

Pascal Combemale

Introduction à Keynes



3ème édition, 2006 [1999]

La Découverte

9 bis, rue Abel-Hovelacque
75013 Paris

Table des matières

Introduction	3
I Keynes et après	
Keynes, le politique	5
□ Encadré : <i>Éléments biographiques</i> , 6	
□ Encadré : <i>De la lecture hicksienne à la synthèse néoclassique</i> , 12	
Projet pragmatique et projet radical	13
□ Encadré : <i>La critique de la synthèse</i> , 15	
II De l'économie classique à l'économie keynésienne	
Une économie classique caricaturée	17
Marché du travail, emploi et chômage	18
La version classique, 18	
La critique keynésienne, 20	
Marché des biens et loi de Say	25
L'égalité épargne/investissement, 26	
La critique keynésienne, 27	
□ Encadré : <i>L'ajustement entre l'investissement et l'épargne selon les classiques</i> , 28	
La monnaie	30
La préférence pour la liquidité, 30	
□ Encadré : <i>La théorie quantitative, version Cambridge</i> , 31	
La détermination du taux d'intérêt, 35	
K contre C	38
□ Encadré : <i>Un conflit de méthodes ?</i> , 39	
III L'économie de Keynes : vision d'ensemble	
Une analyse systémique	41
Le schéma d'ensemble	43

Le niveau de l'emploi, 46
La demande effective, 47
Le multiplicateur, première version, 48
□ Encadré : <i>Illumination</i> , 49
Investir..., 50
□ Encadré : <i>L'efficacité marginale du capital</i> , 51
... ou thésauriser, ou spéculer..., 53
□ Encadré : <i>« Les deux théories de l'investissement »</i> , 54
□ Encadré : <i>IS-LM</i> , 56

IV Trois énigmes

La demande effective	58
Des difficultés de l'analyse macroéconomique, 60	
□ Encadré : <i>Quelques explications</i> , 61	
$I = S$ ou $I \equiv S$?	63
Épargner sans investir ?, 63	
□ Encadré : <i>Ex ante, ex post</i> , 64	
□ Encadré : <i>La clairvoyance de Hicks</i> , 66	
Investir sans épargner ?, 66	
□ Encadré : <i>Le multiplicateur, deuxième version</i> , 68	
□ Encadré : <i>Le paradoxe de l'épargne</i> , 69	
Le chapitre XVII : « Les propriétés essentielles de l'intérêt et de la monnaie »	70
Épargne et taux d'intérêt, 71	
□ Encadré : <i>Les surprises du chapitre XVII</i> , 72	
Comment intégrer la monnaie dans l'économie ?, 74	

V L'économie monétaire de production

Incertitude, spéculation, convention	76
De l'incertitude à la convention, 77	
□ Encadré : <i>Le Traité sur la probabilité</i> , 78	
Anticipations de court et long terme, 80	
Marché financier et convention, 82	
Investissement ou spéculation, 84	
Quel degré d'instabilité ?, 86	
Vers l'économie monétaire de production	88
□ Encadré : <i>Le finance motive</i> , 90	
Et le profit ?, 93	
Les limites de l'analyse circuitiste, 97	
□ Encadré : <i>I = S, à nouveau</i> , 98	
□ Encadré : <i>Quel facteur de crise ?</i> , 99	

VI Éléments de politique économique

Contre la déflation	101
Contre l'austérité en situation de sous-emploi	103

Pour et contre l'inflation	104
Politiques monétaire et budgétaire	105
La réforme des règles du jeu économique international	108
Logiques sociales des politiques économiques	109
Une analyse sociopolitique de phénomènes économiques, 110	
L'euthanasie des rentiers, 112	
Conclusion	114
Repères bibliographiques	115

Introduction

« Les deux vices marquants du monde économique où nous vivons sont que le plein emploi n'y est pas assuré et que la répartition de la richesse et des revenus y est arbitraire et injuste. »

[TG, p. 372]*

Au cours des années 1980, nombreux furent ceux qui nous annoncèrent la « mort de Keynes ». En ce début de ^{xxi}^e siècle, alors que la crise financière et la dissipation des illusions de la « nouvelle économie » ont montré une fois de plus quels sont les effets désastreux d'un capitalisme dérégulé, l'urgence est plutôt celle d'un « retour à Keynes ». Non pas d'un retour métaphorique, comme celui des « nouveaux keynésiens », dont les raisonnements et les conclusions ne les distinguent pas véritablement de leurs collègues « nouveaux classiques ». Mais d'un retour raisonné et critique, qui procède d'une relecture des textes, tout particulièrement du bloc constitué par la *Théorie générale*, les travaux collectifs qui ont précédé sa parution et les articles ultérieurs qui l'ont éclairée ou révisée sur des points importants.

Certes, le premier contact avec ces textes a de quoi refroidir les ardeurs des lecteurs les mieux intentionnés. Comme l'a écrit John R. Hicks : « Il n'est pas aisé de déterminer le contenu de ce qu'est réellement la propre doctrine de Keynes — l'analyse économique keynésienne selon Keynes lui-même. »

L'ambition de ce livre est de faciliter l'accès à cette analyse en éclairant les aspects théoriques les plus importants, ceux qui

* Les références entre crochets renvoient à la bibliographie en fin d'ouvrage. Pour Keynes, *CW* : *Collected Writings of J.M.K.* ; *TG* : *Théorie générale*...

résistent à l'épreuve du temps, sans occulter les ambiguïtés ou les contradictions qui expliquent pourquoi coexistent des lectures très différentes des mêmes textes¹. Il invite le lecteur à se débarrasser d'un certain nombre de prénotions — du type Keynes « économiste de la demande » qui s'enferme dans l'hypothèse de prix rigides, néglige l'inflation, etc. — et à découvrir cette œuvre, non pas comme un système achevé, lisse et sans fissures, mais comme un réservoir d'idées, d'intuitions, parfois géniales, parfois confuses ou approximatives, presque toujours stimulantes, dans lequel il pourra puiser à sa guise, en fonction de ses interrogations du moment, pour nourrir sa réflexion. Selon la formule consacrée, notre objectif est de l'aider à penser avec et contre Keynes, lui qui écrivait en 1933 : « Qu'il y ait 250 000 ouvriers du bâtiment au chômage en Grande-Bretagne, alors que nous avons le plus grand besoin de nouveaux logements, voilà le paradoxe. Nous devons instinctivement mettre en doute le jugement de quiconque affirme qu'aucun moyen, compatible avec des finances saines et la sagesse politique, ne permet d'employer les premiers à construire les seconds. » Pour quiconque considère que le « paradoxe de la pauvreté dans l'abondance » demeure, hélas, une question d'actualité, cet effort vaut la peine.

Voici le guide de lecture :

— le premier chapitre situe Keynes dans le contexte intellectuel et politique de son temps ; il expose aussi les différentes interprétations de son œuvre ;

— les deux chapitres suivants (II et III) présentent l'architecture de la théorie keynésienne ;

— le chapitre IV a pour ambition de clarifier les passages les plus obscurs, ou les plus ambigus, de la *Théorie générale* ; il a été conçu pour aider ceux et celles qui iront lire Keynes dans le texte, et peut donc être contourné en première approche ;

— le chapitre V fournit les clés du keynésianisme radical, celui qui rompt avec l'interprétation dominante ;

— le dernier chapitre est consacré à l'action, c'est-à-dire aux grandes orientations de la politique économique.

1. Le plus souvent, les citations seront extraites des trente volumes des *Collected Writings of John Maynard Keynes*, édités par les Presses universitaires de Cambridge, en suivant la présentation habituelle : CW, numéro du volume, numéro de la page. La référence principale sera bien sûr *La Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, qui correspond au tome VII des CW, et sera désignée ici par TG (à ne pas confondre avec TGE, qui renverra à l'article postérieur intitulé *La Théorie générale de l'emploi*). Les numéros de chapitre cités sans autre précision seront ceux de la TG.

I / Keynes et après

« *Life is not long enough.* »

[TG, p. 157]

Keynes, le politique

Si Keynes est à coup sûr un bourgeois anglais, disposé à mépriser tous ceux qui n'appartiennent pas à l'élite, avec cette touche d'anticonformisme que l'on peut s'autoriser en sortant du meilleur *college* de Cambridge, son portrait ne ressemble pas à l'image, traditionnellement austère, de l'économiste. Esthète, spéculateur, journaliste, homme d'affaires, il est aussi un politique qui veut exercer une influence sur le cours des événements. Cette attitude le prédispose à adopter en économie, conçue comme un moyen (« il ne faut pas exagérer l'importance du problème économique, il ne faut pas sacrifier à ses nécessités supposées d'autres affaires d'une portée plus grande et plus permanente » [CW, IX, p. 335]), une démarche réaliste, s'appliquant au « système dans lequel nous vivons réellement ». Keynes se veut pragmatique (« quand les faits changent, je change mon point de vue »), comme l'illustre par exemple l'adaptation de sa vision théorique au contexte très particulier de l'économie de guerre [Quiles, 1996]. L'expérience aidant, il reste éloigné de toute conception positiviste : « L'économique est essentiellement une science morale et non pas une science naturelle. C'est-à-dire qu'elle utilise l'introspection et les jugements de valeur » [CW, XIV, p. 552].

