

# Les stratégies de sortie de crise

## La nécessité d'un diagnostic objectif

Toute crise économique se traduit par des faillites, du chômage, des troubles sociaux et parfois même des guerres. Elle est nécessairement l'occasion d'une remise en cause des situations établies, la majorité y perd beaucoup, certains en sortent vainqueurs. Les analyses des crises et les propositions de solutions qui en découlent peuvent donc difficilement être tout à fait sereines et parfaitement objectives, les enjeux sont trop importants pour cela. Pourtant, la possibilité d'une catastrophe si des mesures efficaces ne sont pas prises doit inciter chacun à en relativiser d'éventuelles conséquences négatives et, à tout le moins, à tenter un diagnostic objectif de la situation.

La crise actuelle est d'abord apparue comme une simple crise immobilière aux Etats-Unis, la crise des subprimes, qui frappait des ménages, le plus souvent modestes, ayant imprudemment accepté de s'endetter à des conditions qui dépassaient leurs capacités de remboursement. Par son ampleur, la crise des subprimes déstabilisa le marché immobilier, puis les banques qui se retrouvèrent avec des milliards de dollars de crédits qui ne seraient jamais remboursés et des garanties qui n'avaient plus aucune valeur. Cette première crise pesa sur les cours des bourses mondiales qui, jusque là à la hausse, commencèrent à se retourner dès juillet 2007.

Pendant ce temps, les cours du pétrole qui avaient commencé leur mouvement de hausse depuis 2002 s'envolaient à la fin 2007 pour atteindre leur plus haut niveau en juillet 2008, à un prix cinq fois supérieur à celui de 2002. Il apparut alors évident que l'économie mondiale ne pouvait plus poursuivre sa croissance dans ces conditions, les cours du pétrole commencèrent leur chute. Ce même diagnostic, conjugué au doute porté sur la valeur des actifs, plongea dans la crise l'ensemble du système financier mondial, provoquant la faillite de grandes banques, la plus spectaculaire d'entre elles étant celle de Lehman Brother qui entraîna la chute des cours des actions sur l'ensemble des bourses mondiales. La crise se propagea ensuite de plus en plus rapidement à l'économie réelle, jetant de par le monde des millions de personnes dans le chômage.

Pour faire face à cette crise sans précédent de puis celle de 1929, les banques centrales ont, de manière coordonnée, injecté massivement des liquidités dans l'économie, fait baisser les taux d'intérêt, les états ont adopté des plans de soutien aux banques, allant jusqu'à en nationaliser certaines, puis ils ont décidé des plans de relance massifs de l'activité économique fondés sur une logique keynésienne.

La théorie keynésienne retrouve ainsi une nouvelle jeunesse après avoir été pratiquement abandonnée, ce qui ne va pas sans poser quelques questions :

- comment une théorie économique considérée comme dépassée par la majorité des économistes peut-elle aussi soudainement retrouver une pertinence suffisante pour fonder des politiques économiques ?
- les politiques de relance basées sur la théorie keynésienne sont-elles réellement efficaces ? De nombreux économistes pensent qu'elles n'auraient pas suffi à résoudre la crise de 1929 et que la reprise de la croissance n'aurait pas été effective sans la guerre. Seront-elles donc efficaces cette fois ci, du moins suffisamment pour nous éviter une nouvelle guerre mondiale ?
- le monde a bien changé depuis 1929, la théorie keynésienne est-elle toujours pertinente de nos jours ? Les politiques de relance doivent-elles être à l'image de celles

qui ont été pratiquées depuis la fin de la deuxième guerre mondiale, doivent-elles être adaptées aux réalités d'aujourd'hui, ou bien des politiques alternatives sont-elles nécessaires ?

- si la crise financière est surmontée et si les plans de relance sont efficaces, comment éviterons-nous une nouvelle flambée des cours du pétrole et des matières premières, c'est-à-dire comment éviterons-nous une nouvelle récession ?

Fondée sur la théorie keynésienne adaptée aux réalités de notre époque, l'analyse qui est proposée ici s'inscrit dans la perspective d'un blocage durable de la croissance résultant, en particulier, de l'épuisement progressif des ressources naturelles. Elle fait le constat que les politiques de relance habituellement proposées ne sont pertinentes que pour atténuer les effets des cycles économiques, mais qu'elles ne peuvent durablement maintenir le plein emploi dans une économie stationnaire. Cette analyse est résumée dans les paragraphes suivants.

