir ou non en comparant deux taux : le taux de profit qu'elle pense tirer de son investissement et le taux de rendement des actifs financiers disponibles sur le marché. Le profit correspond ici au revenu que l'entreprise tire de son investissement avant paiement des frais financiers générés par son investissement. Pour simplifier, nous supposons que le taux de rendement des actifs financiers déterminé par le marché est unique.

Pour financer ses investissements l'entreprise peut choisir entre un appel à l'emprunt, une augmentation de capital par émission d'actions ou le recours à l'autofinancement. Si l'entreprise fait appel à l'emprunt elle devra payer des intérêts, si elle émet des actions elle devra payer des dividendes à ses nouveaux actionnaires, si elle fait appel à l'autofinancement elle renonce aux revenus qu'elle aurait pu obtenir en acquérant des actifs financiers plutôt qu'en investissant. Dans tous les cas, du point de vue des actionnaires de l'entreprise, c'est-à-dire du point de vue de ceux qui, au moins en théorie, décident de l'investissement, ces éléments apparaissent comme des coûts. En effet, les intérêts payés viennent en déduction du bénéfice et donc du revenu des actionnaires, l'émission d'actions correspond à un partage du bénéfice avec de nouveaux actionnaires et l'autofinancement correspond à un manque à gagner.

À moyen terme et sous les hypothèses retenues par la microéconomie, la libre concurrence sur le marché impose que le taux de profit prévisionnel que l'entreprise espère tirer d'un nouvel investissement soit au moins égal au taux de rendement des actifs financiers tel qu'il est effectivement déterminé par le marché. En effet, l'entreprise ne peut pas entreprendre un investissement générant un taux de profit inférieur au taux de rendement financier car elle aurait alors intérêt à acheter des actifs financiers plutôt que de réaliser cet investissement.

Que se passe-t-il si le taux de profit de l'investissement est supérieur au taux de rendement des actifs financiers déterminé par le marché ? Si l'investissement est financé par émission d'actions, chaque nouvelle action donne droit à une part du bénéfice de l'entreprise, son prix au moment de l'émission étant déterminé par le marché de telle manière que le rapport entre la part du bénéfice auquel elle donne droit et son prix soit égal au taux de rendement des actifs financiers déterminé par le marché. Si le taux de rendement des actifs financiers est faible, les nouveaux actionnaires se contenteront d'une part des bénéfices relativement faible, ce qui profitera aux anciens actionnaires.

Par exemple, si le taux de rendement financier sur le marché est de 8% et que le taux de profit d'un nouvel investissement est de 10%, un investissement de 100 rapportera un bénéfice supplémentaire de 10 mais les nouveaux actionnaires se contenteront d'une rémunération au taux du marché, c'est-à-dire de 8, la différence de 2 viendra augmenter la rémunération des anciens actionnaires. Si le nouvel investissement était de 1000 les anciens actionnaires augmenteraient leur rémunération de 20. Le phénomène est le même si l'investissement est financé par l'emprunt, il s'agit de l'effet de levier bien connu qui profite également aux actionnaires.

Ainsi, si le taux de profit généré par l'investissement de l'entreprise était supérieur au taux de rendement des actifs financiers, les actionnaires de l'entreprise auraient intérêt à faire croître le plus possible leur investissement, c'est-à-dire si l'on accepte le point de vue de la microéconomie selon lequel une entreprise particulière ne peut pas influencer le marché, jusqu'à l'infini, niveau où le point de vue de la microéconomie n'est plus acceptable.

Ce raisonnement par l'absurde montre que les hypothèses retenues par la microéconomie sont incompatibles avec l'existence d'un taux de profit des investissements supérieur au taux de rendement des actifs financiers. Comme nous avons vu que le taux de profit des investissements ne peut pas non plus être inférieur au taux de rendement des actifs financiers, nous pouvons en déduire que les hypothèses retenues par la microéconomie impliquent que le taux de profit des nouveaux investissements est nécessairement égal au taux de rendement des actifs financiers déterminé par le marché.

En fait, ce raisonnement montre que l'égalité entre le taux de profit généré par les actifs de l'entreprise et le taux de rendement des actifs financiers sur le marché est la seule possibilité pour que, à moyen terme, la production de l'entreprise soit différente de zéro ou de l'infini. Dans ce cas, le niveau de production de l'entreprise lui est indifférent, si bien que le niveau de production global ne peut être déterminé qu'au niveau macroéconomique.