Le chapitre 24 de la *Théorie générale* s'intitule, de façon significative : « Notes finales sur la philosophie sociale à laquelle

Éléments biographiques

John Maynard Keynes naît à Cambridge le 5 juin 1883, l'année de la mort de Marx, dans une famille de la moyenne bourgeoisie intellectuelle. Son père, John Neville Keynes (1852-1949), accomplira une carrière honorable comme professeur de logique et d'économie à... Cambridge et sa mère, Florence Ada Brown, deviendra en 1932 la première femme maire de... Cambridge. Il effectue ses études à... Cambridge, d'abord à Eton (où il entre en 1897) puis à King's College (à partir de 1902), où il réussit brillamment, plus particulièrement en mathématiques. Lytton Strachey et Leonard Woolf l'invitent à participer au groupe très fermé des « apôtres ». Ce premier succès « mondain » lui ouvre, vers 1909, l'accès au groupe londonien de Bloomsbury formé, après sa création en 1905, par les quatre enfants de Sir Leslie Stephen (dont Virginia, qu'épousera Léonard) et de jeunes intellectuels, peintres (dont Duncan Grant, l'un des premiers amants de Maynard), écrivains, philosophes, qui se veulent anticonformistes, moralement et sexuellement « libérés » (selon le témoignage de Virginia, « il n'y avait rien que l'on ne puisse dire, ni rien que l'on ne puisse faire au 45, *Gordon Square* ») [Dostaler, 2005].

À cette époque, Keynes est influencé par la philosophie morale de George Edward Moore, dont les *Principia Ethica* paraissent en 1903 (comme les *Principia Mathematica* de Russell), et il apprécie Edmund Burke. Mais il sera surtout un lecteur passionné de Freud, l'une des clés d'interprétation de son œuvre, comme le montre fort bien Bernard Maris [Maris, 1999]. C'est en 1905 qu'il commence vraiment à s'intéresser à l'économie en suivant les cours d'Alfred Marshall (1842-1924), l'un des amis de son père (Pigou lui donne

également des leçons particulières et Keynes lit avec enthousiasme Jevons). En septembre 1906, à cause d'une note médiocre en économie, il est reçu deuxième au concours du *Civil Service* (« il est clair que je savais plus d'économie que mes examinateurs », écrira-t-il modestement), ce qui lui vaut de passer deux ans à Bombay, au bureau des affaires indiennes.

De retour à Cambridge, en juin 1908, grâce à Marshall qui lui offre un poste d'assistant (qu'Alfred paye sur ses deniers), il retravaille sa thèse sur la probabilité (refusée au début 1908, couverte d'éloges lors de la seconde soutenance en 1909) tout en donnant des cours d'économie (essentiellement sur la monnaie). En 1909, il reçoit le prix Adam Smith pour un essai sur les nombres-indices et crée le club d'économie politique de Cambridge ; en 1911, il devient rédacteur en chef de *The Economic Journal* et publie, en 1913, *Indian Currency and Finance*, ouvrage dans lequel il s'oppose au projet d'étendre à l'Inde l'étalon or. Au début de la guerre, bien que ses amis de Bloomsbury soient des militants pacifistes, Keynes est nommé au Trésor où il s'occupe essentiellement des relations financières entre les alliés, activité qui lui permet de découvrir comment spéculer sur les devises ; il participe aux négociations du traité de Versailles, une expérience qui le conduit à démissionner et à écrire les *Conséquences économiques de la paix* (en 1919), best-seller à compte d'auteur dans lequel il démontre l'incapacité de l'Allemagne à payer les réparations exigées par les alliés et annonce, de façon prémonitoire, une catastrophe sociale et politique si l'on persiste à contraindre ce pays à une paix « carthaginoise » [Keynes, 2002a].

De retour à Cambridge, ses cours portent sur la théorie de la monnaie. Cette activité est loin de suffire pour financer un train de vie élevé et

pratiquer le mécénat. Keynes complète ses revenus par de nombreuses activités annexes : articles vendus très cher à des journaux et à des magazines (il devient même le directeur de *The Nation and Athenaeum* en 1923), conseil ou direction de compagnies d'assurance, et, surtout, spéculation sur les devises et les matières premières, y compris à la tête d'un fonds d'investissement. Presque ruiné en mai 1920, il surmonte cet épisode grâce à l'aide providentielle d'un financier et parvient ensuite à se constituer une fortune qui lui permet de financer la construction de l'Arts Theatre de Cambridge, inauguré en février 1936, le mois de la publication de la *Théorie générale*... En 1925, le 4 août, il a trouvé le temps d'épouser une ballerine russe, Lydia Lopokova, ce qui ne manque pas d'étonner, et d'irriter, ses amis de Bloomsbury...

Les années 1920 se partagent en deux : Keynes ferraille d'abord contre le retour de la livre à la parité d'avant guerre, puis il travaille à son analyse monétaire du cycle. En décembre 1923, est publié le *Tract on monetary reform* (recueil d'articles écrits depuis 1920), dans lequel, qualifiant l'or de « relique barbare », il justifie son refus de sacrifier l'activité économique intérieure sur l'autel de la livre (« il est pire, dans un monde appauvri, de causer du chômage que de duper les rentiers ») et critique la version fishérienne de la théorie quantitative, énonçant le célèbre « à long terme, nous serons tous morts ». Mais il échoue : le retour à la parité or est décidé en 1925, d'où la publication vengeresse des *Conséquences économiques de Mr Churchill* (celui-ci étant alors chancelier de l'échiquier). La suite lui donnera raison car cette parité, maintenue par une politique déflationniste désastreuse, cause de chômage, dut être abandonnée en 1931. En 1928, Keynes contribue à la rédaction du programme

économique du parti libéral, lequel n'était pas si libéral que ça puisque dans *Can Lloyd George do it ?* (pamphlet publié en 1929) est préconisée une politique de grands travaux (l'une des meilleures conférences de Keynes, en 1924, s'intitulait déjà « La fin du laisser-faire »). Le débat porte alors sur le financement d'une telle politique : selon le « point de vue du Trésor » (*Treasury view*), tout investissement exige une épargne préalable ; par conséquent un programme de grands travaux, donc un investissement public supplémentaire, sera réalisé au détriment de l'investissement privé, auquel il se substituera. Prisonnier du cadre de pensée classique, Keynes ne parvient pas à démontrer que l'investissement peut s'affranchir de cette contrainte d'épargne préalable. Pourtant, dès 1924, il avait commencé à travailler sur cette question avec Robertson, lequel fondait sa propre théorie sur la distinction entre l'épargne placée et l'épargne thésaurisée : une création monétaire par le crédit bancaire ne sera pas inflationniste si elle n'excède pas le montant de l'épargne thésaurisée ; au-delà, en revanche, l'inflation induit une épargne forcée. À partir de 1926 Keynes s'était toutefois détourné de cette voie afin de construire une théorie alternative à la théorie quantitative de la monnaie...

En 1930, il participe à la Commission Macmillan mise en place par le gouvernement travailliste et s'y prononce à nouveau pour un programme de travaux publics, accompagné par une politique monétaire volontariste, ce qui supposait de ne plus se soumettre au dogme du libre-échange. En octobre de cette même année est enfin publié le *Traité sur la monnaie*, ouvrage dans lequel il rompt avec l'analyse monétaire de l'inflation, celle-ci étant désormais expliquée par un excès de l'investissement sur l'épargne (c'est donc une inflation par la demande, l'insuffisance

d'épargne étant aussi un excès de consommation) ; plus important encore, la déflation et le chômage qui l'accompagne apparaissent comme la conséquence d'un excès de l'épargne sur l'investissement, ce qui justifie la politique des grands travaux et l'abandon de la défense de la parité de la livre par des taux d'intérêt élevés. Le *Traité* est immédiatement l'objet de très nombreuses critiques, dont celles de Denis Robertson et de Friedrich A. Hayek. Ces critiques et le travail collectif effectué au sein du groupe dénommé le « Cambridge circus », par des économistes tels que Richard Kahn, Ralph Hawtrey, Roy Harrod, James Mead, Joan Robinson, Piero Sraffa (c'est l'occasion de remarquer la qualité exceptionnelle d'un environnement intellectuel auquel on peut ajouter Frank Ramsey, mort en 1927, Bertrand Russel et Ludwig Wittgenstein, l'influence de ce dernier ayant été longtemps sous-estimée — voir Favereau [2005]), incitent Keynes à entreprendre la rédaction d'un nouvel ouvrage qui expliquerait les variations de la production et de l'emploi indépendamment de la variation des prix.