La théorie keynésienne est fondée sur trois piliers principaux :

- une égalité qui est, au niveau de l'économie mondiale, toujours strictement vérifiée : l'égalité entre l'épargne et l'investissement net. Elle signifie que, globalement, l'enrichissement de l'ensemble des agents économiques est rigoureusement déterminé par l'investissement net des entreprises.
- une relation de comportement, vérifiée de manière statistique sur le moyen terme : la relation entre le revenu des ménages et leur consommation, c'est-à-dire également une relation entre le revenu des ménages et leur épargne. Elle exprime la subordination de la demande des ménages à leur revenu.
- une relation entre la demande et la production qui est aussi une relation entre la demande et l'emploi.

Dans une économie libérale, du fait des transferts de revenus des entreprises vers les ménages sous forme de salaires et de revenus de la propriété, l'égalité entre l'épargne et l'investissement net est essentiellement une relation entre l'épargne des ménages et l'investissement net des entreprises. Au niveau mondial, l'investissement net des entreprises détermine ainsi l'épargne des ménages. La relation entre l'épargne des ménages et leur revenu devient, au niveau macroéconomique, une relation de détermination du revenu des ménages par leur épargne, c'est-à-dire par leur enrichissement. Il s'en suit que la demande des ménages dépend principalement de leur enrichissement. Il se peut alors qu'une croissance faible se traduise par un investissement net, et donc un enrichissement des ménages, insuffisants pour générer une demande compatible avec le plein emploi. Lorsque c'est le cas, deux familles de politiques économiques sont généralement proposées :

- La relance par l'offre. Puisque l'enrichissement global est déterminé par l'investissement net, il suffit de favoriser l'investissement pour retrouver le plein emploi.
- La relance par la demande. Lorsqu'il n'est pas possible de relancer l'investissement des entreprises, l'enrichissement global est insuffisant mais il est possible de maintenir l'enrichissement des ménages à un niveau suffisant en le compensant par l'appauvrissement d'un autre agent économique. Généralement cet agent est l'Etat.

Puisque l'investissement net des entreprises détermine l'enrichissement global, le diagnostic doit porter en priorité sur les raisons de son insuffisance. Dans une économie libérale, l'investissement est d'abord déterminé par les perspectives de profit des entreprises, celles-ci

dépendant à la fois des perspectives d'évolution de la demande et de celles des coûts de production.

La croissance de la demande des ménages n'est pas infinie et elle tend à se ralentir avec le niveau de la consommation. Cet affaiblissement progressif de l'attractivité de la consommation se traduit concrètement par une baisse des perspectives de profit qui pèse sur l'investissement et peut aller jusqu'à le rendre impossible.

Les perspectives d'évolution des coûts de production dépendent principalement de celles des salaires et de la rente, c'est-à-dire des prix du pétrole, des matières premières et du loyer de la terre. Les rendements des ressources naturelles étant décroissants, la rente s'accroît avec le niveau de la production et elle peut aller jusqu'à annuler toute perspective de profit des entreprises et donc toute possibilité de nouvel investissement.

Si les obstacles qui s'opposent à l'investissement ne sont pas durables, il est possible d'espérer sortir de la crise par les politiques de relance habituelles. Mais les politiques de relance par l'offre qui consistent généralement en l'allègement des charges sociales et fiscales des entreprises atteignent leurs limites avec l'annulation de ces charges. Les politiques de relance par la demande s'épuisent également rapidement puisqu'elles se traduisent par l'appauvrissement d'un agent qui ne saurait se poursuivre indéfiniment.

Ces dernières années, l'économie mondiale a tenté de s'opposer aux effets négatifs de la baisse d'attractivité de la consommation et de l'épuisement des ressources naturelles par une série de moyens :

- l'allègement des charges sociales et fiscales des entreprises,
- les déficits publics,
- le développement de la mondialisation qui a permis tout à la fois la relance de la demande par la baisse des prix et la hausse des profits par la baisse des salaires,
- le développement de la sphère financière qui a permis un enrichissement apparent sans contrepartie réelle.

La question est de savoir si ces moyens peuvent être efficaces durablement. Si ce n'était pas le cas et si l'épuisement de l'attractivité de la consommation et des ressources naturelles était durable, la faillite de l'économie mondiale ne serait pas une possibilité mais une certitude. Seule une réforme profonde du système économique permettrait alors d'éviter au monde une nouvelle catastrophe.

## L'épuisement de l'attractivité de la consommation

Il est communément admis par les économistes que l'utilité marginale d'un produit décroît avec le niveau de sa consommation. Par exemple, l'eau est indispensable à la vie, passer d'une consommation nulle à une consommation journalière d'un litre est donc particulièrement utile et tout le monde serait prêt à payer beaucoup pour cela. Le passage d'une consommation journalière de un à deux litres est déjà moins utile et n'est possible qu'avec une baisse des prix de l'eau. Bien entendu, la demande dépend également du revenu des consommateurs mais aucun revenu ni aucun prix ne justifierait une consommation journalière de, par exemple, un million de litres, il existe donc un plafond que la consommation ne peut en aucun cas dépasser.

