

# La théorie keynésienne

## Un rôle fondamental pour la comptabilité nationale

La comptabilité nationale doit beaucoup à la théorie keynésienne, elle lui doit ses concepts fondamentaux, son approche macroéconomique mais aussi ses moyens d'existence car, historiquement, les états n'ont accepté de consacrer des moyens importants au développement de services de comptabilité nationale que parce qu'ils étaient nécessaires à la mise en œuvre des politiques économiques basées sur la théorie keynésienne. L'essentiel de sa théorie a été présentée par John Maynard Keynes en 1936 dans son ouvrage : "Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et la monnaie", elle a connu un succès considérable après la guerre puisqu'elle a constitué la base théorique des politiques économiques mises en place dans de nombreux pays. Son influence a ensuite progressivement décliné avec le triomphe du libéralisme, la mondialisation et la financiarisation de l'économie. La crise actuelle lui donne une nouvelle jeunesse et, en hommage à son fondateur, un comptable national ne pouvait faire moins que la présenter à nouveau, mais à sa manière, assez différente de celle sous laquelle on peut la trouver dans les manuels d'économie.

## L'égalité entre l'épargne et l'investissement

Keynes montre d'une manière indiscutable que, dans une économie fermée, l'épargne globale est nécessairement égale à l'investissement global. Cette égalité qui constitue l'un des piliers de la théorie keynésienne et de la comptabilité nationale 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 change de nature. Etant 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. A 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 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. Pour un comptable national, il s'agit plus précisément de l'égalité entre le revenu et la valeur ajoutée nette. Rappelons que cela n'est vrai que dans une économie fermée, sans relations avec l'extérieur, ce qui peut paraître réduire considérablement la portée de la théorie keynésienne dans une économie mondialisée. On peut, au contraire, penser que la mondialisation redonne une nouvelle jeunesse à cette théorie car l'économie mondiale prise dans son ensemble n'est rien d'autre qu'une économie fermée.

Dans tous ses développements, Keynes raisonne clairement en termes de valeurs nettes au sens de la comptabilité nationale, c'est-à-dire après déduction de la consommation de capital fixe, mais, dans un souci de simplicité, nous commencerons l'exposé par des valeurs brutes.

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. Cette approche représente le point de vue juridique.

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 et non le contraire. 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 découle directement de l'égalité entre le revenu et la valeur ajoutée. En effet, 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,

$$P = CI + CF + FBCF + \Delta Stock$$

peut encore s'écrire :

$$P - CI = CF + FBCF + \Delta Stock$$

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 :

$$(4) E = I$$

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. 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.

## Le modèle keynésien simplifié

Considérons une économie composée uniquement d'entreprises et de ménages, les entreprises redistribuant 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 supposons pour simplifier l'exposé que la consommation intermédiaire est nulle.

Nous pouvons reprendre l'égalité précédente :

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

Cette équation est strictement comptable et donc toujours vérifiée quelles que soient les conditions économiques. Nous allons la compléter par une relation de comportement qui 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. Nous définissons donc 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 :

$$C = a.R + b$$

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 d'I 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.

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 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  $30 / (1 - 0,8) = 150$ .

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, 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.

## 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 générera 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. Normalement, les profits escomptés doivent décroître avec le capital fixe installé. En effet, les investissements potentiellement les plus profitables sont réalisés les premiers si bien que l'élévation du niveau d'investissement s'accompagne généralement d'une baisse des perspectives de profit. Mais, 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.

## 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 titres, plus précisément sous forme de titres émis par le système bancaire, c'est-à-dire de monnaie. Cela change tout car cela donne aux ménages la possibilité de décider la valeur de leur consommation, c'est-à-dire également, au niveau global, d'une partie de la production et de leur revenu.

Ainsi, le revenu des ménages est directement déterminé par la production, celle-ci est le résultat des décisions de deux agents :

- les ménages qui décident de la partie de la production destinée à la consommation,
- les entreprises qui décident de la partie de la production destinée à l'investissement.

Toute la théorie keynésienne repose sur l'idée que ces deux décisions sont relativement indépendantes l'une de l'autre et donc qu'elles peuvent conduire à un niveau de production insuffisant pour assurer le plein emploi. Une première analyse du tableau économique d'ensemble pourrait cependant faire penser qu'il y a un lien très fort entre les décisions des ménages et celles des entreprises. Considérons, en effet, le tableau économique d'ensemble simplifié suivant :

Emplois = demande				Ressources = offre		
Entr.	Mén.	Total		Entr.	Mén.	Total
	80	80	Biens de consommation	80		80
20		20	Biens d'investissement	20		20
100		100	Revenu		100	100
	20	20	Titres	20		20

Les titres sont ici les titres émis par les entreprises si nous faisons, comme le fait souvent Keynes, l'hypothèse que les banques n'interviennent pas en émettant de la monnaie.

Ce tableau montre que les entreprises offrent sur le marché, non seulement des biens et des services, mais également des titres, et que, de manière symétrique, les ménages sont demandeurs, non seulement de biens et services, mais aussi de titres.

Si l'on raisonne en termes de marchés, comme le font habituellement les économistes, on peut penser que les ménages vont arbitrer entre les biens de consommation et les titres en fonction de leurs prix. Or, le prix d'un titre varie en sens inverse du taux d'intérêt. Par exemple, une obligation donnant droit à une rente perpétuelle a une valeur de marché directement proportionnelle à l'inverse du taux d'intérêt. En effet, sa valeur de marché est égale à la somme des valeurs actualisées des paiements qu'elle doit générer. Ainsi, si  $t$  désigne le taux d'intérêt,  $a$  le montant de chaque paiement, la valeur actualisée du paiement de la période  $n$  est  $a/(1+t)^n$ . La valeur de l'obligation est donc :

$$V = \sum_1^{\infty} \frac{a}{(1+t)^n} = \frac{a}{t}$$

On peut donc penser que les ménages vont arbitrer entre les biens de consommation et les titres en fonction du taux d'intérêt. Un taux d'intérêt élevé correspond à un prix des titres bas qui incite les ménages à s'orienter davantage vers les titres au détriment des biens de consommation, c'est-à-dire à consommer moins. Comme l'offre de titres correspond en fait à l'investissement, l'épargne des ménages semble donc déterminer l'investissement des entreprises.

Ce raisonnement serait très satisfaisant s'il n'avait un défaut majeur, celui de ne tenir aucun compte du revenu dans la détermination de la demande des ménages, ou, à tout le moins, de le considérer comme indépendant de la demande des ménages.

## 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.

A 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. 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 concerne 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. 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.

Ainsi, sur des considérations strictement patrimoniales, les ménages vont décider du montant des titres qu'ils achètent. En faisant cela, ils déterminent en même temps la valeur de l'investissement des entreprises au cours de la période à venir et donc le niveau de leur propre épargne au cours de cette période.

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, dans notre petit tableau économique d'ensemble, 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 donne 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. 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, d'une part, moins il est intéressant de détenir des obligations et, d'autre part, plus il est intéressant de détenir de la monnaie car plus le taux d'intérêt se rapproche de zéro et plus la probabilité de 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 et il n'acceptera d'acheter de nouvelles obligations qu'en contrepartie d'une baisse de leur prix, c'est-à-dire d'une hausse du taux d'intérêt. 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. Tant que les prix resteront suffisamment élevés, c'est-à-dire tant que les taux d'intérêt seront suffisamment bas, les entreprises continueront d'approvisionner le marché en obligations. Le marché se stabilisera quand le taux d'intérêt aura atteint un niveau tel que les entreprises n'émettront plus d'obligations et que les agents économiques seront satisfaits de la structure de leur patrimoine.