Un tournant décisif a lieu en 1932, année au cours de laquelle l'intitulé de son cours devient « théorie monétaire de la production », montrant ainsi sa rupture avec les conceptions postulant la neutralité de la monnaie ; le 22 mars 1932, dans une lettre à Robertson, il écrit : « L'investissement entraîne toujours l'épargne après lui. » En 1933, il redécouvre chez Malthus la notion de demande effective, qu'il utilise dans un sens particulier. L'idée de préférence pour la liquidité (mais pas le nom) étant présente dans le *Traité sur la monnaie*, il dispose des outils le conduisant à prévoir une publication en 1934. Celle-ci est retardée par le problème posé par la mesure du « revenu de la

communauté », qui conduira à la définition laborieuse du « coût d'usage » du capital.

Au terme d'un long processus d'émancipation intellectuelle, dont témoignent les notes de cours (passionnantes) de ses étudiants [Rymes, 1989] et la correspondance publiée dans les *Collected Writings*, *La Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* est publiée en février 1936, puis complétée et éclairée par des articles parus dans *l'Economic Journal* en 1937 et 1939 (l'article le plus important, qui s'intitule « La théorie générale de l'emploi », est publié dans le *Quarterly Journal of Economics*).

En 1940, Keynes devient membre d'un conseil consultatif chargé d'organiser le financement de la guerre et publie en février 1940 l'opuscule *How to pay the war* dans lequel il préconise, entre autres, un paiement différé des salaires et un impôt sur le capital. En 1942, il est fait baron Keynes de Tilton et siège à la chambre des Lords. Dès septembre 1943, il commence à préparer avec son interlocuteur américain Harry White ce qui deviendra la célèbre conférence de Bretton Woods (au terme de laquelle il est ovationné — voir Dostaler [2005]). Il décède le 21 avril 1946, à Tilton, dans les bras de Lydia. Contre sa volonté, ses cendres ne seront pas conservées à... Cambridge.

pourrait conduire la théorie générale ». Une philosophie qui se résume simplement : « Le problème politique de l'humanité consiste à combiner trois choses : l'efficacité économique, la justice sociale et la liberté politique » [CW, IX, p. 311].

En premier lieu, la liberté politique. Alors qu'aujourd'hui les keynésiens passent presque pour des gauchistes, on ne doit pas oublier cette évidence : Keynes est un libéral, qui a eu des mots très durs pour les classes populaires et sait à quel camp il appartient : « La lutte des classes — écrit-il — me trouvera du côté de la bourgeoisie éclairée » [CW, IX, p. 297]. Bien qu'il juge le capitalisme immoral, sa condamnation du socialisme est sans appel : « Comment pourrais-je faire mien un credo qui, préférant la vase aux poissons, exalte le prolétariat grossier au-dessus des bourgeois et de l'intelligentsia qui, quelles que soient leurs fautes, incarnent le bien-vivre et portent en eux les germes des progrès futurs de l'humanité ? » [Keynes, 2002b, p. 39]. Mais ce n'est pas un ultralibéral, comme le montre cette citation, extraite de *La Fin du laissez-faire* : « Il n'est nullement vrai que les individus possèdent un droit imprescriptible à une "liberté naturelle" dans leur activité économique. Il n'existe nulle "pacte" qui puisse conférer un privilège éternel aux possédants et à ceux qui deviennent des possédants » [Keynes, 1971, p. 117]. Les libertés économiques ne valent qu'en tant que moyens du libéralisme politique : « L'individualisme, s'il peut être débarrassé de ses défauts et de ses excès, est la sauvegarde de la liberté personnelle, en ce sens qu'il élargit plus que tout autre système le champ ouvert aux choix personnels. Il est aussi la meilleure sauvegarde de la variété de l'existence, variété dont la source réside précisément dans l'étendue de ce champ des options personnelles et dont la privation est la plus sensible de toutes celles qu'entraînent des régimes totalitaires » [TG, p. 380]. Quand, en 1944, Keynes se déclare « moralement et philosophiquement » d'accord avec Hayek, le consensus porte sur les fins et non sur les moyens.

Keynes veut seulement persuader les libéraux de son temps : que le monde d'avant la guerre de 1914, celui du laissez-faire et de l'étalon or, est définitivement révolu ; qu'il est non seulement vain, mais socialement dangereux, de vouloir le faire renaître artificiellement, par des mesures déflationnistes ou le retour à la parité-or ; que la seule façon de sauver cette civilisation de la menace bolchevique consiste à accepter des réformes, notamment un certain degré d'intervention de l'État dans l'économie (allant jusqu'à la « socialisation de l'investissement »), nécessaire

au rétablissement du plein emploi et d'une plus grande justice sociale.

Cette idée que la moins mauvaise société accessible repose sur une économie prospère — d'où l'impératif d'efficacité économique — résulte d'une conception particulière de la « nature humaine » : « La possibilité de gagner de l'argent et de constituer une fortune peut canaliser certains penchants dangereux de la nature humaine dans une voie où ils sont relativement inoffensifs. Faute de pouvoir se satisfaire de cette façon, ces penchants pourraient trouver une issue dans la cruauté, dans la poursuite effrénée du pouvoir personnel et de l'autorité et dans les autres formes de l'ambition personnelle. Il vaut mieux que l'homme exerce son despotisme sur son compte en banque que sur ses concitoyens ; et, bien que la première sorte de tyrannie soit souvent représentée comme un moyen d'arriver à la seconde, il arrive au moins dans certains cas qu'elle s'y substitue » [TG, p. 374]. Keynes s'inscrit ici dans une tradition qui fait de l'essor des activités économiques un moyen de stabiliser l'ordre social. Mais il se distingue nettement de sa version la plus optimiste en récusant la doctrine de la « main invisible » selon laquelle la libre confrontation des intérêts individuels réaliserait naturellement l'intérêt général : « Le monde n'est pas ainsi fait que les intérêts privés et collectifs coïncident nécessairement [...], on ne saurait déduire des principes de l'économie politique que l'intérêt personnel dûment éclairé œuvre toujours au service de l'intérêt général. Il n'est même pas vrai que l'intérêt personnel soit généralement éclairé ; on voit plus souvent des individus qui ne sont ni assez instruits ni assez forts pour atteindre ne serait-ce que leurs buts égoïstes. En outre l'expérience ne confirme pas que des individus sont toujours moins clairvoyants lorsqu'ils sont réunis en une unité sociale que lorsqu'ils agissent isolément » [Keynes, 1999, p. 117].

On pourrait en déduire la nécessité de subordonner complètement l'économique au politique, mais il s'agit plutôt de l'instrumentaliser. En effet, Keynes précise : « Bien que dans une république idéale les hommes pourraient être élevés, éduqués, ou inspirés de telle sorte qu'ils se désintéressent de ce jeu et de ses enjeux, il demeure plus sage et prudent pour les hommes d'État d'autoriser sa pratique, sous certaines règles et dans certaines limites, tant que l'homme moyen ou même une fraction notable de la communauté continuera à dépendre fortement de la passion de l'enrichissement » [TG, p. 374]. L'argumentation se veut réaliste : bien que l'appât du gain soit

un mobile peu honorable de l'action humaine, bien que la maximisation du profit soit souvent un critère de choix social très critiquable, tant que l'abondance demeure hors de portée, la société reste asservie à la lutte contre la rareté et il faut accepter que les fins les plus nobles, telles que la création artistique et la contemplation de la beauté, soient éclipsées par les motivations économiques, plus « vulgaires ».

Mais à quelle condition les perdants accepteraient-ils de continuer à jouer ? À la condition qu'ils ne perdent pas trop et que le résultat du jeu ne paraisse pas trop injuste. Or, nous dit Keynes au début du chapitre 24 : « Les vices marquants du monde économique dans lequel nous vivons sont l'incapacité à assurer le plein emploi et le caractère arbitraire et inéquitable de la répartition de la fortune et des revenus. » Le lien est ainsi établi, après la liberté politique et l'efficacité économique, avec le troisième objectif : la justice sociale. C'est sur ce plan qu'il s'éloigne le plus de l'épicentre du courant libéral puisque, à l'opposé du Hayek qui dénierait ensuite toute pertinence à la notion même de « justice sociale » [Hayek, 1976], et tout en maintenant la nécessité d'un certain degré d'inégalité comme stimulant de l'activité économique, Keynes conclut : « Pour stimuler ces activités et satisfaire ces penchants [à l'enrichissement personnel], il n'est pas nécessaire que la partie se joue avec des mises aussi élevées qu'aujourd'hui. Avec des mises beaucoup plus faibles le jeu serait tout aussi efficace dès lors que les joueurs en auraient pris l'habitude » [TG, p. 374]. Avec un sous-emploi massif, les perdants deviennent trop nombreux et la paix sociale est menacée ; l'inégalité des revenus n'est plus tolérée lorsqu'elle dépasse certaines limites.