Notons qu'il y a deux manières de concevoir ce résultat, la première est de considérer que le financement d'un nouvel investissement représente un coût pour les actionnaires qui le décident, ce qui conduit à un profit nul n'incitant pas l'entreprise à se développer, la seconde est de considérer que ce que cherche à maximiser une entreprise n'est pas son profit global mais son profit par action car, pour chaque actionnaire, c'est ce critère et non le profit global qui importe, si bien qu'à moyen terme la taille de l'entreprise, et donc son niveau de production, lui apparaissent sans importance. Dans la suite de

l'exposé nous n'utiliserons la notion de profit que comme la rémunération du capital au sens large, c'est-à-dire sans déduction des revenus de la propriété.

Le niveau macroéconomique

Négligeons dans un premier temps les impôts et supposons que les seuls facteurs de production soient le capital fixe et le travail. Au niveau macroéconomique, le profit apparaît alors principalement comme le résultat du partage de la valeur ajoutée entre salariés et propriétaires du capital, si bien qu'il est difficile d'étudier le profit sans étudier dans le même temps la détermination des salaires.

Au niveau global, c'est la loi de l'offre et de la demande qui détermine les prix aussi bien sur le marché du travail que sur ceux des biens et des actifs financiers. Le travail est une source de revenu pour les salariés mais il réduit leur temps disponible pour les loisirs et est pénible. Une hausse du taux de salaire horaire génère pour les salariés un revenu supplémentaire qui va pouvoir compenser de nouveaux sacrifices en termes de loisirs et de pénibilité, elle amène donc généralement à une hausse de l'offre de travail.

Cependant, il est possible, au moins en théorie, qu'après une hausse du taux de salaire les salariés préfèrent travailler moins pour accroître leurs loisirs tout en maintenant leur niveau de vie. Inversement, une baisse du taux de salaire horaire peut conduire à une baisse de l'offre de travail mais elle peut également conduire à une hausse si les salariés sont si pauvres qu'ils doivent compenser la baisse du taux de salaire par plus travail afin de conserver un niveau de vie acceptable. Pour les entreprises, la hausse du taux de salaire a pour conséquence une réduction de leur demande de travail, sa baisse se traduit par une hausse de la demande.

En période de croissance, plus on se rapproche du plein emploi et plus les entreprises doivent augmenter le taux de salaire pour satisfaire leur demande de travail. Si les salariés ne répondent pas à la hausse du taux de salaire par un accroissement de leur offre de travail, la croissance se bloque. Si les salariés répondent à cette hausse du taux de salaire par une hausse de leur offre de travail, la croissance peut se poursuivre, mais avec des taux de profit diminués si l'on suppose les prix des produits et les techniques de production inchangés.

La hausse des salaires n'est cependant pas le seul élément susceptible de réduire le profit lorsque le niveau de production s'accroît. Les consommateurs peuvent, en effet, être réticents à accroître leur consommation s'ils estiment avoir atteint leur niveau de saturation. Dans ce cas, les entreprises peuvent être amenées à baisser leur prix pour poursuivre leur croissance. Là encore, ce sera au prix d'une baisse des taux de profit.

La rareté des ressources naturelles peut également être la cause de la baisse du taux de profit lorsque le niveau de la production s'élève. Les ressources naturelles, par exemple les terrains, constituent un élément du capital productif des entreprises mais elles diffèrent du capital fixe en ce qu'elles ne peuvent pas être produites. Lorsque les économistes classiques évoquaient la baisse des taux de rendement ils faisaient toujours référence à la rareté des terres cultivables et à la nécessité de mettre en exploitation des terres de moins en moins fertiles pour accroître la production. Ce sont alors les coûts de

production unitaires exprimés en unités physiques qui augmentent et non plus seulement leurs prix.

En l'absence de progrès technique, la rareté des facteurs de production impose un plafond à la production. L'analyse précédente montre que plus la production se rapproche de ce plafond et plus le profit baisse. Cela soulève trois questions : la première est de savoir si la production peut atteindre son plafond, la deuxième est de savoir si elle peut s'y maintenir, la troisième est de savoir jusqu'à quel niveau le taux de profit va descendre.