Ce phénomène est vrai pour tous les produits, ses conséquences sont importantes pour le fonctionnement de l'économie. En effet, à chaque niveau de consommation d'un produit correspond un niveau du capital fixe installé sous forme de machines, bâtiments, etc. Tout

accroissement du capital fixe ne sera donc justifié que par un accroissement correspondant du niveau de consommation, c'est-à-dire par une possibilité de croissance des revenus ou de baisse des prix. Mais, plus la consommation se rapprochera de son plafond et plus l'investissement net sera difficile et tendra vers zéro. Puisqu'il existe un plafond pour chaque produit, il arrivera nécessairement un moment où, quel que soit le niveau des revenus et des prix, la croissance s'arrêtera et l'investissement net deviendra nul.

Le seul moyen de maintenir la croissance est d'inventer de nouveaux produits. Mais cela ne suffit pas, il faut également que la demande pour ces nouveaux produits se traduise par un relèvement du stock de capital fixe installé. Si la mode passe des chemises rouges aux chemises vertes, cela n'aura aucun impact sur la croissance car les deux types de chemises peuvent être produits par les mêmes machines. Mais, même l'apparition d'un nouveau modèle d'automobile ne se traduit pas nécessairement par une croissance du stock de capital fixe. En effet, l'apparition de nouveaux modèles chez les constructeurs est généralement un phénomène régulier, si bien que l'investissement en nouvelles machines ne fait que compenser le déclassement des anciennes. Dans ce cas, le stock de capital fixe change de nature mais pas de niveau en valeur. Historiquement, la naissance de l'automobile a effectivement constitué un événement capable de tirer durablement la croissance mondiale mais aucune apparition de nouveau produit ne peut lui être comparée ces dernières années.

## L'épuisement des ressources naturelles

Les ressources naturelles, tout particulièrement les terrains, ont longtemps joué un rôle fondamental dans l'analyse économique. Les économistes justifiaient, en effet, l'existence de rendements décroissants, hypothèse indispensable à la réalisation d'un équilibre, par la diversité des rendements offerts par les différentes parcelles de terre. Par exemple, certaines parcelles produisaient plus de blé à l'hectare, ou nécessitaient moins de travail pour produire une tonne de blé, que d'autres. Les parcelles les plus productives étaient naturellement cultivées en premier, puis avec le développement de la demande, en particulier sous l'effet de la croissance démographique, des parcelles de moins en moins productives devaient être mises en culture. Mais, pour que le propriétaire d'un terrain accepte de le cultiver, il fallait nécessairement que la valeur du blé produit dépasse la valeur des salaires nécessaires à sa production. La concurrence sur le marché du travail faisait que, à l'équilibre, les salaires étaient égaux à la valeur du blé produit sur la parcelle la moins productive, si bien que le profit s'annulait sur la dernière parcelle cultivée mais restait positif sur les autres. Plus la demande augmentait et plus les salaires réels devaient baisser pour la satisfaire.

C'est de cette analyse que Malthus a déduit ses lois. Il lui semblait évident que la croissance démographique potentielle était plus forte que celle des ressources naturelles, si bien que l'équilibre ne pouvait être atteint que par la famine ou la guerre. S'il est vrai que des progrès substantiels ont été accomplis dans le domaine de l'agriculture, la loi de Malthus reste cependant une épée de Damoclès suspendue au-dessus de l'humanité. Mais Malthus qui était pasteur et se souciait du sort des plus pauvres insistait sur les conséquences sociales de la croissance démographique. Car pour que la production de blé augmente, il fallait nécessairement que le prix du blé exprimé en unités de salaires augmente également. Puisque les prix du blé et de la main d'œuvre sont les mêmes sur toutes les parcelles, l'accroissement du prix du blé nécessaire à la mise en culture de nouvelles parcelles se traduisait par un accroissement des profits sur les parcelles déjà cultivées. Ainsi, la croissance démographique avait pour conséquence une aggravation des inégalités sociales. Malthus tentait donc d'expliquer aux plus pauvres que leur action la plus efficace contre la misère était la limitation du nombre de leurs enfants.

Aujourd'hui, la croissance de la demande dans le monde ne vient plus principalement de la croissance démographique mais de celle du niveau de vie. La deuxième loi de Malthus s'exprime alors ainsi : toute croissance du niveau de vie qui accentue la pression sur les ressources

naturelles se traduit également par une aggravation des inégalités sociales. N'est-elle plus d'actualité aujourd'hui ?