Globalement, l'accroissement du patrimoine des agents ne peut se faire que par une croissance de la valeur 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, c'est-à-dire d'une hausse des taux d'intérêt. 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 et le taux d'intérêt sont des données 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, 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 dépend essentiellement du niveau d'activité et l'autre du taux d'intérêt :

$$M = M_1 + M_2 = L_1(R) + L_2(r)$$

Ainsi, pour une masse monétaire donnée, plus le revenu augmente et plus  $M_1$  augmente

baisse de  $M_2$  n'est possible qu'accompagnée d'une hausse du taux d'intérêt, c'est-à-dire du plancher en-dessous duquel ne peut descendre le taux de rendement escompté des nouveaux investissements. 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.

## Le rôle du système bancaire

La masse monétaire n'est déterminée ni par les ménages, ni par les entreprises, mais par le système bancaire. Il n'est pas inutile de rappeler ici que contrairement à ce qui est souvent avancé, les banques considérées globalement ne jouent pas un rôle passif de simple intermédiaire financier mais constituent l'un des acteurs majeurs de toute économie moderne.

Très schématiquement, l'émission de monnaie est essentiellement le fait de deux types de banques : la banque centrale qui émet la monnaie ayant cours légal et les banques de dépôts qui prêtent la monnaie que leurs clients ont déposée chez elles. Supposons que, initialement, la banque centrale accorde des crédits, par exemple à l'Etat 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 supposons que le prêt est accordé sous forme de billets. A l'issue de cette première phase, la banque centrale dispose d'une créance sur l'Etat 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. Mais, 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'Etat prêtant un bon du Trésor.

Supposons que la valeur de la monnaie émise à cette occasion soit de 1000 et que cette somme soit intégralement dépensée sous forme de salaires. Les ménages disposent alors d'une valeur de 1000 en billets mais ils peuvent décider d'en déposer une partie, par exemple 800, sur leurs comptes courants dans une banque de dépôt. A 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		
Dépôts	800		

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 1000 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	
Dépôts	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'Etat, 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.

Il est important de noter que la valeur de la monnaie est moins fondée sur la valeur des actifs acquis grâce aux crédits bancaires que sur la valeur du patrimoine des agents qui ont reçu ces crédits. Par exemple, une entreprise peut acheter une machine en faisant appel au crédit bancaire, si l'entreprise fait faillite la banque a peu de chance de récupérer sa créance car, même si celle-ci est garantie par la valeur de la machine, en cas de liquidation de l'entreprise, le prix de vente de la machine permet rarement de couvrir la valeur de la créance. C'est donc plus la solidité financière de l'entreprise que la valeur de la machine qui fonde la valeur de la créance détenue par la banque. 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.

Pour comprendre toute l'importance du système bancaire, il est utile de se replacer dans la séquence logique du fonctionnement de l'économie. A 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.

A l'origine de l'économie se trouve donc le crédit bancaire, c'est lui qui permet la production, l'investissement et donc l'épargne. Au début, les ménages ne reçoivent que de la monnaie, leur épargne se matérialise sous forme de monnaie. L'égalité entre l'épargne et l'investissement signifie que, par l'intermédiaire du système bancaire, les ménages qui ont épargné, et qui détiennent donc de la monnaie, sont indirectement propriétaires des biens d'investissement qui viennent d'être produits. Par la suite, les ménages qui ont épargné peuvent prêter directement aux entreprises la monnaie qu'ils détiennent. Ce financement peut se faire sous différentes formes : crédits, obligations, actions. Toutes se distinguent de la monnaie en ce qu'elles sont des créances présentant un caractère plus spécifique, c'est-à-dire habituellement plus risqué, mais, en contrepartie, elles sont normalement mieux rémunérées. Ces différents types de créances, notamment les actions, constituent le capital financier des entreprises. Ainsi, la séquence logique

des opérations est-elle la suivante :

Crédit  $\Rightarrow$  Investissement  $\Rightarrow$  Epargne  $\Rightarrow$  Capital

On notera, en particulier, que d'un point de vue logique, l'investissement des entreprises précède le capital.

Le système bancaire joue également un rôle fondamental pour la détermination des taux d'intérêt. En effet, s'il existe un marché libre des titres émis par les agents économiques, on constate que le système bancaire considéré dans son ensemble a toute possibilité d'acquiescer toutes les créances disponibles qu'il souhaite et donc d'imposer le montant de la masse monétaire.

Cette constatation est fondamentale pour la théorie keynésienne car, en imposant la masse monétaire, le système bancaire impose aussi les taux d'intérêt, c'est-à-dire le seuil minimum en dessous duquel ne peut descendre la rentabilité des investissements. En période normale, le système bancaire a donc la lourde responsabilité de maintenir les taux d'intérêt à un niveau suffisamment bas pour que l'investissement puisse se maintenir à un niveau compatible avec le plein-emploi. Il existe cependant des situations où les taux d'intérêt ne peuvent baisser suffisamment pour assurer le plein emploi.

## La trappe de liquidité

La baisse des taux d'intérêt peut être rendue difficile à cause d'un phénomène connu sous le nom de 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 différenciant 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.

Le phénomène de la trappe de liquidité suppose implicitement que les banques n'achètent pas

les titres émis par les entreprises. Ce présupposé repose, en fait, sur l'organisation du système bancaire en deux niveaux, la banque centrale et les banques de dépôts. Il n'est pas dans la tradition des banques centrales de financer directement l'investissement des entreprises, ce n'est pas leur métier. Quant aux banques de dépôts, elles peuvent difficilement prêter à long terme l'argent qu'elles reçoivent de leurs déposants car cet argent ne leur appartient pas. L'émission monétaire sera donc principalement la contrepartie de prêts à court terme et de prêts à l'Etat. Le système bancaire n'influence donc qu'indirectement l'investissement des entreprises en accroissant la masse monétaire de manière à inciter les ménages à acquérir des titres émis par les entreprises afin de rééquilibrer la structure de leurs patrimoines.

Si les banques centrales finançaient l'investissement des entreprises, soit directement, soit, ce qui est plus réaliste, par l'intermédiaire de fonds d'investissement, la situation serait très différente car rien ne s'opposerait au financement des investissements à des taux d'intérêt très faibles. On peut, en effet, raisonnablement penser que des banques centrales sont moins sensibles que les ménages au motif de spéculation.

## Le blocage de la croissance

Nous avons vu que le taux de rendement escompté des investissements avait tendance à baisser avec le montant du capital fixe installé. Il est possible que, dans certaines circonstances, celui-ci prenne une telle ampleur que le taux de rendement de tout nouvel investissement soit nul. L'absence d'investissement global impliquerait alors que l'épargne globale des ménages soit nulle. Puisque la tendance naturelle des ménages dans une économie développée est d'épargner une partie de leur revenu, ce phénomène n'est possible que lorsque la pauvreté est si généralisée que personne ne puisse épargner. Keynes explique que l'une des causes de la crise de 1929 réside précisément dans cette surabondance du capital fixe. La situation la plus probable n'est cependant pas une stagnation à ce niveau de pauvreté mais une succession de phases de croissance suivies de phases de dépression.

Il convient ici d'introduire la notion de consommation de capital fixe dans le raisonnement. La consommation de capital fixe correspond à la perte de valeur du capital fixe pendant une période, c'est-à-dire qu'elle se rapproche de la notion d'amortissement. 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). La relation entre l'épargne et l'investissement est donc :

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

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. 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 maximum 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. 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'Etat. Mais, puisque la croissance de la productivité ne se décrète pas, l'intervention de l'Etat est parfois nécessaire.

## Le rôle de l'Etat

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 d'une valeur  $dC$ , il n'en retirera au mieux qu'un accroissement infinitésimal de son revenu, de l'ordre de  $dC/N$ , si  $N$  désigne le nombre de ménages. Le nombre de ménages est généralement suffisamment grand pour que  $dC/N$  soit négligeable. 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'Etat puisque celui-ci est, dans un pays démocratique, l'organe de décision collective des ménages. L'action de l'Etat n'a cependant pas consisté à recommander aux ménages l'adoption d'un certain niveau de consommation mais à agir sur la dépense publique.