La théorie keynésienne montre que deux obstacles peuvent empêcher la production d'atteindre son plafond : le taux de rendement des actifs financiers et l'insuffisance de la demande. Lorsque le taux de profit baisse, l'investissement devient moins attractif, les entreprises ont moins besoin de financement, si bien que leur offre de titres baisse aussi. La loi de l'offre et de la demande va faire monter le prix des titres, c'est-à-dire baisser leur taux de rendement. Ce raisonnement pourrait nous amener à penser que le rendement des actifs financiers suit nécessairement la baisse du taux de profit. Malheureusement, ce n'est pas le cas pour une raison fondamentale : l'offre de titres ne provient pas uniquement des entreprises, les ménages qui détiennent des titres sont potentiellement aussi bien offreurs que demandeurs de titres.

Ainsi, même si l'offre de titres par les entreprises est nulle, l'offre de titres par les ménages ne l'est pas et le prix des titres va se stabiliser, si bien que le taux de rendement des actifs financiers ne descendra jamais en-dessous d'un certain plancher. Ce plancher est également un plancher pour le taux de profit puisque l'entreprise a toujours la possibilité d'acquérir des titres plutôt que d'investir. Il se peut donc que lorsque le niveau de la production s'élève, le taux de profit atteigne son plancher et bloque la croissance de la production avant que celle-ci n'ait atteint son plafond. Le taux de rendement que procure la spéculation financière constitue également un plancher indépendant du mécanisme d'offre et de demande de titres.

L'insuffisance de la demande constitue cependant le principal obstacle à la croissance de la production. En effet, le multiplicateur keynésien met en évidence le lien entre le niveau de la production et celui de l'investissement, plus précisément celui de l'investissement net. Ainsi, au niveau maximum de la production correspond un investissement net donné. Rien ne garantit que l'investissement net réel puisse effectivement atteindre ce seuil. En effet, l'investissement net est lui-même dépendant des perspectives de croissance. Plus la production se rapproche de son plafond, plus les perspectives de croissance diminuent et moins l'investissement net devient utile. En effet, un investissement ne peut être entrepris que s'il a pour conséquence d'accroître le niveau de la production, dans le cas contraire il se traduirait par des coûts inutiles pour l'entreprise.

Le principal enseignement de la théorie keynésienne est certainement de montrer que, en l'absence de progrès technique, la production ne peut se maintenir à son niveau maximum, elle ne peut d'ailleurs se maintenir de manière durable à aucun niveau. En effet, la stabilité de la production implique des perspectives de croissance nulles, si bien que l'investissement net ne peut être positif. L'épargne des ménages est alors nulle, ce

qui n'est compatible qu'avec un niveau très faible du revenu et de la production. Il arrive donc nécessairement un moment où la croissance s'arrête et où commence une phase de décroissance.

Lors des phases de décroissance, il faut remettre en cause l'hypothèse selon laquelle l'entreprise redistribue tout son revenu aux ménages. En effet, il se peut que la production diminue plus rapidement que le capital fixe, ce qui a pour conséquence de faire apparaître des capacités de production excédentaires. Or, dans ce contexte, la consommation de capital fixe devient un coût fixe pour l'entreprise puisqu'elle n'a pas intérêt à renouveler son capital. Le coût marginal est alors égal à la somme des consommations intermédiaires et des salaires. Puisque les entreprises vont fixer leur prix de vente de telle manière qu'il soit égal au coût marginal, la valeur de la production est aussi égale à la somme des consommations intermédiaires et des salaires, c'est-à-dire que la valeur ajoutée brute est égale aux seuls salaires. Pour calculer le bénéfice des entreprises, il faut déduire de la valeur ajoutée brute les salaires, la consommation de capital fixe et les intérêts payés. Le bénéfice devient alors une perte égale à la somme de la consommation de capital fixe et des intérêts payés. Puisque les entreprises réalisent des pertes, elles ne distribuent pas de dividendes, le revenu qu'elles distribuent est égal à la somme des salaires et des intérêts. On a donc :

$$(1) VAB = S$$

où VAB désigne la valeur ajoutée brute et S les salaires,

$$(2) VAB = C + I$$

où C désigne la consommation finale et I l'investissement brut.