La rente, c'est-à-dire la rémunération des propriétaires des ressources naturelles comme la terre, les puits de pétrole et les mines, a pratiquement disparu de l'analyse économique, pourtant elle joue toujours un rôle essentiel. En effet, la valeur ajoutée nette créée par les entreprises est partagée entre les salariés, l'Etat et les entreprises, la rémunération de ces dernières prenant, en comptabilité nationale, le nom d'excédent net d'exploitation. Mais une part de l'excédent net d'exploitation va nécessairement à la rente car, globalement, la production implique l'utilisation de ressources naturelles comme la terre, les puits de pétrole et les mines.

Il est vrai que cette analyse n'est pas facile à réaliser à partir des comptes nationaux car ceux-ci occultent la plus grande part de la rente. En effet, dans le domaine de l'agriculture, lorsque l'entreprise agricole est propriétaire de son terrain, la comptabilité nationale n'enregistre aucune rente. Il est pourtant important de comprendre que l'excédent net d'exploitation va rémunérer aussi bien la possession de la terre que celle du capital fixe comme le matériel et les bâtiments. En effet, si le prix du loyer de la terre augmentait au-delà d'un certain seuil, l'entreprise agricole aurait intérêt à mettre ses terres en location plutôt que de les cultiver. Le phénomène est le même pour les entreprises pétrolières et minières, le plus souvent la rente n'est comprise dans l'excédent net d'exploitation que de manière implicite. Il n'en reste pas moins que, malgré l'absence de statistiques disponibles, la rente joue un rôle fondamental dans l'économie.

Reprenons notre exemple de l'agriculture et supposons que le propriétaire de la terre fasse appel pour la cultiver, non pas directement à des salariés mais à une entreprise sous-traitante. Celle-ci va utiliser du matériel et des salariés, elle va facturer ses services à l'heure de travail accompli. Le raisonnement précédent reste vrai. Ainsi, la production de blé ne pourra augmenter que si la rémunération de l'entreprise sous-traitante baisse, c'est-à-dire en l'absence d'une baisse des salaires, si les profits diminuent. En termes de partage de la valeur ajoutée on peut en déduire que la part de la rente augmente nécessairement avec le niveau de la production et qu'elle pèse tout autant sur les profits que sur les salaires. L'existence de la rente est ainsi le deuxième frein majeur à la croissance de la production et donc au maintien de l'investissement net à un niveau suffisant pour garantir le plein emploi. Concrètement, cet effet se traduit de façon la plus visible par l'augmentation du prix du pétrole lorsque le niveau de la production se rapproche du plafond où elle devient physiquement impossible.

Les ressources naturelles doivent également être introduites dans l'analyse keynésienne de détermination des taux d'intérêt. Celle-ci est basée sur l'existence d'une préférence pour la liquidité correspondant au motif de spéculation qui a pour conséquence de faire dépendre le taux d'intérêt de la part de la monnaie réservée à ce motif dans le patrimoine des agents économiques, plus cette part est faible et plus le taux d'intérêt est élevé. Comme la valeur des ressources naturelles a tendance à croître avec le niveau de production, elles prennent une place dans le patrimoine des agents se traduisant par une pression à la hausse sur les taux d'intérêt qui pèse sur l'investissement net.

La croissance des prix des ressources naturelles peut cependant temporairement retarder l'apparition des crises dans certains pays et sous certaines conditions. En effet, la théorie keynésienne et la comptabilité nationale sont fondées sur l'égalité entre le revenu global et la valeur ajoutée nette créée par les entreprises, ainsi que sur l'exclusion du revenu des ménages de tout élément correspondant à une réévaluation d'actifs. Selon la théorie keynésienne, c'est le revenu des ménages calculé de cette manière qui va déterminer leur consommation. Cette hypothèse n'est cependant pas nécessairement vérifiée et il est possible que dans certains pays où les ménages sont particulièrement optimistes (et imprudents !), la consommation finale dépende, non pas du revenu tel que le définit la comptabilité nationale, mais du revenu augmenté des plus-values réalisées sur les actifs. Cela peut arriver lorsque, anticipant une croissance continue des cours des actifs, les ménages considèrent que les plus-values réalisées leur sont définitivement

acquises et font partie de leur revenu. On pourra donc écrire, en désignant les plus-values par PV et la valeur ajoutée par VA :

$$R_M = VA + PV$$

La valeur ajoutée étant la somme des emplois finals, on en déduit :

$$R_M = CF + I + PV$$

Et si l'on adopte une fonction de consommation extrêmement simple du type  $CF = a.R_M$  :

$$R_M = a.R_M + I + PV$$

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

C'est à dire que les plus-values peuvent aider au maintien du plein emploi lorsque l'investissement net est insuffisant, elles jouent alors le même rôle que les déficits publics. Bien entendu, l'effet est inverse en cas de baisse des prix.