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

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

La relation entre la valeur ajoutée et les emplois finals est toujours vérifiée :

$$VA = CF + I$$

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

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

Les équations (1) et (3) donnent :

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

Et donc :

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

qu'il reçoit, c'est-à-dire dans notre exemple simplifié, le déficit public.

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

Comment interpréter ce résultat ? Remarquons tout d'abord que le déficit public doit être financé et qu'il se traduit donc soit par une diminution des actifs de l'Etat, soit par un accroissement de la dette publique. Remarquons ensuite que l'investissement net correspond à l'enrichissement global de la nation, s'il devient nul tout enrichissement global de la nation devient impossible. Mais, dans une économie développée, une consommation des ménages compatible avec le plein emploi n'est possible qu'avec une épargne positive, c'est-à-dire avec un enrichissement des ménages. Le soutien de l'activité par le déficit public consiste donc à permettre un enrichissement suffisant des ménages en le compensant par un appauvrissement de l'Etat.

### *Le financement du déficit public*

L'endettement de l'Etat a pour contrepartie des créances, c'est-à-dire soit de la monnaie lorsque le déficit public a été financé par une émission monétaire, soit des titres émis par l'Etat, par exemple des bons du Trésor. Ces créances, qui deviennent la propriété des épargnants, ont une valeur qui n'est pas fondée sur des actifs physiques mais sur la capacité de l'Etat 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'Etat 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 stabilisateur automatique*

En période normale, la stabilité des dépenses publiques leur confère un rôle de stabilisateur automatique. En effet, les recettes de l'Etat 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 s'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, lorsque l'activité fléchit, les recettes de l'Etat baissent, ce qui se traduit par un déficit public lorsque l'Etat décide de maintenir le niveau de ses dépenses. Inversement, en cas de croissance de l'activité, les recettes de l'Etat augmentent et il apparaît un excédent budgétaire si les dépenses publiques ne croissent pas parallèlement. Ce phénomène est renforcé par les dépenses sociales qui sont, elles aussi, liées à l'activité, par exemple l'indemnisation du chômage augmente lorsque l'activité ralentit.

Ainsi, en période normale, une baisse d'activité a pour conséquence de creuser le déficit public (ou de réduire l'excédent), une hausse d'activité se traduit par un excédent budgétaire (ou une réduction du déficit). Puisque le déficit public a un impact positif sur la demande et l'excédent un

effet négatif, la stabilité des dépenses publiques a un effet stabilisateur sur l'activité économique.

### *Les politiques de relance en cas de crise économique*

En période de crise grave, la situation est moins favorable. En effet, si la crise est la conséquence d'un surinvestissement qui se traduit par une surabondance des capacités de production par rapport à l'offre, il est peu probable que les entreprises investissent tant que les capacités de production restent excédentaires, et cela quel que soit le niveau des taux d'intérêt. Dans ces circonstances, l'investissement net des entreprises peut s'avérer durablement insuffisant pour assurer le plein-emploi, ce qui obligera l'Etat à maintenir ses déficits budgétaires pendant plusieurs années.

Cela n'est pas sans conséquence. En effet, en période normale, l'emploi privé est réparti dans trois catégories d'entreprises, celles qui travaillent pour la consommation des ménages, celles qui travaillent pour l'investissement des entreprises, celles qui travaillent pour l'Etat. L'emploi dans la fonction publique vient compléter l'emploi privé. En période de crise, les industries travaillant pour l'investissement sont les premières à licencier et elles ne reprendront leurs embauches qu'avec la reprise de l'investissement. Pour que le plein emploi soit rétabli, il faut donc que la main d'œuvre se déplace des entreprises qui travaillent pour l'investissement privé vers celles qui travaillent pour l'Etat ou vers la fonction publique. Pendant cette période, l'activité est limitée non par le capital fixe installé mais par la disponibilité de la main d'œuvre.

Lorsque, par suite de dépréciation ou de déclassement, le capital fixe aura retrouvé un niveau suffisamment bas pour que les entreprises puissent investir à nouveau, alors l'Etat devra réduire ou même annuler son déficit. Dans le cas contraire, la demande sera trop forte pour être satisfaite, ce qui se traduira par des tensions inflationnistes et des déficits de la balance commerciale. Mais il est toujours plus facile de creuser un déficit que de le combler, si bien qu'il est probable que le retour de l'investissement privé se traduira par de l'inflation.

Cette question de l'inflation est d'ailleurs primordiale dans la théorie keynésienne. En effet, la théorie keynésienne repose sur l'idée qu'en période de sous-emploi une croissance de la demande se traduit par une croissance du volume de la production et non des prix. C'est vrai dans une économie de concurrence parfaite où aucune entreprise ne peut augmenter ses prix sans voir ses concurrents lui prendre ses parts de marché. Mais, dans le monde réel, la situation est généralement différente, lorsqu'une entreprise augmente ses prix de vente elle voit sa part de marché diminuer mais rarement ses ventes s'effondrer jusqu'à zéro. Lorsqu'une entreprise est confrontée à une hausse de la demande, elle a généralement intérêt à augmenter ses prix. Par exemple, supposons qu'une entreprise doive faire face à un accroissement de la demande de 5% et qu'elle puisse choisir entre une augmentation de 5% du volume de sa production en maintenant ses prix et la stabilisation de son volume de production en augmentant ses prix de 1%. Si le bénéfice de l'entreprise représente 10% de la valeur de ses produits, la première option se traduira par une croissance de son bénéfice de 5%, la seconde par une augmentation de 10% puisque la totalité de l'augmentation du prix se retrouve dans le bénéfice. Dans ce cas, l'entreprise a intérêt à maintenir le volume de sa production et à augmenter ses prix. D'une manière générale, une augmentation de la demande se traduit à la fois par une augmentation des volumes et des prix.

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'Etat 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'Etat 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'Etat décide de ne pas accroître les impôts mais d'accentuer les déficits, la dette devient très vite explosive. En réalité, les situations de surendettement de l'Etat ont le plus souvent été résolues par des périodes d'inflation mais cela devient d'autant plus difficile que l'inflation est anticipée.

Les politiques keynésiennes de relance de l'activité économique qui ont été proposées jusqu'ici ne sont ainsi réellement utiles que pour atténuer les cycles économiques dans un contexte de croissance à long terme durable. Mais, si les conditions économiques sont telles que le blocage de la croissance se prolonge, elles s'avèrent inefficaces et il faut alors imaginer d'autres stratégies de sortie de crise.

## La prise en compte du reste du monde

Le principal obstacle à la mise en œuvre de politiques de relance fondées sur la théorie keynésienne réside cependant dans leur impact sur la balance commerciale. Pour le montrer, repartons du modèle keynésien simplifié. Dans une économie ouverte, le compte de biens et services s'écrit :

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

Où M désigne les importations et X les exportations. On en déduit :

$$P - CI = CF + FBCF + \Delta\text{Stock} + (X - M)$$

$$VA = CF + I + (X - M)$$

Où VA désigne la valeur ajoutée et I l'investissement. Mais la valeur ajoutée est égale au revenu R si l'on fait l'hypothèse simplificatrice que le solde des revenus en provenance du reste du monde est négligeable. De plus, la consommation finale est égale à  $a \cdot R$  où  $a$  est la propension à consommer. On obtient donc :

$$VA = a \cdot VA + I + (X - M)$$

$$VA = \frac{1}{1-a} \cdot [I + (X - M)]$$

Cette formule montre que l'effet de relance peut être affaibli par une dégradation du solde commercial (X-M). En effet, une partie de la croissance de la demande induite par la relance va être satisfaite par un accroissement des importations, ce qui a un impact négatif sur la valeur ajoutée. Dans une économie ouverte, les relances keynésiennes souffrent donc de deux handicaps, d'une part elles sont moins efficaces que dans une économie fermée, d'autre part elles peuvent creuser le déficit commercial. Cette formule explique aussi pourquoi certains pays sont tentés de chercher à promouvoir leurs exportations tout en limitant leurs importations. Elle explique également pourquoi les périodes de crise renforcent les tentations protectionnistes. La fermeture des frontières aux importations permet, en effet, de rendre toute leur efficacité aux politiques de relance keynésienne.