Keynes réfute d'ailleurs les deux arguments habituellement avancés pour justifier cette inégalité : d'une part, l'idée selon laquelle le financement de l'investissement, indispensable à la croissance et à l'emploi, dépendrait exclusivement de l'épargne des riches ; d'autre part, l'idée selon laquelle un taux d'intérêt élevé, dont bénéficient les rentiers, serait requis pour atteindre un taux d'épargne permettant un taux d'accumulation. Or, en situation de sous-emploi, l'épargne n'est pas une condition de l'investissement et une redistribution des revenus vers les ménages les plus pauvres, ceux dont la propension à consommer est la plus élevée, est de nature à relancer l'activité économique. Par conséquent, « on peut justifier par des raisons sociales et psychologiques de notables inégalités dans les revenus et les fortunes, mais non une amplitude aussi grande qu'à l'heure

De la lecture hicksienne à la synthèse néoclassique

Dès l'une des premières lectures — il s'agit de l'article de John. R. Hicks, « Mr Keynes and the classics » [1937], à l'origine du modèle *IS-LM* —, le débat est lancé. Du côté de la défense on cite généralement Keynes lui-même puisque, dans sa réponse à l'auteur, il ne se s'est pas déclaré trahi par cette mise en équations : « Je n'ai pratiquement rien à critiquer », écrit-il. Du côté de l'accusation on insiste sur l'euphémisme du « pratiquement rien », qui porte en fait sur le maillon central de l'argumentation de Hicks, son interprétation erronée de la théorie keynésienne du taux d'intérêt, et a amené Keynes à publier plusieurs mises au point, en 1937 et 1939.

Certains ont vu rétrospectivement dans cet article une tentative de « récupération » de la critique keynésienne au service d'une entreprise de sauvetage de la théorie néoclassique. En fait, il conviendrait de distinguer le projet intellectuel de J. R. Hicks lui-même, la construction d'une théorie dynamique selon une méthode

séquentielle [Gaffard, 1988], de l'usage qui sera fait ensuite du célèbre schéma *IS-LM* : dans sa toute première recension, publiée en 1936 dans *The Economic Journal*, Hicks avait perçu l'essentiel en indiquant que la prise en compte des anticipations constituait l'apport « le plus révolutionnaire » de la *Théorie générale* ; et au début des années 1980 il a déploré l'usage abusif de son article de 1937, interprété à tort comme une synthèse de la théorie keynésienne alors qu'il voulait « établir sa théorie classique dans une forme semblable à celle dans laquelle Mr Keynes a établi la sienne ».

La lecture hicksienne demeure toutefois le point de départ du débat parce qu'elle a constitué, *via* le succès d'un ouvrage de vulgarisation d'Alvin H. Hansen, *A Guide to Keynes*, publié en 1949, le cœur de la présentation standard des manuels, pour l'essentiel sous la forme de ce schéma *IS-LM* (dit aussi « Hicks-Hansen »). Il suffisait alors d'ajouter la contribution importante de Don Patinkin (*Money, Interest and Prices* date de 1956), elle aussi caricaturée, pour obtenir le résultat suivant : des générations d'étudiants ont appris que la théorie keynésienne

était un cas particulier de la théorie classique, puisqu'elle se contentait d'expliquer l'équilibre de sous-emploi en ajoutant des hypothèses contraignantes (par exemple la rigidité à la baisse des salaires nominaux ou du taux d'intérêt), ce qui est un comble quand l'ouvrage de référence, intitulé *Théorie générale*, prétend au contraire faire de la théorie classique le cas particulier...

Toujours est-il que s'est installée au cours des années 1950 et 1960 l'hégémonie de ce que l'on appelle encore la synthèse néoclassique (ou synthèse classico-keynésienne, dont le principal vecteur de diffusion a été le best-seller mondial de Paul Samuelson, *Economics*), qui a habitué ces mêmes étudiants à l'exercice schizophrénique consistant à suivre le matin un cours de microéconomie néoclassique et l'après-midi un cours de macroéconomie keynésienne, sans lien aucun entre eux, la séparation étant justifiée par le « *no-bridge* », cet aveu d'échec des tentatives visant à déduire l'analyse des phénomènes macroéconomiques de l'agrégation des comportements microéconomiques.

Le keynésianisme de la synthèse continue de fournir l'infrastructure d'un grand nombre de modèles macroéconomiques utilisés pour la prévision et l'orientation de la politique économique. En effet, le système d'équations de *IS-LM* s'avère commode pour construire un bloc demande. C'est également cette démarche pragmatique qui a fait le succès de la relation de Phillips, venue compléter le dispositif keynésien au cours des années 1960. Enfin, les travaux d'économistes tels que Franco Modigliani, sur la fonction de consommation, ou James Tobin, sur la fonction de demande de monnaie, ont permis d'enrichir les modèles. Avec ceux que l'on appelle les « nouveaux keynésiens », tels que Gregory Mankiw, parce qu'ils tentent de riposter aux critiques des « nouveaux classiques », tels que Robert Lucas, en acceptant malgré tout de se situer dans un cadre théorique relativement proche, on s'éloigne beaucoup trop des sources d'inspiration originelles pour qu'il vaille la peine de rechercher un lien significatif...

actuelle ». Ces raisons se résument à la stimulation de l'initiative, de la prise de risque, de l'esprit d'entreprise. En ce qui concerne l'héritage, Keynes va même jusqu'à écrire : « Je crois que les germes de la décadence intellectuelle du capitalisme individualiste sont à chercher dans une situation qui n'est d'ailleurs pas propre au capitalisme, mais qu'il a reprise du système féodal, à savoir le principe héréditaire. La transmission héréditaire de la richesse et du contrôle des firmes est la raison pour laquelle les défenseurs de la cause capitaliste sont aussi faibles et stupides » [CW, IX, p. 299].

Projet pragmatique et projet radical

Il existe de multiples interprétations de l'œuvre de Keynes. Ces lectures, souvent divergentes, révèlent les différentes facettes, parfois contradictoires, d'une œuvre dont la cohérence n'est pas la première qualité. Ce constat s'explique par les difficultés auxquelles Keynes s'est trouvé confronté : 1) la difficulté à rompre avec ce qu'on lui avait enseigné et qui constituait l'orthodoxie de son temps (il écrit en 1939 : « J'ai été élevé dans cette orthodoxie. Je l'ai apprise, je l'ai enseignée, je l'ai écrite. Les observateurs extérieurs considèrent probablement que je continue encore à lui appartenir. » [TG, xxxi]); 2) la difficulté à construire le cadre théorique cohérent permettant d'accueillir des idées ou des intuitions qui ne forment pas spontanément un

système, d'où cette oscillation entre l'utilisation d'outils marshalliens et l'ouverture vers des horizons théoriques hétérodoxes (référence à une incertitude radicale, à des anticipations autoréalisatrices, à des conventions, etc.) ; 3) la difficulté à concilier une critique assez radicale de la théorie dominante et un discours destiné à convaincre des interlocuteurs imprégnés par cette théorie qu'ils... se trompent, ce qui conduit souvent Keynes à se placer sur le terrain de l'adversaire, donc à accepter des hypothèses parfois incompatibles avec ce qu'il veut démontrer.

Des lectures divergentes coexistent parce que l'ambiguïté se trouve chez Keynes lui-même, comme le montre Olivier Favreau [1985], en distinguant deux projets : pragmatique et radical. Le projet pragmatique, défini par la volonté d'emporter la conviction en utilisant le même langage que ses interlocuteurs, donc en s'écartant le moins possible de l'orthodoxie, se caractérise par : 1) des modifications de la théorie classique, qui permettent d'expliquer à moindre frais le chômage involontaire, tout en continuant à accepter cette théorie dans le cas particulier du plein emploi ; 2) la référence à une incertitude limitée à la décision d'investissement, les anticipations restant exogènes ; 3) une analyse en termes de marché convergeant vers la notion d'équilibre de sous-emploi, le chômage s'expliquant par des rigidités (des prix, des salaires, du taux d'intérêt).

Au contraire, le projet radical, orienté vers la construction d'un cadre d'analyse alternatif, se caractérise par : 1) un rejet de la théorie classique, rendue caduque par l'incertitude radicale, y compris dans le cas particulier du plein emploi ; 2) une généralisation des effets de cette incertitude, toutes les variables étant anticipées, ce qui suppose une théorie de la formation des anticipations ; 3) une analyse en termes de circuit appliquée à une économie monétaire de production, le chômage s'expliquant par le pessimisme autoréalisateur des chefs d'entreprise.