Puisque l'investissement brut est nul, les équations (1) et (2) donnent :

$$(3) S = C$$

Mais, si nous désignons par RM le revenu des ménages et supposons une fonction de consommation simplifiée :

$$(4) C = a.RM$$

On a :

$$(5) S = a.RM$$

Par ailleurs :

$$(6) RM = S + i$$

où i désigne les intérêts payés par les entreprises.

En combinant les équations (5) et (6) nous obtenons :

$$(7) \text{ RM} = i / (1-a)$$

On retrouve ici la formule du multiplicateur keynésien mais l'investissement est remplacé par les intérêts payés. Dans la mesure où ces intérêts sont liés au capital, ils sont amenés à décroître avec lui. Ainsi, le fait que les entreprises distribuent plus de revenus que leur valeur ajoutée ralentit la chute de l'activité mais ne l'arrête pas. La reprise n'interviendra que lorsque le capital fixe aura suffisamment diminué pour que les perspectives de croissance redeviennent crédibles et justifient de nouveaux investissements.

En conclusion de cette analyse nous pouvons noter deux points, le premier est que le profit est très largement lié à la croissance, le second est qu'en période de récession aucune baisse du taux de salaire ne peut permettre de rétablir le profit puisque, sous l'hypothèse de concurrence parfaite, la fixation du prix au coût marginal a pour conséquence que toute baisse des salaires se traduit, non pas par une hausse des profits, mais par une baisse des prix.

Microéconomie et macroéconomie

L'étude précédente montre que la microéconomie et la macroéconomie donnent des visions très différentes de l'économie. En effet, alors que la microéconomie montre que la loi de l'offre et de la demande assure un équilibre général correspondant à la meilleure situation possible, la macroéconomie présente un monde instable où périodes de croissance et de dépressions se succèdent. Il est important de comprendre l'origine profonde de ce désaccord.

La spécificité de la macroéconomie réside principalement dans l'introduction de la problématique de l'accumulation au cœur de son raisonnement, alors que celle-ci reste très largement ignorée de la microéconomie. Plus précisément, la théorie keynésienne montre comment les volontés d'accumuler des entreprises et des ménages peuvent devenir incompatibles. L'accumulation des entreprises se fait sous la forme de capital fixe, c'est-à-dire sous une forme réelle, l'accumulation des ménages se fait sous la forme de titres, c'est-à-dire sous une forme purement financière. Soulignons ici que les ménages dont il est question ici sont des ménages purs et que les investissements en capital fixe qu'ils réalisent sont considérés comme les investissements d'entreprises individuelles. Les investissements en logement des ménages sont également assimilés à des investissements d'entreprises individuelles car les ménages consomment, non leurs logements, mais les services qu'ils rendent.

Les logiques d'accumulation des entreprises et des ménages sont très différentes, le problème est qu'au niveau global l'accumulation effective des entreprises et celle des ménages sont liées par une contrainte forte, l'égalité entre l'investissement net et

l'épargne. Cette égalité signifie, en effet, que l'accumulation des entreprises et celle des ménages sont égales en valeur. Mais l'accumulation des entreprises est liée à leurs perspectives de croissance alors que l'accumulation des ménages est liée à leur revenu. Ainsi, lorsque le niveau de la production s'élève et se rapproche de son plafond potentiel, d'une part les perspectives de croissance des entreprises diminuent et donc leur désir d'accumuler, d'autre part le revenu des ménages augmente et donc également leur désir d'accumuler. Il arrive nécessairement un moment où apparaît une contradiction. Aucun équilibre stationnaire n'est cependant possible car un tel équilibre correspond à des perspectives de croissance nulles pour les entreprises, et donc à un désir d'accumuler nul, alors que le désir d'accumuler des ménages ne s'éteint qu'avec la pauvreté la plus extrême.

Le cœur du problème réside, en fait, dans la volonté des ménages d'accumuler de la richesse sous une forme financière et non sous la forme de biens produits. Si, par exemple, les ménages voulaient accumuler de la richesse en achetant des voitures, d'une part cette accumulation génèrerait une production, d'autre part ils s'apercevraient rapidement que leur accumulation n'est plus possible car tout leur revenu serait consacré au maintien en état de leur parc de voitures.