On peut cependant remarquer que, si l'on néglige le solde des revenus provenant de l'extérieur et les transferts en capital, le solde de la balance commerciale (X-M) correspond également au besoin de financement du reste du monde, c'est-à-dire à la capacité de financement de la nation qui est à la fois le solde de ses opérations non financières et celui de ses opérations financières. Le déficit commercial correspond à l'approche non financière de ce solde, il est également

la capacité de financement de la nation est égale à la somme de la variation de ses avoirs en devises et du solde de ses flux de capitaux. Dans un pays qui stabilise ses avoirs extérieurs en laissant flotter le cours de sa monnaie, il suffit donc de contrôler les mouvements de capitaux pour que les politiques de relance keynésienne retrouvent toute leur efficacité, et cela sans renoncer aux avantages comparatifs que procure le commerce extérieur.

Lorsqu'un ménage veut éviter de consommer plus qu'il ne gagne, plusieurs solutions s'offrent à lui. Il peut s'isoler sur une île déserte comme Robinson Crusoe et vivre en totale autarcie, il peut également remarquer que s'il évite de s'endetter et s'il ne cède aucune part de son patrimoine, il lui sera absolument impossible de consommer plus que son revenu. Ces deux solutions s'appliquent aussi bien aux nations qu'aux ménages.

## 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 n'a rien dit de son impact sur la demande. Pourtant, celui-ci est bien réel car la spéculation financière peut, tout au moins dans un premier temps, stimuler la demande 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 titres 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 :

Emplois / $\Delta$ Actifs			Ressources / $\Delta$ Passifs	
Société	Ménages		Société	Ménages
-90	90	Monnaie		
90	-90	Actions		
0	0	Total		

L'opération de vente s'écrit ainsi :

Emplois / $\Delta$ Actifs			Ressources / $\Delta$ Passifs	
Société	Ménages		Société	Ménages
100	-100	Monnaie		
-100	100	Actions		
0	0	Total		

En consolidant on obtient :

Emplois / $\Delta$ Actifs			Ressources / $\Delta$ Passifs	
Société	Ménages		Société	Ménages
10	-10	Monnaie		
-10	10	Actions		
0	0	Total		

Sur l'ensemble de ses opérations d'achat et de vente d'actions, l'entreprise financière dégage un bénéfice de 10 qu'elle va distribuer aux ménages sous forme de dividendes. Le tableau économique d'ensemble se présentera alors ainsi :

Emplois / ΔActifs			Ressources / ΔPassifs	
Société	Ménages		Société	Ménages
10		Dividendes		10
0	0	Monnaie		
-10	10	Actions		
0	10	Total	0	10

Ce tableau montre qu'après l'opération d'achat/vente d'actions et le versement des dividendes, les avoirs en monnaie des ménages sont restés stables alors que leurs avoirs en actions ont augmenté de 10. Les dividendes qu'ils ont reçus expliquent cette augmentation de la valeur de leur patrimoine total, les opérations d'achat et de vente d'actions ne pouvant modifier que la structure et non la valeur d'un patrimoine.

La société financière transforme ainsi une plus-value due à une simple hausse des 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 en actions passer de 90 à 100 grâce à la hausse des cours, c'est-à-dire qu'ils auraient réalisé une plus-value de 10, mais cette plus-value n'aurait pas généré de revenu. Lorsque les ménages vendent leurs actions au prix de 90 et les rachètent au prix de 100, ils se retrouvent après avoir reçu leurs dividendes également avec un patrimoine en actions de 100, mais cette augmentation de patrimoine leur apparaît comme la conséquence, non d'une plus-value, mais d'un revenu. 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, jouant ainsi le même rôle que l'investissement. En effet, la relation entre la valeur ajoutée, la consommation et l'investissement est toujours vérifiée :

$$VA = C + I$$

Mais il n'y a plus égalité entre la valeur ajoutée et le revenu des ménages puisque ceux-ci tirent leurs revenus non seulement de l'activité productive des entreprises, mais également de la spéculation financière. Ainsi :

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

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

$$VA = (I + a.PV) / (1 - a)$$

C'est-à-dire que l'effet multiplicateur ne s'applique plus seulement à l'investissement mais aussi à la consommation générée par les 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. Notons que nous avons supposé pour simplifier l'exposé que la totalité du revenu de la société financière était distribué aux ménages sous forme de dividendes, en réalité une partie l'est également sous forme de salaires, ce qui ne change rien aux conclusions théoriques mais a une certaine importance pratique car, à montant égal, les salaires génèrent généralement davantage de consommation que les dividendes.

## *Un impact durable*

Pour savoir si cette situation peut être durable, il faut revenir aux comptes de la société financière. L'entreprise financière réalise un bénéfice de 10 car, en comparant son bilan d'ouverture et son bilan de clôture, elle constate que ses actifs nets de ses passifs ont augmenté de 10, cela n'implique cependant pas qu'elle ait un revenu de 10 au sens de la comptabilité nationale. En effet, un revenu ne peut provenir que d'une production ou d'un transfert, or l'entreprise financière n'a rien produit et n'a reçu aucun transfert, son revenu est donc nul. Ses opérations d'achats et de ventes d'actions ne créent aucune richesse, elles ne font que modifier la forme sous laquelle l'entreprise financière détient sa richesse, si bien qu'elles ne peuvent aucunement être interprétées comme des transferts de richesse. La variation de la valeur du patrimoine due aux fluctuations des cours des actions ne peut être, elle non plus, assimilée à un revenu car, les cours pouvant tout aussi bien baisser que monter, elle ne présente pas ce caractère définitif qui caractérise le revenu.

Comme la variation des cours des actions ne correspond pas, ou plus précisément ne correspond pas par elle-même, à une création de valeur, la valeur ajoutée et donc le revenu total de l'économie sont nuls. Ainsi, puisque les dividendes correspondent à un revenu positif pour ménages, ils correspondent également nécessairement à un revenu négatif pour la société financière. Ce revenu n'est cependant négatif que du point de vue de la comptabilité nationale. Du point de vue de l'entreprise, il y a seulement constatation d'un bénéfice qui ne fait que traduire l'enrichissement de l'entreprise suite à sa politique judicieuse d'achat et de vente d'actions. Ce bénéfice est ensuite naturellement distribué aux actionnaires sous forme de dividendes, ce qui a pour conséquence de ramener la valeur du patrimoine de la société financière à son niveau initial. Ainsi, dans notre exemple, avant les opérations d'achat et de revente, le patrimoine de la société financière était exclusivement composé de monnaie pour une valeur de 90, après ces opérations et le paiement des dividendes il est toujours exclusivement composé de monnaie pour la même valeur de 90.

Comme la société financière ne conserve pas les actions elle est tout à fait indifférente à l'évolution des cours des actions à moyen et long terme. Par exemple, si le cours des actions baisse, ce n'est pas un problème pour elle car elle n'en possède pas. Ce n'est pas un problème pour elle non plus si le cours des actions continue à monter car elle n'a pas de problème de pouvoir d'achat comme peut en avoir une société non financière lorsque le prix des machines augmente. En fait, la société financière ne se préoccupe pas de la tendance du cours des actions mais uniquement de ses fluctuations.