Si les articles postérieurs à 1936 vont indéniablement dans la direction de ce « projet radical », dans la *Théorie générale* on assiste plutôt à un télescopage entre le Keynes orthodoxe et le Keynes « hérétique ». Bien que le Keynes radical soit le plus attirant, parce qu'il continue à servir de source d'inspiration pour des travaux novateurs (comme l'ont montré récemment des auteurs tels qu'Aglietta ou Orléan), nous présenterons les deux principales interprétations qui subsistent aujourd'hui. La première, qui privilégie les notions d'équilibre (tel que l'équilibre de sous-emploi), de déséquilibre (lié à la rigidité de certains prix),

La critique de la synthèse

Sur le plan théorique, une remise en question du keynésianisme standard s'effectue à partir des travaux de Robert W. Clower, dont l'article, daté de 1965, s'intitule « La contre-révolution keynésienne », et de Axel Leijonhufvud, qui distingue explicitement, dans un ouvrage de 1968, *L'Économie keynésienne et l'économie de Keynes*. Se développe alors un courant de pensée qui renoue avec l'un des fils directeurs de l'analyse keynésienne : l'étude des problèmes de coordination dans une économie monétaire. En effet, dès lors que l'on refuse la facilité consistant à supposer que le système des prix assure la coordination des décisions des agents dans une économie de marchés parfaits, *via* l'intervention d'un secrétaire de marché comme chez Walras, les prix auxquels s'effectuent les transactions ne sont plus des prix d'équilibre (égalisant l'offre et la demande), des agents se trouvent rationnés (des entreprises ne parviennent pas à écouler toute leur production, des ménages se retrouvent au chômage, etc.), etc. Ce courant, improprement appelé au départ « théorie du déséquilibre », recherche des fondements microéconomiques à la macroéconomie keynésienne [Fitoussi, 1974] dans un cadre d'équilibre non walrassien (équilibre avec rationnement, l'ajustement s'effectuant par les quantités). Particulièrement bien représenté en France (travaux de Jean-Paul Benassy, d'Edmond Malinvaud, de Pierre-Yves Hénin, d'Antoine d'Autume, etc.), il a produit des résultats intéressants, par exemple la distinction désormais canonique entre chômage keynésien, dû à l'insuffisance de la demande, et chômage classique, dû à l'insuffisance de la rentabilité, ou l'enrichissement du modèle IS-LM...

Du côté de la contestation de la synthèse néokeynésienne existe, depuis l'origine, un courant postkeynésien, lui-même hétérogène. À l'origine, il se confond avec l'école de Cambridge (Royaume-Uni), au moment où celle-ci se signale par sa critique des outils d'analyse néoclassiques. Ses représentants les plus connus sont alors : Joan Robinson, qui tente de relier Keynes et Marx, *via* Kalecki ; Nicholas Kaldor, pourfendeur du monétarisme, qui analyse la croissance à partir de la relation entre accumulation du capital et répartition des revenus ; Luigi Pasinetti ou Pierangelo Garegnani qui prolongent le travail de critique interne de la théorie néoclassique entrepris par Sraffa ; Paul Davidson, animateur, avec Stanley Weintraub du *Journal of Post Keynesian Economics* [Lavoie, 2004]. On peut regrouper sous la bannière postkeynésienne au sens large tous les économistes qui font référence aux apports hétérodoxes de Keynes et notamment : au concept d'économie monétaire de production (Alain Barrère), à l'hypothèse d'incertitude radicale (Georges Schackle) et à ses implications en matière de finance (Hyman P. Minsky), au rejet des hypothèses de neutralité de la monnaie (Michel Aglietta), à l'attention portée aux conventions comme solution aux problèmes de coordination (Olivier Favreau, André Orléan), etc. Ce survol peut être conclu par la référence à une dernière lecture radicale, celle des auteurs qui se réclament de la théorie du circuit, représentée en France par Bernard Schmitt, Alain Parguez et Frédéric Poulon.

de statique comparative (par exemple, le passage d'un équilibre de sous-emploi à un équilibre de plein emploi, grâce à une action sur la demande globale), facilite la confrontation avec l'économie classique (chapitres II et III). La seconde, qui s'inscrit dans un cadre théorique différent, celui d'une économie monétaire de production, part d'une autre représentation de l'économie, pour partie en termes de circuit (chapitre V).

II / De l'économie classique à l'économie keynésienne

Dans la préface de l'édition anglaise de la *Théorie générale*, Keynes écrit : « Nous sommes ainsi parvenus à une théorie plus générale, dans laquelle la théorie classique qui nous est familière constitue un cas spécial. »

Une économie classique caricaturée

Lors d'une conférence radiophonique de 1934, Keynes trace ainsi la ligne de démarcation entre les économistes : « D'un côté il y a ceux qui croient qu'à long terme le système économique s'ajuste tout seul, non sans grincements, gémissements et saccades, ni sans être interrompu par des contretemps, des interférences extérieures et des erreurs... De l'autre, il y a ceux qui rejettent l'idée que le système économique puisse sérieusement s'ajuster tout seul. » Face à « la quasi-totalité du corps constitué de la pensée économique au cours des cent dernières années », qui forme par conséquent l'orthodoxie (de Ricardo jusqu'à Marshall et Pigou, en passant par Say), Keynes déclare se situer résolument du côté des « hérétiques ». En rassemblant ainsi tous ces économistes qui « croient que le système économique a une tendance inhérente vers l'ajustement automatique », il crée artificiellement un ensemble très hétérogène qui gomme des clivages importants entre classiques et néoclassiques et occulte la critique marxiste. Mais notre but ici n'est pas d'entrer dans les nuances de la théorie classique ; il est de mettre en évidence les points de rupture à partir desquels Keynes a construit sa propre théorie.

Contournant le redoutable problème de l'agrégation, nous nous facilitons la tâche en réduisant l'économie (fermée) à

quatre marchés parfaitement concurrentiels — celui des biens (de fait un bien composite, la structure des prix relatifs ne variant pas), celui du travail (homogène), celui de la finance (un seul titre, par exemple une obligation du Trésor public), celui de la monnaie — et à trois agents « représentatifs » — ménage, entreprise, État —, dans un monde sans incertitude ! Nous allons visiter ces marchés dans un ordre logique, mais la détermination des prix et des quantités d'équilibre sera simultanée. Cette analyse se bornera à la courte période : le stock de capital, la population active, la technologie seront supposés ne pas varier.

Alors que les classiques analysent « l'affectation entre différents usages d'un niveau donné de ressources », Keynes se propose d'étudier les facteurs de la variation du niveau du revenu, de la production et de l'emploi, donc les relations entre des volumes, des flux, et non plus, pour un niveau de production donné, les processus d'ajustement par les prix. Cette différence est fondamentale : « Nous ne voyons pas de raison de supposer que le système actuel fait un mauvais usage des facteurs de production employés. [...] Lorsque, sur dix millions d'hommes désireux et capables de travailler, il y en a neuf millions qui sont employés, rien ne prouve que le travail de ces neuf millions soit mal orienté. Le reproche à faire au système actuel n'est pas que l'affectation des neuf millions d'hommes employés est mauvaise, mais qu'il n'offre pas de travail au million restant, alors qu'il le devrait. Ce n'est pas dans l'allocation des emplois que le système actuel a failli, mais dans la détermination du niveau de l'emploi » [TG, p. 379].

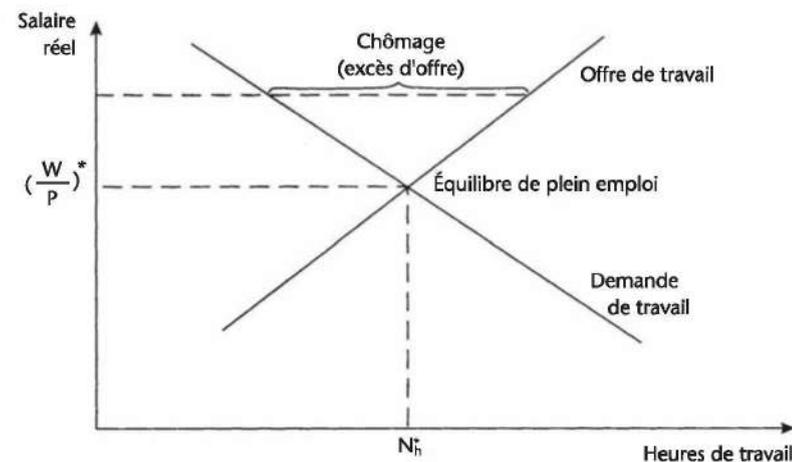
Marché du travail, emploi et chômage

Soit Y , le produit intérieur en volume ; le travail étant le seul facteur variable, il ne dépend que du niveau de l'emploi : $Y = F(L)$. Pour déterminer ce niveau, il faut visiter le marché du travail. Remarquons déjà que si la fonction $F(.)$ est inversible, on peut écrire $L = F^{-1}(Y)$; sous cet angle, cette fois keynésien, c'est le niveau de l'emploi qui dépend du niveau de la production.

La version classique

L'offre de travail résulte d'un arbitrage effectué par le ménage entre le loisir et la consommation : le travail est supposé représenter une désutilité parce qu'il implique de renoncer à du temps

« libre » ; en contrepartie il procure un salaire nominal w qui permet de consommer une quantité w/p du bien composite si le prix de celui-ci est p (100 euros permettent d'acheter 10 unités d'un bien qui vaut 10 euros). En l'absence d'illusion monétaire, l'offre de travail est fonction du salaire réel (si les salaires nominaux et les prix sont multipliés par deux, les salariés ne modifient pas leur offre de travail). Cette fonction est croissante si l'effet de substitution (la hausse du salaire réel augmente le coût d'opportunité du loisir, ce qui incite à travailler plus) l'emporte sur l'effet de revenu (la hausse du salaire réel augmente le pouvoir de consommer, ce qui incite à travailler moins).