En décidant d'accumuler de la richesse sous forme de titres et de monnaie, les ménages laissent aux entreprises l'initiative de fixer le niveau de l'accumulation globale. Ils peuvent influencer l'investissement car ce sont eux qui le financent mais ils ne peuvent pas le déterminer. Plus précisément, en refusant leur financement, les ménages peuvent bloquer l'investissement des entreprises mais ils n'ont aucun moyen d'obliger les entreprises à investir. Ils sont en cela dans la même situation qu'un banquier qui peut empêcher un client d'acquérir un logement en lui refusant un crédit mais qui ne peut en aucune façon obliger son client à acquérir un logement.

En accumulant de la richesse sous forme de titres qui sont supposés ne pas se déprécier au cours du temps, les ménages ont l'illusion que l'accumulation de richesse est potentiellement illimitée, la crise naît de la confrontation de cette illusion à la réalité d'une accumulation nécessairement limitée.

La microéconomie décrit une économie où les ménages cherchent à maximiser leur utilité, celle-ci étant liée à leur consommation. Elle ne fait donc aucune place aux titres financiers car ceux-ci n'ont pas d'utilité par eux-mêmes. La microéconomie ne peut comprendre l'achat d'un titre financier par un ménage que comme un moyen de différer dans le temps sa consommation. Ainsi, les analyses microéconomiques supposent souvent que les ménages épargnent pendant leur période d'activité et désépargnent pendant leur retraite. En faisant cette hypothèse, elles supposent que les ménages n'épargnent pas sur l'ensemble de leur vie et qu'ils meurent donc avec un capital égal à celui qu'ils possédaient à leur naissance. Implicitement, cette hypothèse revient à dire que l'épargne des ménages est nulle en régime stationnaire.

Les microéconomistes ont cherché à rendre leur hypothèse plus réaliste en tenant compte de l'héritage et d'une maximisation de la consommation sur plusieurs

générations, mais cela n'enlève rien à la question fondamentale : pourquoi les ménages épargnent-ils ?

Si les ménages épargnent pour étaler dans le temps leur consommation, la microéconomie est pertinente, si les ménages épargnent pour d'autres motifs, ou plus précisément s'ils n'épargnent pas uniquement pour ce motif, la microéconomie n'est pas pertinente et il vaut mieux se tourner vers la macroéconomie.

Il fut un temps où l'avarice et la thésaurisation étaient condamnées par la morale, c'est donc qu'il existait au moins une catégorie de personnes qui n'épargnaient pas uniquement pour différer leur consommation. Aujourd'hui encore, les milliardaires qui se sont constitués une immense fortune au cours de leur vie aspirent-ils toujours à mourir aussi pauvres qu'à leur naissance dès lors qu'ils n'ont pas d'héritiers ? La richesse ne procure-t-elle que l'avantage d'une forte consommation ? Certains ne cherchent-ils pas dans la richesse une source de pouvoir ou de reconnaissance sociale ?

La microéconomie et la macroéconomie sont toutes deux tout à fait logiques mais elles ne décrivent pas le même monde. Chacun peut se faire lui-même son opinion et décider qui de la microéconomie ou de la macroéconomie décrit le mieux la réalité dans laquelle nous vivons.

La croissance

Comme nous venons de le voir, la croissance joue un rôle fondamental dans la théorie keynésienne et, plus généralement, en macroéconomie : puisqu'un régime stationnaire est impossible, la croissance apparaît comme le seul moyen d'éviter les récessions et les crises économiques. Cela explique pourquoi les économistes les plus optimistes adoptent généralement des modèles macroéconomiques fondés sur l'hypothèse d'une croissance perpétuelle, mais cette hypothèse est-elle réellement crédible ? Y répondre suppose de revenir sur la notion aujourd'hui si controversée de croissance, en particulier sur ses aspects qualitatifs.

Toute économie repose sur la combinaison de deux facteurs : le travail et les ressources naturelles. Le capital fixe qui est généralement nécessaire à la production est lui-même produit à partir de ces deux facteurs et ne joue donc qu'un rôle d'intermédiaire dans le processus de production. Le travail et les ressources naturelles étant nécessairement limités, faire croître la production indéfiniment suppose d'être capable de faire croître également indéfiniment, d'une part la production par heure travaillée, c'est-à-dire la productivité du travail, d'autre part la production par unité de ressources naturelles disponibles.