Si le cours des actions redescend à 90, les ménages constatent une moins-value sur leur patrimoine en actions, mais cette moins-value ne génère pas de revenu négatif. Les ménages se retrouvent à leur situation initiale et un nouveau cycle peut recommencer. Il est remarquable de constater que la situation n'est pas symétrique entre une hausse et une baisse des cours. Une hausse des cours des actions se traduit par un revenu positif pour les ménages, une baisse des cours ne se traduit pas par un revenu négatif et n'annule donc pas les effets de la hausse des cours.

La spéculation financière peut ainsi constituer durablement une source de revenus pour les ménages, même en l'absence de bulles spéculatives, elle est peu dépendante des tendances à moyen et long terme des cours des actifs et elle peut se poursuivre y compris en période de crise économique.

Le concept de revenu joue un rôle extrêmement important dans l'analyse de la spéculation. Au niveau de l'économie globale, le revenu est nécessairement la contrepartie d'une production, c'est-à-dire d'une création de richesse. Une hausse des cours des actions peut être la conséquence d'une création de richesse, notamment lorsque l'entreprise investit en actifs fixes, mais ce n'est pas nécessairement le cas. Les cours des actions évoluent très souvent sans lien direct avec la valeur

réelle de l'entreprise, tout particulièrement à court terme. Ainsi, les agents économiques sont habitués à voir la valeur de leurs portefeuilles d'actions fluctuer, elle s'élève à certaines périodes et baisse à d'autres. Vouloir mesurer le revenu à partir de ces fluctuations serait tout à fait arbitraire car dépendant totalement des dates choisies pour établir le calcul. Une baisse temporaire de valeur du patrimoine ne peut être considérée comme une perte si une hausse future est anticipée. Bien entendu, les ménages ont conscience qu'ils auraient pu être plus performants en achetant les actions lorsque leurs cours étaient au plus bas et en les vendant lorsque leurs cours étaient au plus haut. Mais, comme il est impossible de prédire avec certitude l'évolution des cours, cette remarque est sans conséquence pratique, ils ne peuvent considérer comme une perte le fait de ne pas avoir anticipé avec exactitude l'évolution des cours. Ils ne peuvent donc en aucun cas considérer que leurs opérations de portefeuille se soient traduites par un revenu négatif. La spéculation se traduit seulement pour les ménages par des plus-values amoindries et des moins-values aggravées, sans qu'il leur soit possible pour eux d'en estimer l'impact réel.

Ainsi, en spéculant, la société financière prélève une certaine valeur sur le patrimoine des ménages, mais elle la leur rend sous forme de dividendes, c'est-à-dire de revenu. Puisque la perte de valeur du patrimoine des ménages est sans impact sur leur demande, seul subsiste l'impact du revenu, c'est-à-dire un effet positif sur la consommation.

Notons que, contrairement à ce que pensent certains, la spéculation financière ne peut être assimilée à un commerce. En effet, un commerçant achète des marchandises sur un marché (généralement un marché de gros) et les revend sur un autre marché (généralement un marché de détail). La marge de commerce que retient la comptabilité nationale comme production, et donc comme source de valeur ajoutée, provient uniquement de la différence de prix entre ces deux marchés à un instant donné, et en aucun cas des fluctuations des prix des marchandises au cours du temps. Bien entendu, un commerçant avisé réalisera également une marge en achetant les marchandises au moment où leur prix est faible et en les revendant lorsqu'il est élevé, mais cette marge est éliminée par les comptes nationaux du calcul de la production. Ainsi, les marges de commerce sont décomposées par les comptes nationaux en deux parties, une marge générée par les différences de prix entre marchés et une marge générée par les fluctuations des prix des marchandises, seule la première est source de valeur ajoutée, la deuxième est assimilée à de la spéculation et ne génère pas de valeur ajoutée.

### *Rachat d'actions et effet richesse*

La présentation que nous venons de faire repose sur les deux hypothèses habituelles de la théorie keynésienne :

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

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 Etats-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, 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,

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 la non distribution de dividendes. 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. Cette manière de percevoir les bénéfices de l'entreprise est généralement très favorable à l'actionnaire d'un point de vue fiscal. Ainsi, dans notre exemple, le ménage ne paiera un impôt que sur la plus-value réalisée sur la vente des actions, c'est-à-dire sur 5,5, au lieu de payer un impôt sur un revenu de 100 s'il avait perçu des dividendes.

Les conséquences de ce mode de distribution des bénéfices sont importants, 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. Ainsi, une hausse des prix de l'immobilier n'implique pas un enrichissement réel et ne devrait pas inciter les ménages à consommer plus. Pourtant, il est souvent difficile pour un ménage de distinguer nettement entre ces deux cas, notamment parce qu'il ne tient pas compte de la plus-value réalisée sur chaque actif individuellement, mais de la plus-value réalisée sur l'ensemble du portefeuille d'actifs qu'il détient. Certains ménages peuvent alors être incités à accroître leur consommation quand la valeur de leurs actifs augmente, même quand c'est sous l'effet d'une hausse des prix de l'immobilier. Cet effet, connu sous le nom d'effet richesse, reste généralement assez faible si bien que, même s'il ne doit pas être négligé dans les études économiques, il ne remet pas fondamentalement en cause les conclusions de la théorie keynésienne.

## *L'effet d'éviction*

Puisqu'elle stimule la demande, la spéculation financière pourrait apparaître comme un moyen de relancer l'économie si elle ne souffrait d'un défaut majeur, celui d'étouffer les autres activités économiques.

Partons d'une situation où aucune entreprise ne s'adonne à la spéculation financière. Nous avons vu précédemment que la valeur globale des titres est déterminée conjointement par leur taux de rendement et la masse monétaire détenue par les agents économiques pour le motif de spéculation. Supposons que, puisqu'elles ne cherchent pas à spéculer, les entreprises non financières ne détiennent ni titres, ni monnaie pour le motif de spéculation, ceux-ci sont donc détenus exclusivement par les ménages. Que se passe-t-il lorsqu'est créée la société financière qui tire des bénéfices de la spéculation ? En fait, deux phénomènes allant dans le même sens se produisent :

- Le premier est une baisse de la masse monétaire détenue par les ménages. En effet, la

immobiliser de la monnaie. Pour se procurer cette monnaie, la société financière va, avant de commencer ses activités, émettre des actions qui vont être achetées par les ménages. Mais la monnaie acquise à cette occasion par la société financière auprès des ménages ne leur est pas redistribuée car elle est nécessaire à la poursuite de l'activité, elle vient donc en déduction de la monnaie détenue par les ménages pour le motif de spéculation. Ainsi, dans notre exemple, la société financière conserve les 90 de monnaie qu'elle a obtenus des ménages au moment de l'émission de ses actions, ces 90 de monnaie viennent en déduction de la masse monétaire détenue par les ménages.

- Le second phénomène est l'apparition de nouveaux titres. En effet, même si les actions émises par la société financière pour se procurer de la monnaie ne sont pas la contrepartie d'actifs réels, elles auront cependant une valeur sur le marché puisque celui-ci anticipe des distributions de dividendes. Ces nouvelles actions vont donc s'ajouter aux actions déjà existantes. Notons ici une différence fondamentale entre la logique de la comptabilité nationale et celle de la finance. La comptabilité nationale établit une distinction nette entre les activités productives, c'est-à-dire les activités qui créent de la richesse et les autres qui ne font, au mieux, que répartir la richesse existante ; la logique financière ne considère, quant à elle, que l'existence de bénéfices présents et futurs et elle ne fait aucune distinction entre les entreprises qui réalisent des bénéfices en créant de la richesse et celles qui réalisent des bénéfices en s'appropriant une richesse existante.