La demande de travail émane de l'entreprise. Tant que le supplément de recettes résultant de l'emploi d'une unité de travail en plus est supérieur au coût de cette unité (= le salaire versé, w), elle est incitée à embaucher. Cette recette marginale (R_m) dépend de la productivité marginale du travail (P_mL) et du prix de vente du produit (p) : $R_m = p \cdot P_mL$. Par exemple : le salarié supplémentaire fabrique 50 poupées vendues chacune 20 euros, soit une R_m de 1 000 euros, ce qui est rentable pour l'entreprise si le salaire est inférieur à ces 1 000 euros. Du fait de la baisse de la productivité marginale du travail (hypothèse de rendement factoriel décroissant), le prix étant donné (hypothèse de concurrence parfaite), l'entreprise cesse d'embaucher quand

la recette marginale rejoint le coût marginal (au point où $p \cdot PmL = w$, donc où $PmL = w/p$). Au-delà, elle n'augmentera sa demande de travail que si le salaire réel (w/p) baisse : la fonction de demande de travail est décroissante parce que la productivité marginale du travail est décroissante.

Si le marché du travail fonctionnait ainsi, le chômage se manifesterait par un excès d'offre et serait résorbé par une baisse du salaire réel. D'où les conclusions classiques des classiques : 1) à l'équilibre, au-delà du chômage frictionnel (à tout moment, des emplois sont détruits et des emplois sont créés, de telle sorte qu'existent des personnes entre deux emplois), le seul chômage recensé est en fait du *chômage volontaire* : des « personnes » sont à la recherche d'un emploi parce qu'elles n'acceptent pas de travailler pour le salaire d'équilibre ; elles attendent de trouver mieux que ce qu'on leur propose et restent d'autant plus volontiers et longtemps dans cette situation qu'elles bénéficient d'allocations chômage ; 2) une situation de sous-emploi durable s'explique par des entraves à la flexibilité du salaire réel ; les coupables tout désignés sont les syndicats (qui résistent aux baisses de salaire ou obtiennent des hausses excessives) et l'État (qui impose un salaire minimal, réglemente l'usage de la force de travail, etc.). De cette théorie du chômage telle que l'expose Pigou en 1933, Keynes dira qu'elle « n'est valide que sous des conditions qui assurent qu'il n'y a pas de chômage »...

La critique keynésienne

Keynes admet que le plein emploi « n'exclut ni le chômage frictionnel, ni le chômage volontaire », mais il veut démontrer l'existence d'un chômage involontaire durable, qui ne sera pas résorbé par le libre jeu du marché. En effet, « le volume de l'emploi connaît d'amples variations sans qu'il y ait des changements apparents ni dans les salaires réels minima exigés par la main-d'œuvre, ni dans sa productivité ». Mais, curieusement, après avoir réduit la théorie classique telle qu'il la lit chez Pigou à deux postulats — 1) l'égalité entre le salaire réel et la productivité marginale du travail ; 2) l'égalité entre l'utilité marginale retirée du salaire et la désutilité marginale du travail — Keynes ne récuse que le second. En acceptant ce premier postulat et l'hypothèse de rendements factoriels décroissants, il est contraint d'admettre que toute variation à la hausse du niveau de l'emploi s'accompagne nécessairement, en courte période, d'une baisse du salaire réel pour compenser la baisse de la

productivité marginale du travail : « Un accroissement de l'emploi ne peut, en général, se produire sans être accompagné d'une diminution des salaires réels. Nous ne contestons pas cette loi primordiale qu'à juste titre les économistes classiques ont déclarée inattaquable » [TG, p. 17].

Alors que sa logique devait l'inciter à se situer résolument dans un cadre de concurrence imparfaite (comme il le fera dans un article de 1939 ; voir Dos Santos Ferreira [1999]), d'où il résulterait une déconnexion entre salaire réel et productivité marginale du travail, ou à considérer qu'en situation de sous-emploi des capacités de production, typique des phases de récession, la productivité marginale n'est pas décroissante (ce qu'il n'admet, dans une lettre à Ohlin du 29 avril 1937, que pour « l'extrême fond de la dépression »), il préfère un compromis, malgré une référence explicite à un « degré de concurrence ». Dès lors, la distance prise avec la théorie classique ne peut plus provenir que du mécanisme par lequel se réalise la baisse des salaires réels. Il suffit d'adjoindre à cette première restriction l'hypothèse supplémentaire de rigidité à la baisse des salaires nominaux pour que les classiques puissent en retour suspecter aisément les keynésiens d'avoir trouvé comme seule solution au chômage, l'inflation (w/p baisse parce que p augmente)... Et Keynes de reconnaître : « Alors que la main-d'œuvre résiste ordinairement à la baisse des salaires nominaux, il n'est pas dans ses habitudes de réduire son travail à chaque hausse du prix des biens de consommation. »

On perçoit ici les limites du projet pragmatique : 1) en admettant que les salariés veuillent résister à la baisse des salaires nominaux, faut-il encore qu'ils le puissent ; or cela paraît improbable dans une période de récession déflationniste avec un taux de chômage élevé, ce qui est le contexte étudié par Keynes... ; 2) l'argumentation semble fondée sur l'hypothèse d'illusion monétaire, alors qu'elle ne constitue pas un présupposé de l'analyse (Keynes insiste sur le fait que les contrats, dont le contrat de travail, sont libellés en unités monétaires, et non en unités « réelles », mais cela n'implique en rien une « illusion »).

L'enjeu de la critique du second postulat est la notion de *chômage involontaire* : si l'utilité marginale du salaire courant est supérieure à la désutilité marginale du travail, cela signifie que des individus, bien que disposés à travailler pour ce salaire, ne trouvent pas d'emploi ; ils sont donc involontairement au chômage. Cela n'a rien d'improbable, surtout en période de récession : « Pour un homme qui est resté longtemps sans

emploi, il arrive que dans certaines limites le travail au lieu d'impliquer de la désutilité ait une utilité positive » [TG, p. 128].

Pour un économiste classique, le chômage involontaire est inconcevable si le marché fonctionne sans entrave. En effet, un marché en équilibre ne signifie pas que tout le monde vend et achète à un prix idéal pour lui, mais que tous ceux qui le souhaitent ont la possibilité d'effectuer des transactions au prix d'équilibre. Par conséquent, de deux choses l'une : soit les chômeurs ne souhaitent pas travailler pour le salaire courant et ils restent volontairement sans emploi ; soit ils accepteraient de travailler pour un salaire correspondant à leur productivité et seule une entrave au libre fonctionnement du marché peut expliquer qu'ils ne trouvent pas d'employeur disposé à les embaucher (puisque'il aurait intérêt à le faire).

Où se situe la responsabilité ? Le chômage est-il dû à l'individu, à l'action concertée d'un groupe social, ou à une contrainte systémique ? Chez les classiques, la responsabilité pèse sur l'individu, comme le confirme cette citation de l'un de leurs héritiers contemporains, Robert Lucas : « Il y a un élément volontaire dans tout chômage, en ce sens que, aussi misérables que soient les possibilités courantes de travail, on peut toujours choisir de les accepter » [cité par de Vroey, 1998]. Cette conception individualiste est irrecevable, comme l'indiquait déjà Keynes lorsqu'il précisait que l'analyse devait « s'appliquer à la masse laborieuse dans son ensemble » : on ne peut en effet s'en tenir au fait qu'« un individu isolé peut obtenir un emploi en acceptant une réduction du salaire monétaire que ses collègues refusent » (au mieux cet individu prendra la place de quelqu'un qui se retrouvera à son tour sans emploi).