S'il n'y avait qu'un seul produit dans l'économie, ces deux conditions apparaîtraient difficiles à réunir. Il serait alors irréaliste d'envisager que la croissance puisse se poursuivre indéfiniment et cela d'autant plus qu'elle finirait nécessairement par se heurter à l'inévitable saturation de la consommation. Quelles que soient les baisses de

prix, on imagine mal un ménage acheter dix voitures par mois ou une tonne de viande par jour. Ce raisonnement est vrai pour tous les produits.

Mais il n'y a pas qu'un seul produit dans l'économie, tous les jours des produits apparaissent, d'autres disparaissent, si bien que la croissance de la production n'est pas seulement quantitative, mais aussi qualitative. C'est uniquement grâce à sa dimension qualitative qu'une croissance durable est envisageable.

Lorsqu'un nouveau produit apparaît, il peut créer une demande nouvelle, c'est-à-dire rendre possible la poursuite de la croissance en retardant la saturation de la consommation. Mais s'il ne fait que s'ajouter aux produits existants, le nouveau produit se trouvera très rapidement confronté à la rareté du travail et des ressources naturelles. Pour qu'un nouveau produit contribue durablement à la croissance, il faut donc qu'il se substitue à un autre produit, ce qui libère la main-d'œuvre et les ressources naturelles nécessaires à sa production. Cependant, il ne suffit pas que le nouveau produit en chasse un ancien pour générer de la croissance, il faut également qu'il se traduise par un investissement supplémentaire, ou plus précisément par un investissement net supplémentaire, car c'est le niveau de l'investissement net qui détermine à moyen terme le niveau d'activité.

Il existe ainsi certaines circonstances où l'apparition de nouveaux produits ne contribue pas à la croissance. C'est le cas lorsque le nouveau bien ou service peut être produit avec le même capital fixe. Par exemple, la production d'un nouveau modèle de vêtement ne nécessite généralement pas l'acquisition de nouvelles machines. Le nouveau produit se substitue alors à l'ancien parce qu'il correspond mieux aux attentes de la clientèle, mais il ne relève généralement pas sensiblement le niveau de l'activité globale.

Pour comprendre le rôle des nouveaux produits, nous pouvons considérer une économie où les entreprises se classeraient en trois groupes :

- ▶ les entreprises engagées dans de nouvelles activités ;
- ▶ les entreprises engagées dans des activités anciennes mais stables ;
- ▶ les entreprises engagées dans des activités en fin de vie.

Pour qu'un nouveau produit puisse en chasser un ancien, il faut qu'à coût égal, il intéresse davantage les consommateurs, c'est-à-dire qu'il puisse être vendu à un prix supérieur. Il dégagera alors des bénéfices substantiels et justifiera des investissements importants. Ainsi, les entreprises engagées dans de nouvelles activités se caractérisent le plus souvent par des profits élevés et une formation brute de capital fixe importante. Comme leurs activités sont nouvelles, leur capital fixe installé, et donc leur consommation de capital fixe, sont encore relativement faibles. Ainsi, c'est non seulement l'investissement brut de ces entreprises, mais également leur investissement net qui est fort, si bien que leur impact sur l'économie est particulièrement positif.

Les entreprises engagées dans des activités stables réalisent elles aussi des profits, souvent moins importants, mais elles se caractérisent surtout par la stabilité de leur capital fixe, la formation brute de capital fixe étant seulement destinée à remplacer les

actifs en fin de vie. Leur investissement net est donc nul et elles n'ont pas d'impact sur le niveau de l'activité globale.

Les entreprises engagées dans des activités en fin de vie sont contraintes de baisser leurs prix et réalisent souvent des pertes. Comme elles ne renouvellent pas leur capital fixe, leur investissement brut est nul. Puisque leur capital fixe installé reste généralement important, leur consommation de capital fixe le reste également, si bien que leur investissement net est négatif. Cela veut-il dire que leur impact sur l'activité soit négatif ?