Mais il n'est pas nécessaire de supposer un comportement particulier des ménages pour que la croissance des prix des ressources naturelles ait un effet positif sur l'activité. En effet, lorsque les entreprises possèdent des ressources naturelles, par exemple des entreprises immobilières qui possèdent des terrains, la hausse des prix de ces actifs va se traduire dans leurs comptes par des plus-values, soit parce que les règles comptables imposent une valorisation des actifs aux prix du marché (fair value), soit parce que ces entreprises achètent et vendent des actifs et qu'elles réalisent ces plus-values au moment des ventes. Dans les deux cas, les plus-values apparaissent dans les bénéfices et ont vocation à être distribuées sous forme de dividendes. Ainsi, la croissance des prix des actifs peut générer des revenus et donc soutenir temporairement la consommation.

## La mondialisation

Plusieurs fois dans l'Histoire, la mondialisation est apparue comme un puissant moteur de l'investissement permettant de générer de longues phases de croissance et de retarder l'apparition des crises économiques. Son principe est toujours le même, l'ouverture de nouveaux marchés aux biens et aux capitaux ayant deux effets. Le premier retarde l'épuisement de l'attractivité de la consommation en proposant de nouveaux produits à la consommation et en favorisant la baisse des prix des produits existants. Le second porte sur la croissance des anticipations de profit provenant d'une part de la relance de la demande, d'autre part d'une baisse des salaires réels.

Mais l'effet de la mondialisation n'est que transitoire parce que c'est moins la taille du marché que sa croissance, c'est-à-dire le passage d'une situation à l'autre, qui importe ici. En effet, avec le temps les forces qui s'opposent à l'investissement reprennent leurs droits. La force de l'attrait de nouveaux produits faiblit, les salaires montent dans les pays émergents. De plus, la mondialisation actuelle présente deux caractéristiques négatives supplémentaires. La première est l'augmentation du taux d'épargne parce que, globalement, elle profite davantage aux classes les plus riches de la population mondiale, la seconde est la baisse de l'intensité capitaliste de la production. Dans l'industrie automobile, par exemple, les usines installées dans les pays émergents font appel massivement à la main d'œuvre, si bien que la production d'une voiture y nécessite un capital fixe moins important que dans les vieux pays industriels. Ainsi, pour un nombre de voitures donné, la délocalisation de l'industrie automobile se traduit-il plutôt par un désinvestissement net.

L'une des causes de la crise actuelle réside très vraisemblablement dans le début d'épuisement des effets bénéfiques de la mondialisation.

## La bulle financière

Le développement de la sphère financière a toujours été un moyen de retarder l'apparition des crises économiques. Un exemple peut illustrer ce phénomène. Il concerne les entreprises qui réalisent des profits en jouant sur les fluctuations des cours. Supposons qu'une entreprise achète une action aux ménages pour une valeur de 100 et la revende plus tard à ces mêmes ménages pour une valeur de 120, elle réalise dans cette opération une plus-value qui se traduit par l'apparition d'un bénéfice dans ses comptes et donc une distribution de dividendes aux ménages de 20. Au cours de cette période, les ménages ont dégagé un revenu de 20 et ils ont vu leurs avoirs passer de 100 à 120. Du point de vue de la comptabilité nationale, la valeur ajoutée est nulle et le revenu global l'est donc aussi, le revenu positif des ménages est compensé par un revenu négatif de l'entreprise de -20. Remarquons que ce revenu négatif n'empêche pas l'entreprise de dégager un bénéfice. Ainsi, tant que la hausse des cours se poursuit, les entreprises peuvent distribuer des revenus sans créer de valeur ajoutée et les ménages peuvent continuer à s'enrichir même si aucune richesse n'a été créée dans l'économie, tout va donc pour le mieux dans le meilleur des mondes.

Puisque les cours des actions peuvent évoluer longtemps en totale déconnexion de la valeur réelle des entreprises, la constitution d'une bulle financière peut ralentir l'apparition d'une crise. Dans l'économie actuelle cette bulle peut se prolonger davantage parce que les entreprises, aussi bien financières que non financières, possèdent des actions émises par d'autres entreprises. Ainsi, la croissance de la valeur des actions se traduit dans leurs comptes par des plus-values qui génèrent des bénéfices, justifiant ainsi, tout au moins partiellement, la hausse des cours. A ce phénomène s'ajoute la titrisation et l'existence de paradis fiscaux qui permettent d'introduire dans l'économie des créances qui ne sont que la contrepartie de dettes irrécouvrables.