Nous rencontrons ici l'une des nombreuses critiques faites par Keynes du « sophisme de composition » (Samuelson *dixit*) consistant à étendre abusivement au niveau macroéconomique une conclusion obtenue à partir d'un raisonnement microéconomique : « Nous prétendons qu'on a commis des erreurs graves en étendant au système pris dans son ensemble des conclusions qui avaient été correctement établies en considération d'une seule partie du système prise isolément. »

Doit-on alors imputer la responsabilité à l'action concertée des syndicats ? La réponse de Keynes est, ici encore, proche de celle des classiques : est volontaire tout chômage « dû au refus ou à l'incapacité de la part d'une unité de travail, à la suite de la législation, ou de pratiques sociales, ou de coalition en vue d'une négociation collective, ou d'une réponse lente au changement,

ou de la pure obstination humaine, d'accepter une rémunération correspondant à la valeur du produit attribuable à sa productivité marginale ». Autrement dit, le chômage est volontaire quand l'excès d'offre résulte du refus des offreurs, individuellement ou par l'intermédiaire des syndicats, d'accepter que leur salaire réel soit ramené au niveau de leur productivité marginale. C'est seulement à ce moment de l'argumentation que Keynes se sépare des classiques : « Il se peut qu'il n'existe aucun expédient par lequel le travail dans son ensemble puisse réduire son salaire réel à un montant donné en renégociant en termes monétaires avec les entrepreneurs. »

Si son but avait été d'expliquer le chômage par la rigidité des salaires réels, comme le font les classiques, Keynes se serait-il donné la peine d'écrire la TG ? Il veut au contraire montrer que la flexibilité des prix et des salaires ne garantit aucun retour automatique à l'équilibre de plein emploi. Lors d'une dépression, les enchaînements à l'œuvre ne sont pas rééquilibrants, mais cumulatifs, de la forme : chômage → baisse des salaires → contraction de la demande → réduction de la production → chômage, etc. Cette spirale déflationniste est soutenue par le jeu des anticipations autoréalisatrices (anticiper une baisse des prix incite à différer les dépenses de consommation et d'investissement ; il en résulte une baisse des prix qui valide les anticipations et incite à persister dans le même comportement). Dans une telle conjoncture, la viscosité des salaires nominaux, qui ne procède pas fondamentalement d'une imperfection du marché du travail, mais des modalités de négociation des contrats de travail (libellés en unités monétaires et pour une période indéterminée), est même plutôt une bonne chose : une chute brutale et massive des salaires déprimerait l'investissement en incitant les entrepreneurs à réviser à la baisse leurs anticipations de débouchés.

Il n'y a pas d'ajustement automatique sur le marché du travail, tout simplement parce que ce marché, tel que le modélise la théorie classique, n'existe pas ! En effet, les demandeurs d'emploi, comme les travailleurs en place, ne négocient pas un salaire réel mais un salaire nominal (sauf si des syndicats puissants obtiennent une indexation des salaires sur les prix).

Si la négociation a lieu au niveau de l'entreprise, il en résulte deux asymétries. La première apparaît entre les salariés de chaque entreprise et l'ensemble des salariés. À l'intérieur de chaque entreprise, les salariés peuvent craindre que ceux des autres entreprises ne négocient pas les mêmes concessions salariales au même moment et que cette asymétrie ait pour

conséquence non seulement une baisse de leur salaire absolu, mais aussi une baisse de leur salaire relatif. Or, pour des raisons de dignité, les salariés sont attachés au principe « à travail égal, salaire égal », et ils ne veulent pas perdre en termes de salaire relatif. Rien ne leur garantissant que d'éventuels sacrifices de salaires seraient équitablement partagés, ils préfèrent résister à toute baisse des salaires nominaux. Cette explication keynésienne de la rigidité à la baisse des salaires nominaux, par la référence à une norme de justice, permet aussi de comprendre pourquoi les salariés ne luttent pas de la même façon contre une hausse du niveau général des prix se traduisant par une baisse de leurs salaires réels : simplement, parce que cette hausse est générale.

La seconde asymétrie apparaît entre l'entreprise, qui compare les salaires nominaux au prix du produit qu'elle vend, et les salariés qui les comparent aux prix de tous les biens qu'ils consomment. Ayant négocié un niveau de salaire nominal, l'entreprise peut prévoir l'évolution du salaire réel, de son point de vue, puisqu'elle connaît sa gamme de prix (avec un avantage supplémentaire pour l'entreprise qui fixe ses prix, en situation de concurrence imparfaite) ; les salariés ne connaîtront l'évolution de leurs salaires réels qu'après coup, le niveau général des prix étant déterminé au niveau macroéconomique (« par l'offre et la demande de biens »).

Par conséquent, la question devient : même si les salariés acceptaient une baisse générale des salaires nominaux, celle-ci entraînerait-elle nécessairement une baisse des salaires réels ? Oui, si les prix ne variaient pas ou baissaient moins que les salaires nominaux ; non, s'ils baissaient autant ou plus. La thèse keynésienne implique donc une variation de sens opposé des salaires nominaux (qui varient dans le même sens que l'emploi) et des salaires réels (qui varient en sens inverse, augmentant en période de récession) : ce sera le cas, en période de déflation, si la résistance de la main-d'œuvre à la baisse des salaires nominaux fléchit avec la hausse du chômage et si les salaires baissent moins vite que les prix. Cela fait beaucoup de « si ».

Certes, la baisse des salaires, en supposant qu'elle ne soit pas complètement compensée par l'augmentation du nombre de salariés, se traduit par une baisse de la demande sur le marché des biens, donc par une baisse des prix sur ce marché pour une offre donnée. Mais la baisse des salaires a également une incidence sur l'offre de biens car elle induit une baisse des coûts de production. Finalement, la baisse des salaires stimule l'offre et

déprime la demande sur le marché des biens : le sens et l'ampleur de la variation des prix dépendent donc de l'effet qui l'emporte [Deleplace, 1999].

Or, les travaux empiriques menés par John Dunlop (en 1938) et Lorie Tarshis (en 1939) ont réfuté la conjecture keynésienne : la corrélation entre salaires nominaux (qui varient avec l'emploi) et salaires réels n'est pas négative. Pour surmonter et expliquer cette réfutation, il faudrait raisonner dans un cadre dynamique (celui du cycle) sous l'hypothèse de concurrence imparfaite avec un degré de monopole contracyclique (qui augmente en phase de récession ; voir Dos Santos Ferreira [1999]).

Quoi qu'il en soit, même si la baisse des salaires nominaux et réels incitait les entreprises à embaucher des travailleurs supplémentaires, il resterait un dernier problème à résoudre : la création d'emplois nouveaux ne serait durable que si des débouchés existaient pour la production supplémentaire résultant de ces embauches.

Marché des biens et loi de Say

Du côté classique, il existe une réponse toute prête à cette question des débouchés : la loi de Say. Selon Keynes, elle constitue le « postulat d'Euclide de la théorie classique » : « tout le reste en découle ». Il la présente ainsi : « L'offre crée sa propre demande » ; ce qui signifie que « la totalité des coûts de production doit nécessairement être dépensée pour acheter, au niveau agrégé, directement ou indirectement, la totalité du produit ».

Dans son *Traité d'économie politique* (1803), Say écrit : « Le sens de ce chapitre-ci n'est pas qu'on ne puisse pas produire d'une certaine marchandise trop en proportion des besoins, mais seulement que ce qui favorise le débit d'une marchandise, c'est la production d'une autre. » Say ne nie donc pas l'évidence de problèmes de débouchés localisés. Au contraire, sa loi prétend les expliquer : des marchandises ne se vendent pas ou se vendent à perte « parce qu'on en a produit des quantités trop considérables, soit plutôt parce que d'autres productions ont souffert. Certains produits surabondent, parce que d'autres sont venus à manquer ». Autrement dit, il y a trop d'une offre parce qu'il n'y a pas assez d'une autre, cette conclusion étant fondée sur l'hypothèse que « les produits ne peuvent s'acheter que par les produits ».

En effet, dans une économie de troc, pour demander un bien, il faut pouvoir en offrir un autre en échange. Mais ce raisonnement vaut-il aussi pour une économie monétaire ? Say considère que la monnaie ne vient pas perturber sa loi des débouchés parce qu'elle n'est qu'un intermédiaire des échanges : les biens produits servent à acheter la monnaie qui sert à acheter les biens demandés. L'argumentation dépend de façon cruciale de l'absence de thésaurisation (durable et massive). Il faut que la monnaie circule sans interruption de main en main, personne ne venant rompre la chaîne en décidant de la stocker : « Lorsque le dernier producteur a terminé un produit, son plus grand désir est de le vendre, pour que la valeur de ce produit ne chôme pas entre ses mains. Mais il n'est pas moins empressé de se défaire de l'argent que lui procure sa vente pour que la valeur de l'argent ne chôme pas non plus. Or, on ne peut se défaire de son argent qu'en demandant à acheter un produit quelconque. » Critiquer la loi de Say, cela suppose donc de critiquer la théorie de la monnaie qu'elle implique.

La vision classique est dichotomique : dans la sphère réelle sont déterminées des grandeurs d'équilibre telles que la production, l'emploi, le salaire réels ; la monnaie recouvre d'un voile cet équilibre réel sans le perturber. Si la monnaie n'est qu'un simple intermédiaire des échanges, alors on peut raisonner comme si le travail s'échangeait directement contre des biens. Dès lors, un excès temporaire d'offre de travail a pour contrepartie un excès temporaire de demande de biens ; celui-ci, *via* la hausse des prix qu'il induit, incite les entreprises à produire plus, donc à embaucher, ce qui résorbe l'excès d'offre de travail. Les marchés coordonnent parfaitement les plans des agents.

Au contraire, en situation de chômage keynésien, les entreprises n'embauchent pas parce qu'elles sont rationnées sur le marché des biens (demande insuffisante) et les chômeurs ne peuvent se porter demandeurs parce qu'ils sont rationnés sur le marché du travail (pénurie d'emplois) : pour que l'emploi augmente, il faudrait que la demande augmente, donc que le revenu des ménages augmente, donc que l'emploi augmente... Cette circularité est le signe d'un échec de la coordination par les marchés.