Ainsi, les ménages vont, dans un premier temps, voir tout à la fois la masse monétaire qu'ils détiennent diminuer et la valeur de leurs titres s'accroître. Ils vont donc revoir leurs arbitrages. La structure de leur bilan s'est notablement déformée au profit des actions, si bien qu'ils vont vouloir en vendre une partie pour améliorer la liquidité de leur patrimoine. La masse monétaire étant fixée et les ménages étant les seuls à vouloir conserver durablement des actions, la conséquence en est une baisse du cours des actions et donc de leur valeur globale. Pour les sociétés non financières la situation est particulièrement dégradée car, non seulement la valeur globale des actions a diminué, mais, en plus, cette valeur réduite doit maintenant être partagée avec la valeur des actions émises par la société financière. La conjugaison des deux phénomènes va donc se traduire par une baisse notable de la valeur des actions émises par les sociétés non financières. Or, une baisse de la valeur des actions est équivalente à une augmentation de leur taux de rendement, c'est-à-dire qu'il deviendra plus coûteux pour les sociétés non financières de financer leurs investissements. En d'autres termes, la spéculation financière tend à étouffer l'activité productive.

### *Modèle productif et modèle spéculatif*

Si la spéculation financière a, tout comme les déficits publics, un impact positif sur la demande globale en générant des revenus pour les ménages, ses effets s'étendent bien au delà. En effet, 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. De plus, la spéculation financière augmente tout particulièrement les revenus de la propriété. Or, l'augmentation des revenus d'une certaine catégorie de ménages a pour conséquence d'accroître leur consommation, ce qui est positif en période de sous-emploi, mais se fait nécessairement au détriment des autres ménages en période de plein emploi.

Supposons, par exemple, que les ménages puissent être décomposés en deux groupes. Le premier groupe tire l'essentiel de son revenu des salaires, il n'aime pas spéculer et achète des actions uniquement des sociétés non financières. Le deuxième groupe tire une part plus importante de son revenu des dividendes, il aime spéculer et est le seul à posséder des actions de la société financière. Dans ces conditions, ce deuxième groupe de ménages est le seul à bénéficier des effets de la spéculation. En reprenant nos notations habituelles supposons que :

$$C_1 = 0,8 R_1$$

$$C_2 = 0,6 R_2$$

Supposons ici que le premier groupe de ménages reçoive 80% de la valeur ajoutée et que le deuxième groupe en reçoive 20% plus la plus-value réalisée par la société financière.

$$R_1 = 0,8 VA$$

$$R_2 = 0,2 VA + PV$$

$$VA = C_1 + C_2 + I = 0,8 R_1 + 0,6 R_2 + I$$

$$VA = 0,64 VA + 0,12 VA + 0,6 PV + I$$

$$VA = (I + 0,6 PV) / 0,24$$

Supposons que l'investissement soit de 100. Si la plus-value est nulle, on obtient les résultats suivants :

$$VA = 416,7$$

$$C_1 = 266,7$$

$$C_2 = 50,0$$

Si la plus-value tirée de la spéculation financière est de 50, les résultats sont les suivants :

$$VA = 541,7$$

$$C_1 = 346,7$$

$$C_2 = 95,0$$

Lorsque l'économie est en situation de sous emploi, la spéculation financière tire bien l'activité; lorsque l'économie est en situation de plein emploi, la spéculation financière provoque une déformation de la structure de la consommation en faveur des ménages en bénéficiant. Ainsi, dans notre exemple, la consommation des ménages du deuxième groupe représente 16% de la consommation totale en l'absence de plus-value, mais 22% lorsque la plus-value est de 50.

En termes de patrimoine, l'investissement de 100 des entreprises non financières correspond à une émission d'actions qui va augmenter le patrimoine des ménages et modifier sa structure. L'équilibre entre la monnaie et les titres dans le patrimoine de chaque groupe nécessitera généralement des ventes d'actions d'un groupe à l'autre.

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<sup>e</sup> 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<sup>e</sup> siècle et au début du XXI<sup>e</sup>.

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'Etat 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.

De plus, l'investissement qui est le moteur de l'économie dans le modèle productif, devient accessoire dans le modèle spéculatif. Le véritable moteur du modèle spéculatif est l'inégalité des patrimoines puisque c'est elle qui permet à la spéculation de se développer. Cela implique que les causes des crises et leurs traitements sont différents dans les deux modèles. Dans le modèle productif, c'est l'insuffisance de l'investissement qui provoque la crise et, pour relancer l'activité, la solution peut temporairement consister à laisser se creuser les déficits publics. Dans un modèle spéculatif, la crise ne provient pas de l'insuffisance de l'investissement mais d'une crise financière qui a pour conséquence de réduire les patrimoines. La solution à la crise passe alors par un rétablissement des inégalités de patrimoine qui pourra s'appuyer en priorité sur l'assainissement du système bancaire. Celui-ci joue d'ailleurs un rôle déterminant dans le développement des deux modèles économiques.

Comme nous l'avons déjà vu, l'accroissement de la masse monétaire a pour conséquence un accroissement de la valeur des titres, ce qui, dans un premier temps, a des conséquences positives aussi bien pour le modèle productif que pour le modèle spéculatif. Dans le modèle productif, l'accroissement de la valeur des titres se traduit par une baisse des taux d'intérêt qui favorise la reprise de l'investissement et donc de l'activité. Dans le modèle spéculatif, on peut penser que les revenus tirés de spéculation évoluent dans le même sens que la valeur des titres, si bien qu'un accroissement de la masse monétaire se traduit également par un effet positif sur l'activité.

Mais, dans un deuxième temps, les conséquences d'un accroissement de la masse monétaire divergent. En effet, dans le modèle productif, le développement de l'activité va de pair avec une baisse progressive des taux de profit, en particulier du fait d'un effet de saturation de la consommation des ménages. Dans le modèle spéculatif, il n'y a rien de tel, d'une part parce que

baisse sur les taux de profit, d'autre part parce que les industries du luxe ne sont pas soumises à un quelconque effet de saturation de la consommation, un ménage qui consomme des produits de luxe étant moins sensible au niveau absolu de leur consommation qu'à son niveau relatif par rapport à celui des autres ménages.

Ainsi, après des effets favorables, la croissance de la masse monétaire se traduit dans un deuxième temps par une décroissance des taux de profit dans le modèle productif alors qu'ils restent stables ou même croissent dans le modèle spéculatif. Il se produit alors un effet d'éviction en faveur du modèle spéculatif dont le développement étouffe celui du modèle productif.

A 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. A l'inverse, dans le modèle spéculatif, le vainqueur est celui qui prélève le plus de richesse sur la collectivité. Cela ne peut rester sans conséquence, non seulement sur l'évolution économique, mais aussi sur la cohésion sociale et les valeurs dominantes de la société.

## Le seigneurage

Historiquement, le seigneurage est le privilège d'émission de la monnaie. Pendant longtemps, les discussions sur le seigneurage se sont focalisées sur les avantages que tire l'Etat de ce privilège, aujourd'hui l'essentiel de la création monétaire étant le fait, non de banques publiques comme le sont souvent les banques centrales, mais de banques privées, on peut se demander quels avantages ces banques tirent de leur pouvoir d'émission.

Le système bancaire considéré dans son ensemble crée de la monnaie essentiellement en accordant des crédits. Si la monnaie émise est acceptée par tous, ce fut d'abord historiquement parce que de riches banquiers en garantissaient le remboursement en or. La valeur de la monnaie était alors fondée sur la richesse des banquiers et leur réputation d'honnêteté. Puis, avec l'abandon de la référence à l'or, le système reposa principalement sur la garantie de l'Etat qui impose généralement l'utilisation de la monnaie officielle. Depuis toujours les banquiers tirent leurs revenus, d'une part des commissions qu'ils facturent pour les services de gestion de la monnaie qu'ils prennent en charge, d'autre part des revenus qu'ils tirent des crédits qu'ils ont accordés. Une première forme de seigneurage correspond à ces revenus, mais ce n'est pas la seule. Les banques peuvent, en effet, acquérir directement des actifs en émettant de la monnaie.