Pour le comptable national, ce mode de soutien de l'activité n'est pas si différent de celui qui est basé sur les déficits publics. En effet, en comptabilité nationale, la valeur des actions est enregistrée au passif des entreprises. Ainsi, dans le cas de la constitution d'une bulle financière comme dans le cas de déficits publics, l'insuffisance de la croissance de la richesse des ménages provenant de l'investissement net, c'est-à-dire l'insuffisance de la croissance de leurs actifs, est compensée par la croissance des passifs d'un autre agent économique qui n'a pas de contrepartie en actifs fixes. Cet agent est l'Etat dans le cas d'une relance par les déficits publics, c'est l'ensemble des entreprises dans le cas de la bulle financière.

Mais les effets de la bulle financière ne sont pas durables et son éclatement marque généralement le début de la crise réelle. Une autre manière de compenser l'insuffisance de l'enrichissement global des ménages, massivement utilisée ces dernières années, est le recours à l'endettement des ménages les plus pauvres. L'enrichissement des ménages les plus riches, ceux qui épargnent davantage, est alors rendu possible par l'appauvrissement des ménages les plus pauvres. Mais là encore, la pauvreté des plus pauvres a une limite qu'il est difficile de dépasser.

## Les stratégies de sortie de crise

Lorsque l'épuisement de l'attractivité de la consommation ou des ressources naturelles interdit toute croissance, une économie libérale ne peut se maintenir durablement au niveau du plein emploi car celui-ci nécessite un enrichissement permanent des ménages incompatible avec un investissement net nul. L'économie plonge alors dans une récession qui se prolongera jusqu'à ce que la destruction du capital fixe soit suffisante pour justifier une reprise de l'investissement. La croissance reprendra alors jusqu'à ce qu'elle atteigne à nouveau ses limites. Une nouvelle récession s'en suivra nécessairement. L'activité économique se caractérisera alors par une succession de phases de croissance suivies de crises, le plein emploi ne pouvant jamais se maintenir durablement.

Les politiques de relance proposées jusqu'ici, qu'elles portent sur l'offre ou la demande, ne peuvent avoir des effets que transitoires et ne sont donc adaptées qu'aux situations où la croissance peut se maintenir durablement sur le long terme. Lorsque ce n'est pas le cas, c'est-à-dire par exemple lorsque l'économie atteint ses limites en termes d'exploitation des ressources naturelles, d'autres solutions sont à rechercher pour permettre à l'économie de se maintenir dans un état stationnaire.

Pour un comptable national, la solution à une crise de cette nature est presque évidente, elle consiste, dans le cadre d'une politique de relance par la demande, à combler les déficits publics par des transferts en capital plutôt que de les financer par l'endettement de l'Etat. En effet, les comptables nationaux établissent une distinction claire entre les opérations courantes et les opérations en capital, cette distinction étant précisément établie pour conserver un lien entre le revenu des ménages et leur consommation finale. Le revenu des ménages est calculé à partir des seuls transferts courants, c'est-à-dire les salaires, les revenus de la propriété, les impôts courants et les autres transferts courants, ces opérations étant supposées les seules à influencer significativement la consommation. L'épargne correspond alors à l'enrichissement courant, elle ne tient pas compte des pertes ou des gains exceptionnels.

A l'inverse, les transferts en capital sont des opérations à caractère exceptionnel et ils sont supposés n'avoir que peu d'influence sur la consommation des ménages. Parmi les plus importants figurent les droits de successions. En effet, il est peut fréquent qu'un ménage consomme immédiatement l'héritage qu'il reçoit, du moins s'il a une certaine importance. Puisque les transferts en capital des ménages vers l'Etat n'ont pas d'incidence significative sur la consommation finale, il est, en théorie, possible de maintenir durablement l'économie à son niveau de plein emploi en comblant le déficit public nécessaire au maintien de l'activité par des impôts en capital, c'est-à-dire concrètement par des droits de succession.