En fait, la réponse est non et il s'agit là d'un point fondamental qui mérite d'être développé. Les entreprises engagées dans des activités en fin de vie sont souvent confrontées à une baisse importante de la demande, si bien que leur capital fixe devient excédentaire par rapport à leurs besoins. Dans ces conditions, si nous faisons l'hypothèse d'une concurrence parfaite, elles sont amenées, comme nous l'avons vu précédemment, à baisser leurs prix de telle manière que la valeur de leur production soit égale à la somme des consommations intermédiaires et des salaires. En effet, la consommation de capital fixe apparaît alors comme un coût fixe qui ne doit pas être pris en compte dans la détermination du prix de vente. Mais, pour calculer le bénéfice des entreprises, c'est l'ensemble de leurs coûts qu'il faut déduire de la valeur de leur production et non seulement leurs coûts variables. Il faut donc déduire de la production les consommations intermédiaires, les salaires, la consommation de capital fixe et les intérêts payés. Le bénéfice est alors négatif, c'est une perte égale à la somme de la consommation de capital fixe et des intérêts payés. Puisqu'elles réalisent des pertes, les entreprises engagées dans des activités en fin de vie ne vont pas distribuer de dividendes et les revenus qu'elles versent aux ménages sont égaux à la somme des salaires et des intérêts payés.

Pour montrer l'impact des différents groupes d'entreprises nous pouvons réaliser un tableau où Ent1 désigne le groupe d'entreprises engagées dans de nouvelles activités, Ent2 le groupe d'entreprises engagées dans des activités stables, Ent3 le groupe d'entreprises engagées dans des activités en fin de vie. Dans ce tableau P désigne la production, RM le revenu distribué aux ménages, S les salaires, CCF la consommation de capital fixe et B les bénéfices. Nous avons négligé les consommations intermédiaires et les intérêts payés pour simplifier l'exposé.

	P	RM	P-RM
Ent1	$S1+CCF1+B1$	$S1+B1$	CCF1
Ent2	$S2+CCF2+B2$	$S2+B2$	CCF2
Ent3	$S3$	$S3$	0

On déduit de ce tableau que pour l'ensemble de l'économie, on a :

$$(1) P = RM + CCF1 + CCF2$$

Par ailleurs :

$$(2) P = C + I = C + I1 + I2 + I3$$

où C désigne la consommation des ménages et I l'investissement brut.

Si on fait l'hypothèse d'une fonction de consommation simplifiée, on a également :

$$(3) C = a.RM$$

en combinant les équations (1), (2) et (3) on obtient :

$$(4) RM + CCF1 + CCF2 = a.RM + I1 + I2 + I3$$

Or, $CCF2 = I2$ car les entreprises du groupe 2 ont un capital fixe constant, et $I3=0$ car les entreprises du groupe 3 n'investissent plus.

On en déduit :

$$(5) RM = (I1 - CCF1) / (1-a)$$

Cette formule montre que l'effet multiplicateur subsiste et qu'il ne dépend que de l'investissement net des entreprises engagées dans les nouvelles activités.

Ce résultat est remarquable car on aurait pu s'attendre à ce que l'investissement net négatif des entreprises du groupe 3 annule l'investissement net positif du groupe 1. En fait, il n'en est rien car les bénéfices et les pertes ne jouent pas des rôles symétriques. En effet, si les bénéfices des entreprises génèrent des revenus positifs pour les ménages sous forme de dividendes, les pertes des entreprises ne donnent pas lieu à des distributions de revenu négatives. Ainsi, les entreprises engagées dans des activités en fin de vie jouent un rôle fondamental dans la croissance, d'une part parce qu'elles libèrent de la main-d'œuvre et des ressources naturelles pour les nouvelles activités, d'autre part parce qu'elles distribuent aux ménages des revenus supérieurs à leur valeur ajoutée nette.

Il faut cependant préciser ce résultat, le raisonnement que nous venons de présenter s'applique à des entreprises et non à des produits. Si de nouveaux produits et des produits en fin de vie coexistent dans la même entreprise, les pertes réalisées sur les produits en fin de vie vont se déduire des profits réalisés sur les nouveaux produits et donc du revenu des ménages, atténuant ainsi les effets positifs des nouveaux investissements.

Les difficultés des entreprises engagées majoritairement dans des activités en fin de vie ont une autre conséquence : la valeur de leurs actions sur le marché va chuter. Or, nous avons vu que la valeur globale des titres était liée à la masse monétaire. Puisque la chute de la valeur des actions de certaines entreprises n'a pas d'impact direct sur la masse monétaire, on peut en déduire qu'elle n'a pas non plus d'impact sur la valeur globale des titres. En d'autres termes, la chute de la valeur de ces actions sera compensée par la hausse de la valeur des autres titres, ce qui est équivalent à une baisse du taux d'intérêt et est donc favorable au financement de l'investissement dans les nouvelles activités.