### *Le seigneurage public*

Commençons par étudier le cas d'une banque centrale publique. Celle-ci a le pouvoir d'émettre de la monnaie et elle n'a, en contrepartie, aucune obligation réelle depuis que les monnaies ne sont plus convertibles en or, l'inscription à son passif de la monnaie émise n'est que purement formelle. Ses contraintes sont celles que lui assigne le pouvoir politique, par exemple le maintien de la valeur de la monnaie en luttant contre l'inflation.

Supposons donc que la banque centrale achète un terrain à un ménage pour une valeur de 100. Elle va payer ce terrain en émettant de la monnaie. Les variations des bilans des banques et des ménages se présentent ainsi :

Banque centrale				Ménages			
Actif		Passif		Actif		Passif	
Terrains	100	Monnaie	100	Terrains	-100		
				Monnaie	100		

La banque centrale possède maintenant un terrain d'une valeur de 100, les ménages ont certes moins de terrains mais ils possèdent à la place de la monnaie, ils ne se sentent pas plus pauvres. Cet achat de la banque centrale aurait-il des conséquences en termes d'inflation, si bien que, en termes de pouvoir d'achat, les ménages se sentiraient effectivement appauvris ?

Rien n'est moins sûr ! En effet, le revenu des ménages n'a pas changé, leur demande en produits de consommation non plus, si bien que rien ne semble susceptible de faire monter le prix des produits. En revanche, si l'on observe leur bilan, on constate que les ménages détiennent davantage de monnaie, si bien que la structure de leur bilan a évolué en faveur de la monnaie et en défaveur des terrains. Les ménages vont donc être tentés de rétablir la structure de leur bilan en achetant des terrains. Puisque les terrains ne sont pas produits, cette volonté collective d'acheter des terrains va se traduire par une hausse de leurs prix qui va rétablir une structure du bilan des ménages plus satisfaisante pour eux. Ainsi, il n'y a pas de hausse des prix des biens et services mais une hausse des prix des terrains.

Si l'on raisonne en termes de pouvoir d'achat, l'indice utilisé pour la mesure des prix est habituellement un indice des prix à la consommation. Puisque les prix des biens et services n'ont pas varié, les statistiques officielles feront apparaître une inflation nulle et donc un maintien du pouvoir d'achat des ménages. Les ménages ont alors l'impression d'être plus riches. Ainsi, tout le monde devrait être content, les ménages sont plus riches et la banque centrale possède le terrain qu'elle souhaitait acquérir.

Cet achat du terrain par émission monétaire semble encore plus satisfaisant si on la compare à la solution alternative qui consisterait pour l'Etat à financer l'achat du terrain par des impôts supplémentaires. Dans ce cas, en effet, c'est le revenu des ménages qui diminuerait et, par suite, leur demande et l'activité. Doit-on pour autant dire que tout le monde est gagnant lorsque l'Etat fait appel à l'émission de monnaie ? En fait, pour pousser plus loin notre raisonnement, nous devons aller au-delà des catégories habituellement utilisées par les comptes nationaux. En effet, les propriétaires de terrains peuvent se montrer satisfaits, par exemple lorsqu'ils partiront en retraite, ils pourront vendre une partie de leurs terrains et jouir d'une retraite plus confortable. C'est beaucoup moins vrai pour les ménages qui ne sont pas propriétaires. En effet, puisque les prix des terrains ont augmenté il leur sera plus difficile de devenir propriétaires. Ainsi, l'achat du terrain par la banque centrale a pour conséquence d'avantager les propriétaires au détriment de ceux qui ne le sont pas.

### *Le seignuriage privé*

Puisque la création monétaire n'est pas le seul fait des banques centrales, mais aussi de celui des banques de dépôts privées, la question se pose de savoir si elles peuvent bénéficier, elles aussi, du seignuriage. Pour y répondre, reprenons notre exemple précédent et voyons comment une banque de dépôt peut acquérir un terrain.

Pour cela, supposons que la banque de dépôts possède 1000 de dépôts. Ces 1000 de dépôts correspondent à de la monnaie que la banque peut utiliser comme elle l'entend à la seule condition de pouvoir les rembourser aux déposants à tout moment. Puisqu'elle détient 1000 de monnaie, la banque de dépôts peut considérer qu'elle peut raisonnablement acquérir un terrain d'une valeur de 100, le risque qu'elle prend ainsi étant quasiment inexistant si elle peut, en cas de demande de retraits inattendus des déposants, soit bénéficier d'un prêt de la banque centrale, soit vendre le terrain qu'elle a acquis. Le financement auprès de la banque centrale pouvant s'avérer coûteux, la banque de dépôts devra principalement compter sur la possibilité de vendre

rapidement les actifs qu'elle achète, c'est-à-dire sur leur liquidité. Ainsi, les actions étant des actifs plus liquides que les terrains, les banques de dépôts préféreront généralement acquérir des actions que des terrains.

Les effets sur l'économie de l'achat d'un terrain par une banque de dépôts sont rigoureusement les mêmes que ceux résultant d'un achat de terrains par la banque centrale, c'est-à-dire un accroissement de la masse monétaire et une hausse du prix des actifs. Cependant, il est souvent plus intéressant pour les banques de dépôts de financer les achats d'actifs d'autres agents que d'acheter elles-mêmes ces actifs. C'est le cas des terrains, car les banques n'achètent généralement pas de terrains mais accordent des crédits à ceux qui souhaitent acquérir des logements dont une partie du prix correspond, en fait, à des terrains. Dans ce cas, l'effet au niveau macroéconomique est le même que si les banques achetaient directement des terrains. La différence vient du fait que les banques ne sont pas propriétaires des terrains mais qu'elles récupèrent à leur profit, sous forme d'intérêts, une partie de la rente que procurent les terrains.

Au niveau macroéconomique, il existe une différence essentielle entre le financement par les banques des investissements des entreprises en biens de capital fixe et le financement de terrains. En effet, contrairement aux biens de capital fixe, les terrains ne peuvent être produits, si bien que leur financement par les banques ne va pas se traduire par un accroissement de la production, c'est-à-dire par une création de richesse. L'effet sur l'économie peut être positif dans la mesure où l'accroissement de la masse monétaire tend à faire baisser les taux d'intérêt et facilite donc le financement des entreprises. Mais cet effet positif peut être annulé si le taux de profit réalisé sur les opérations immobilières rend l'achat de terrains plus intéressant que le financement des entreprises. L'activité immobilière est d'autant plus favorisée que son financement fait monter le prix des terrains, si bien que les acquéreurs peuvent anticiper des plus-values. Ainsi, dans certains cas, le développement de l'activité immobilière peut s'opposer au développement de l'activité économique. C'est le cas notamment lorsque la demande porte essentiellement sur des logements en ville puisque celle-ci ne peut être satisfaite que très partiellement par de nouvelles constructions.

Pour pouvoir tirer le meilleur parti des dépôts qu'elles ont reçus, les banques de dépôts doivent acquérir les actifs les plus liquides possibles, c'est-à-dire ceux qui peuvent se revendre le plus rapidement possible. Ils peuvent ainsi acquérir des actions pour percevoir des dividendes car celles-ci sont plus liquides que les terrains. En comparaison, les crédits ont le défaut d'être peu liquides, surtout les crédits à long terme. Pour y remédier les banques ont développé des techniques de titrisation qui permettent l'introduction des crédits sur les marchés et les rendent donc liquides.