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

En pratique, il peut être difficile de faire accepter aux ménages des droits de succession suffisamment élevés pour combler les déficits publics nécessaires au maintien du plein emploi, il faudra alors certainement compléter un éventuel relèvement des droits de succession par d'autres mesures. Parmi elles, l'impôt sur la fortune qui frappe les patrimoines au-dessus d'un certain seuil est certainement de nature à décourager la poursuite de l'enrichissement des ménages. Mais des mesures de nature différente sont également possibles. Ainsi, la méthode proposée par Keynes pour supprimer durablement les crises économiques n'est pas si différente de celle qui vient d'être exposée. Elle consiste, non pas à créer des déficits publics, mais à accumuler suffisamment de capital fixe pour faire baisser les taux de profit jusqu'à ce qu'ils atteignent un niveau proche de zéro. Dans ces conditions, les ménages n'auront plus véritablement intérêt à accumuler de la richesse car elle ne leur rapportera rien et ils seront incités à dépenser pendant leur vieillesse la richesse qu'ils auraient pu accumuler pendant leur période de vie active. En d'autres termes, Keynes voit dans la baisse des taux de profit un moyen d'inciter les ménages à stabiliser volontairement leur richesse, c'est-à-dire un moyen de maintenir leur enrichissement à un niveau compatible avec l'investissement net nul caractéristique d'une économie stationnaire.

On peut cependant douter de l'efficacité de la méthode proposée par Keynes et cela pour deux raisons. La première concerne la volonté d'épargner des ménages. Il est clair que même si les placements financiers ne rapportent rien, les ménages continueront toujours à chercher à épargner sur l'ensemble de leur vie, d'une part parce qu'ils ne savent pas quand ils vont mourir et qu'une

désépargne trop importante risquerait de les plonger dans la pauvreté avant leur mort, d'autre part parce que de nombreux ménages souhaitent transmettre un héritage à leurs enfants.

La deuxième raison porte sur la baisse des profits. Keynes néglige dans son raisonnement les ressources naturelles qui ne peuvent être produites mais qui génèrent nécessairement une rente. Le prix des ressources naturelles est déterminé par l'actualisation des anticipations de flux de rente qu'elles généreront dans le futur, l'actualisation étant réalisée au moyen du taux de profit des autres actifs. Si le taux de profit des actifs fixes est nul, le prix des ressources naturelles ne peut être qu'infini, ce qui est impossible. En fait, puisque le prix des ressources naturelles est susceptible de varier, il est clair que les agents économiques auront intérêt à conserver de la monnaie pour le motif de spéculation. Il s'établit alors un lien entre la valeur des ressources naturelles et la masse monétaire dont le montant est déterminé par le système bancaire. Si la valeur des ressources naturelles augmente, la demande des agents économiques en monnaie pour le motif de spéculation va croître, ce qui se traduira par le relèvement des taux d'intérêt. Ainsi, la croissance de la valeur des ressources naturelles qui serait compatible avec des taux de profit très faibles a pour conséquence une hausse des taux d'intérêt qui va faire obstacle à la baisse des taux de profit. La véritable cause de ce phénomène réside dans l'établissement d'une liaison entre la valeur des différents actifs au sein du patrimoine qui fait que l'impossibilité d'accroître les ressources naturelles s'oppose aussi au développement des actifs fixes.

L'impossibilité d'annuler totalement le taux de profit ne doit cependant pas conduire à renoncer aux mesures destinées à le faire baisser, d'une part parce qu'elles contribuent à rendre l'enrichissement moins attractif, d'autre part parce qu'une croissance nulle du patrimoine global sera certainement mieux acceptée si elle s'accompagne d'une réduction des inégalités sociales. Il est probable que seule une implication accrue de l'Etat dans l'économie permette d'atteindre ce résultat. Ainsi, des fonds publics d'investissement peuvent contribuer significativement à la baisse du coût du capital. Une précision s'impose ici. La propriété privée du capital est généralement justifiée par son utilité sociale, le profit des investisseurs étant présenté comme le meilleur moyen d'orienter les investissements vers les activités dont l'utilité est la plus forte. A l'inverse, le reproche qui est fait aux fonds publics est leur incapacité à orienter efficacement l'investissement, soit par manque d'intérêt personnel des salariés du secteur public, soit au contraire par risque de corruption. En fait, il faut distinguer entre propriété du capital et intéressement aux résultats. Deux moyens existent pour parvenir à une efficacité satisfaisante des fonds publics d'investissement. Le premier consiste à intéresser les salariés aux résultats comme c'est le cas dans la finance privée où une grande partie des investissements est décidée par des personnes qui n'en sont pas propriétaires. Le second moyen consiste à confier à chaque citoyen la gestion d'un certain montant de fonds publics dont il recevrait les revenus. Concrètement, la meilleure solution consisterait certainement à réduire alors les possibilités de placement à des investissements dans différents fonds publics qui seraient mis en concurrence.