Cependant, si les entreprises en difficulté remboursent progressivement leurs dettes auprès du système bancaire, on assistera à une décroissance de la masse monétaire qui pèsera sur la valeur globale des actifs financiers. À l'inverse, si les entreprises en difficulté font faillite, il est possible qu'elles ne soient pas en mesure de rembourser leurs dettes, ce qui a pour conséquence de maintenir la masse monétaire à son niveau et donc le niveau global des actifs financiers ; l'effet positif sur le financement de l'investissement dans les nouvelles activités est alors maximal.

Ainsi, les nouveaux produits rendent possible une poursuite de la croissance s'ils chassent d'autres produits du marché. Cependant trois remarques s'imposent.

La première porte sur le lien entre croissance et progrès. Il est habituel de présenter la croissance comme l'une des causes principales de l'amélioration des conditions de vie des ménages. C'est souvent vrai, mais il faut cependant préciser la situation de référence par rapport à laquelle est défini le progrès.

Par exemple, considérons deux produits, les calèches et les voitures automobiles. Au début, seules sont produites des calèches, puis apparaissent les automobiles. Les automobiles, beaucoup plus performantes, vont se substituer aux calèches, si bien que les entreprises qui produisaient des calèches vont faire faillite. Cela génère une première phase de croissance qui est généralement considérée comme un progrès pour les ménages. Mais, supposons maintenant que le pétrole s'épuise, l'industrie automobile va disparaître et les calèches vont se substituer aux automobiles, ce qui génère une nouvelle phase de croissance. C'est maintenant la calèche qui apparaît comme un progrès par rapport à l'automobile puisqu'elle peut fonctionner sans pétrole. Pourtant, cela ne signifie pas que les ménages préfèrent la nouvelle situation à l'ancienne, simplement ils doivent s'adapter au mieux à l'évolution de leur environnement et la calèche leur apparaît le produit le mieux adapté pour cela.

La deuxième remarque porte sur le caractère durable de la croissance. Rien ne peut garantir que de nouveaux produits généreront des investissements suffisants pour garantir le plein emploi. Cela a été le cas lors de périodes relativement longues après de grandes inventions comme la machine à vapeur ou le moteur à explosion qui ont toutes deux permis d'utiliser intensivement les ressources naturelles. Mais, d'une part le progrès est rarement linéaire, et des périodes de surinvestissement peuvent être suivies de périodes de dépression, d'autre part les nouveaux produits peuvent générer un investissement insuffisant pour maintenir le plein emploi.

Ainsi, dans notre exemple, ce n'est pas la faillite des entreprises produisant des calèches qui explique l'impact de l'automobile sur la croissance, mais l'engouement suscité par ce nouveau produit qui a révolutionné la vie de bien des ménages, mobilisant les énergies et les imaginations, justifiant les plus grands sacrifices en termes de travail et de risque, tirant l'investissement et toute l'économie pendant des décennies. À l'inverse, les calèches doivent être tirées par des chevaux qui nécessitent des ressources importantes en terres pour les nourrir, la croissance de leur production se heurtera donc rapidement à la rareté des ressources naturelles et elle ne pourra jamais avoir un effet sur l'investissement comparable à celui qu'a eu l'automobile.

La troisième remarque porte sur l'impact positif des faillites. Lorsque celles-ci sont trop nombreuses elles peuvent se traduire par une baisse du revenu global des ménages telle que la conjoncture économique apparaisse si dégradée que les investisseurs soient amenés à différer leurs projets, même ceux portant sur de nouveaux produits pourtant potentiellement prometteurs. Les faillites n'auront alors aucun impact positif sur la croissance, au contraire elles génèreront une récession.

Ainsi, si la dimension qualitative de la croissance apparaît comme l'une de ses composantes essentielles, rien ne permet réellement de penser qu'elle puisse lui conférer en toutes circonstances un caractère durable. Retenir l'hypothèse d'une croissance perpétuelle peut alors apparaître comme l'expression d'un optimisme peu raisonnable, ou même comme un moyen de supposer dès le départ le problème résolu.