Mais la meilleure utilisation que peuvent faire les banques de leurs dépôts est certainement de développer leur activité spéculative, c'est-à-dire celle qui consiste à acheter et vendre des titres dans le but d'en tirer des plus-values. La spéculation peut prendre plusieurs formes. L'une d'elle consiste à s'appuyer sur des traders qui tirent parti de leur bonne connaissance des marchés et de leur flair pour réaliser des profits spectaculaires sur quelques opérations. Ce type d'activité spéculative est surtout connu du grand public lorsqu'il se traduit par des pertes spectaculaires qui peuvent aller jusqu'à conduire une banque à la faillite ou l'Etat à prendre à sa charge des dettes colossales.

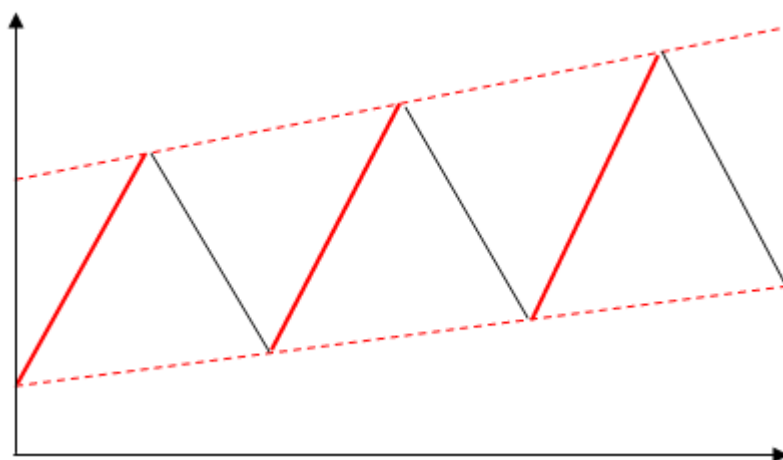
Cependant, cette forme de spéculation n'est pas la plus intéressante car le développement des réseaux informatiques et la mondialisation ont rendu possible la spéculation à très court terme. Celle-ci exploite les fluctuations de courte période des titres, les profits provenant essentiellement de la multiplication du nombre des opérations dont chacune ne dégage qu'un profit limité. Cette forme de spéculation repose moins sur le talent des traders que sur la puissance des modèles mathématiques.

Elle s'avère particulièrement intéressante pour une banque de dépôts car si celle-ci se fixe pour

l'évolution des cours, elle est assurée de gagner de l'argent tout en prenant très peu de risques. En effet, si le modèle mathématique est performant, les pertes sont statistiquement compensées par des gains plus nombreux. De plus, la banque peut faire face facilement à toute demande de retraits imprévus de ses déposants puisque, par exemple, si la durée maximale de chaque cycle d'achat/vente est d'une journée, cela veut dire que la banque peut satisfaire dès le lendemain à toute demande de retrait. Il lui suffit pour satisfaire ses obligations de ralentir légèrement l'exécution des ordres de retraits ou de virements de ses clients.

Puisque les banques de dépôts qui exercent ce genre de spéculation ne détiennent des titres que très peu de temps, elles sont peu sensibles à l'évolution de leurs cours à plus long terme. Par exemple, au début de l'année la banque peut détenir 1000 actions dont le cours est de 120 et qu'elle a achetées la veille au cours de 119. A la fin de l'année, si les cours sont descendus à 100, elle peut posséder 1200 titres qu'elle a achetées la veille au cours de 99. Ainsi, la banque possède à la fin de l'année un portefeuille d'actions de même valeur qu'en début d'année, c'est-à-dire 120000, la baisse des cours sur l'ensemble de l'année est restée pour elle sans conséquence négative.

Cette spéculation génère, comme cela a été décrit plus haut, des profits qui vont être distribués aux actionnaires des banques. Là encore lorsque la tendance des cours est à la hausse, tout le monde a l'impression de gagner. Par exemple, dans le schéma ci-dessous certains ménages peuvent acheter et vendre uniquement lorsque les cours se situent sur la droite en pointillé du bas, d'autres ménages peuvent acheter et vendre uniquement lorsque les cours se situent sur la droite en pointillé du haut, les banques achetant à chaque cycle lorsque les cours sont au plus bas et revendant lorsqu'ils sont au plus haut. Dans ce cas, les ménages et les banques réalisent tous des plus-values lors de leurs opérations d'achats/ventes.



La spéculation des banques a donc deux effets :

- un premier effet sur la demande en biens et services car les actionnaires voudront consommer une partie de leur revenu,
- un deuxième effet sur la valeur des actions émises par les banques qui est tirée vers le haut.

Nous avons vu que le modèle spéculatif fonctionne d'autant mieux que les banques injectent de la monnaie dans l'économie puisque cela se traduit par une hausse des cours des actifs. Mais, à l'inverse, plus les cours des actifs sont hauts et plus les banques peuvent accorder de crédits, et donc faire croître la masse monétaire, car leurs clients offrent, individuellement, de meilleures garanties. Bien entendu, cette garantie est en partie illusoire car elle n'a de validité qu'au niveau microéconomique, l'élévation des cours des actifs ne créant aucune richesse réelle.

La particularité du modèle spéculatif est, en effet, d'être fondé en majeure partie sur des transactions portant sur des actifs non produits, qu'il s'agisse d'actifs non financiers comme les terrains ou d'actifs financiers comme les actions. La hausse de ces actifs ne génère donc aucune production, c'est-à-dire aucun accroissement de richesse réelle. Les risques de crise sont alors d'autant plus élevés que s'accroît l'écart entre la valeur des actifs non produits et la valeur des produits effectivement disponibles.

Le développement du modèle spéculatif est incontestablement favorisé par l'organisation du système monétaire en deux niveaux, une banque centrale généralement publique et des banques de dépôts généralement privées.

Ainsi, les banques de dépôts se caractérisent par la dualité de leurs activités :

- une activité de crédit qui permet le développement de l'économie réelle, source de toute création de richesse
- une activité spéculative qui ne crée aucune valeur mais enrichit une minorité au détriment de la majorité.

Or, du fait de l'évolution des techniques et du développement des marchés, l'activité spéculative est devenue pour les banques de dépôts à la fois plus rémunératrice et moins risquée que le financement de l'économie réelle. Des banques privées qui sont tenues de maximiser leurs profits ne peuvent donc que s'orienter prioritairement vers ces activités.

## 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. En comptabilité privée, la notion de profit se rapproche de celle de bénéfice 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

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.

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.

A 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.

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'acquiescer 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  $R_M$  le revenu des ménages et supposons une fonction de consommation simplifiée :

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

On a :

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

Par ailleurs :

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

où  $i$  désigne les intérêts payés.

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

$$(7) R_M = i / (1-a)$$

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.

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 générerait 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. Par ailleurs, 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

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

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,  $R_M$  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	$R_M$	P- $R_M$
Ent <sub>1</sub>	$S_1 + CCF_1 + B_1$	$S_1 + B_1$	CCF <sub>1</sub>
Ent <sub>2</sub>	$S_2 + CCF_2 + B_2$	$S_2 + B_2$	CCF <sub>2</sub>
Ent <sub>3</sub>	$S_3$	$S_3$	0

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

$$(1) P = R_M + CCF_1 + CCF_2$$

Par ailleurs :

$$(2) P = C + I = C + I_1 + I_2 + I_3$$

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 :

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

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

$$(4) R_M + CCF_1 + CCF_2 = a.R_M + I_1 + I_2 + I_3$$

Or,  $CCF_2 = I_2$  car les entreprises du groupe 2 ont un capital fixe constant, et  $I_3=0$  car les entreprises du groupe 3 n'investissent plus.

On en déduit :

$$(5) R_M = (I_1 - CCF_1) / (1-a)$$

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. A 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. A 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

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.

**Ce texte n'engage que son auteur : Francis Malherbe**