L'amélioration de l'efficacité globale de l'économie passe aussi par l'impossibilité d'enrichissement dans des activités qui ne présentent aucune utilité sociale. Ainsi, l'enrichissement dans des activités spéculatives n'a pour seule justification que d'assurer la liquidité aux titres émis par les entreprises pour financer leurs investissements, cette liquidité étant une condition nécessaire pour que les investisseurs acceptent de financer un investissement sur lequel ils ne disposent d'aucune visibilité à long terme. Cette justification disparaît dans le cadre d'un investissement public car, comme Keynes l'expliquait très bien, la liquidité des placements n'existe qu'au niveau individuel et non pour la collectivité prise dans son ensemble. De plus, la mobilisation de ressources rares comme les mathématiciens de haut niveau pour une activité spéculative dont l'utilité sociale est nulle, pour ne pas dire négative, est une catastrophe pour la collectivité qui a tant de problèmes à résoudre par ailleurs. Dans cette perspective, il apparaîtrait pertinent d'interdire aux entreprises de détenir des titres financiers car cela incite à la spéculation et fait de la concurrence aux investissements productifs réellement utiles.

## La contrainte extérieure

L'une des principales critiques faite aux politiques de relance keynésiennes par la demande est leur inefficacité dans le cadre d'économies ouvertes, une partie de la demande supplémentaire s'orientant non vers la production nationale mais vers les importations. Cependant, l'accroissement du déficit commercial n'est pas une fatalité ainsi qu'un exemple simplifié nous permettra de le comprendre.

Supposons donc, pour simplifier, que les ménages soient des ménages purs, c'est-à-dire qu'ils n'aient aucune activité de production et que leurs seuls actifs soient des actifs financiers. Dans ces conditions, leur épargne est également égale à leur capacité de financement, celle-ci étant, rappelons-le, tout à la fois le solde de leurs opérations non financières et celui de leurs opérations financières. Pour les entreprises, si nous faisons l'hypothèse qu'elles distribuent tout leur revenu, leur épargne est nulle et leur investissement net est alors égal à leur besoin de financement, c'est-à-dire l'opposé de leur besoin de financement. Pour l'Etat, le déficit public correspond à son besoin de financement. Or, en comptabilité nationale, la somme des capacités de financement de l'ensemble des agents économiques, y compris le reste du monde, est toujours nulle :

$$C\Phi_{Ent} + C\Phi_{Mén} + C\Phi_{Adm} + C\Phi_{Rdm} = 0$$

C'est-à-dire :

$$C\Phi_{Mén} = - C\Phi_{Ent} - C\Phi_{Adm} - C\Phi_{Rdm}$$

La théorie keynésienne peut être reprise dans cette perspective. En effet, puisque l'épargne des ménages purs est égale à leur capacité de financement, le lien entre le revenu des ménages et leur épargne devient un lien entre leur revenu et leur capacité de financement, c'est-à-dire que le plein emploi ne peut être atteint que si la capacité de financement des ménages est suffisante. Lorsque les entreprises sont le seul autre agent, l'égalité précédente montre que la capacité de financement des ménages est déterminée par le besoin de financement des entreprises, c'est-à-dire dans notre exemple simplifié par leur investissement net. Lorsque le besoin de financement des entreprises est insuffisant, celui de l'Etat, c'est-à-dire le déficit public, peut contribuer à relever la capacité de financement des ménages. Le problème lorsque l'économie est ouverte est que le déficit public peut profiter non seulement aux ménages mais aussi au reste du monde, c'est-à-dire qu'elle peut accroître non seulement la capacité de financement des ménages mais aussi celle du reste du monde. Pour qu'une politique de relance keynésienne soit totalement efficace, il faut nécessairement que la capacité de financement du reste du monde soit négative ou nulle. Il est impossible de garantir une capacité de financement du reste du monde négative car cela ne dépend pas que de l'économie nationale, le reste du monde pouvant riposter à toute mesure qui irait en ce sens, mais il est possible de le maintenir nul. La capacité de financement du reste du monde est, en effet, le solde de son compte financier, le maintenir nul signifie que tous les flux financiers avec le reste du monde doivent se compenser. Concrètement, cela signifie d'une part que le système bancaire stabilise ses réserves en devises, d'autre part que des mesures soient prises, sinon pour interdire, tout au moins pour équilibrer les flux de capitaux. De telles mesures ont longtemps été la règle.

L'annulation de la capacité de financement du reste du monde n'irait pas à l'encontre de la liberté des échanges de biens et services, au contraire elle redonnerait à la loi des avantages comparatifs de Ricardo une nouvelle jeunesse, car celle-ci n'est vérifiée qu'en l'absence de mouvements de capitaux.

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