L'égalité épargne/investissement

Si l'offre globale engendre un revenu de nature à l'absorber dans sa globalité, demeure toutefois un problème : qu'advient-il

de la partie du revenu qui n'est pas consommée ? Voici la réponse, classique, de Marshall : « La totalité du revenu de tout individu est dépensée en achat de biens et de services. Sans doute dit-on communément qu'un individu dépense une partie de son revenu et épargne le reste. Mais c'est une vérité économique familière que cet individu achète du travail et des marchandises autant avec cette partie de son revenu qu'il épargne qu'avec celle dont on dit qu'il la dépense. Car on dit qu'il la dépense quand il recherche une satisfaction immédiate des biens et services qu'il achète. Et l'on dit qu'il l'épargne lorsque sa décision conduit à affecter le travail et les marchandises qu'il a achetées à la production de richesses dont il espère retirer une satisfaction dans le futur. » Dans cette citation, l'épargne, qui apparaît comme une consommation différée dans le temps, n'est pas une non-dépense puisqu'elle est supposée intégralement investie.

En admettant que cela soit vrai dans une économie où les mêmes personnes prendraient les décisions d'épargne et d'investissement, par exemple des chefs d'entreprise s'autofinçant en puisant dans leur fortune personnelle, il n'est pas du tout évident qu'il en aille ainsi dans une économie moderne où ce sont, en temps normal, les ménages qui épargnent et les entreprises qui investissent. Selon les classiques, l'ajustement entre l'épargne et l'investissement s'effectue sur le marché des fonds prêtables grâce aux variations du taux d'intérêt réel (voir encadré).

La critique keynésienne

Selon Keynes, l'épargne n'est pas une consommation différée dans le temps, elle est une renonciation à la consommation courante. « Un acte d'épargne individuelle signifie, pour ainsi dire, une décision de ne pas dîner aujourd'hui. Mais il n'implique pas nécessairement une décision de prendre ce dîner ou d'acheter une paire de chaussures une semaine ou une année plus tard, ou de consommer un bien donné à une date donnée. Il déprime donc l'activité économique consistant à préparer le dîner d'aujourd'hui sans stimuler l'activité pourvoyant à quelque acte futur de consommation. Il n'induit pas la substitution d'une demande de consommation future à une demande de consommation présente, il induit une diminution nette de cette demande présente » [TG, p. 210].

L'ajustement entre l'investissement et l'épargne selon les classiques

Sous l'hypothèse d'un marché financier parfait, qui permet de prêter et d'emprunter sans autre contrainte que la séquence prévisible des revenus futurs, l'épargne dépend du taux d'intérêt réel, celui-ci rémunérant l'abstinence, ou l'attente (« *waiting* », écrit Marshall), mais le sens de la relation n'est pas évident : une hausse du taux d'intérêt rend, d'une part, la consommation future plus attractive (un euro placé aujourd'hui permet de consommer plus demain) et la consommation présente plus coûteuse (pour celui qui emprunte aujourd'hui afin de consommer plus que son revenu courant), ce qui stimule l'épargne (effet de substitution), mais elle accroît, d'autre part, le revenu des créanciers (les intérêts perçus par les prêteurs augmentent), ce qui stimule plutôt la consommation (effet de revenu). Si l'on suppose que l'effet de substitution l'emporte, alors l'épargne est une fonction croissante du taux d'intérêt réel r .

Du côté de l'investissement, soit un producteur qui s'appelle Robinson : il peut prêter ses noix de coco au taux r , mais il peut aussi les planter pour augmenter sa production future

(= investissement) ; où l'on voit que le taux d'intérêt constitue le coût d'opportunité de l'investissement, c'est-à-dire le gain auquel Robinson renonce en décidant d'investir plutôt que de réaliser un placement (s'il ne possède pas les noix de coco le raisonnement est le même car il doit les emprunter au taux r). Donc Robinson n'investit que si le rendement de l'investissement excède ce coût d'opportunité. Cet investissement, qui est une demande de facteur capital, est soumis à la fatalité des rendements factoriels décroissants, de telle sorte que Robinson investit jusqu'au point où le taux de rendement de l'investissement est égal au taux d'intérêt réel (s'il n'y a pas d'incertitude). Par conséquent, toutes choses égales par ailleurs, une baisse du taux d'intérêt r augmente la profitabilité et stimule l'investissement : celui-ci est une fonction décroissante du taux d'intérêt réel.

Les ménages qui épargnent et disposent d'une capacité de financement et les entreprises qui veulent investir et cherchent à combler un besoin de financement se rencontrent sur le marché des fonds prêtables : l'épargne est une offre de fonds, l'investissement est une demande de fonds. Si ce marché possède toutes les vertus requises par la démonstration, alors il existe un taux d'intérêt d'équilibre pour lequel l'épargne et l'investissement sont égaux.

Ce à quoi les classiques peuvent répondre qu'un supplément d'épargne n'exercera pas cet effet dépressif puisqu'il sera compensé, du côté de la demande, par un supplément d'investissement, cet ajustement s'effectuant grâce à la baisse du taux d'intérêt. Mais Keynes récuse cette réponse en faisant de l'épargne une catégorie résiduelle qui dépend, quant à son montant, du revenu, et non du taux d'intérêt, lequel ne peut par conséquent l'ajuster au niveau de l'investissement. En effet, si le prêteur ne connaît pas avec certitude la séquence des revenus futurs de l'emprunteur, il recherchera des informations lui

permettant d'apprécier sa solvabilité, la plus immédiate étant son revenu courant. L'observation confirme que la capacité d'emprunt des ménages est généralement limitée par leur revenu courant. De ce fait, il ne leur est plus possible de substituer aussi aisément que le supposent les classiques une consommation future à une consommation présente. Ils subissent non pas une contrainte de richesse (égale à la somme de tous leurs revenus futurs actualisés), mais une contrainte de liquidité (revenu du moment, actifs mobilisables rapidement).

« En moyenne et la plupart du temps, les hommes tendent à accroître leur consommation à mesure que le revenu croît, mais non d'une quantité aussi grande que l'accroissement du revenu » [TG, p. 96]. Cette proposition est justifiée par « notre connaissance de la nature humaine » et « les renseignements détaillés de l'expérience », donc sans fondement statistique (en 1936) ou microéconomique [Villieu, 1997].

En résumé : $\Delta Y \rightarrow \Delta C$, avec $\Delta C < \Delta Y$, donc $\Delta C/\Delta Y < 1$, $\Delta C/\Delta Y$ étant la propension marginale à consommer c ; de $\Delta Y = \Delta C + \Delta S$, on déduit que s (= $\Delta S/\Delta Y$), la propension marginale à épargner, vaut $1 - c$. L'épargne est une fonction croissante du revenu : $S = H(Y)$, avec $H'(\cdot) > 0$. Se trouve ainsi rompue la relation classique entre l'épargne et l'investissement *via* le taux d'intérêt. En admettant provisoirement que l'investissement continue à dépendre du taux d'intérêt (mais il s'agit désormais d'une grandeur monétaire notée i), $I = J(i)$, avec $J'(\cdot) < 0$, la condition d'équilibre macroéconomique ($I = S$) devient $J(i) = H(Y)$. Cette équation est indéterminée.

Soit l'on se donne Y , comme dans le cas classique où Y est le niveau de revenu de plein emploi, et l'ajustement se fait par la variation de i . Soit l'on se donne i , déterminé par ailleurs (sur les marchés de la monnaie et des titres dans le modèle keynésien pragmatique), et l'ajustement se fait par la variation de Y ; c'est la solution choisie par Keynes : « La nouveauté de mon traitement de l'épargne et de l'investissement réside non dans le fait que j'affirme leur nécessaire égalité globale, mais dans la proposition selon laquelle ce n'est pas le taux d'intérêt mais le niveau des revenus qui (en conjonction avec certains autres facteurs) assure cette égalité », ce qui « a pour résultat de laisser le taux d'intérêt indéterminé » [CW, XIV, p. 211-212]. Soit l'on se donne cette équation comme l'une des conditions de l'équilibre macroéconomique, définissant une relation implicite entre le revenu d'équilibre Y^* et le taux d'intérêt d'équilibre i^* ; c'est la solution choisie par Hicks pour construire la relation I-S (du

modèle IS-LM), laquelle fait correspondre à chaque niveau du taux d'intérêt le niveau du revenu d'équilibre qui ajuste l'épargne à l'investissement. Après le marché du travail, c'est désormais le marché financier, ou des fonds prêtables, dont Keynes conteste qu'il assure efficacement sa fonction de coordination des décisions des agents économiques, ici la coordination des choix intertemporels : de même que l'offre de travail n'est pas nécessairement perçue comme une demande de biens aujourd'hui, l'épargne n'est pas nécessairement perçue comme une demande de biens demain suscitant l'investissement requis pour la satisfaire. Contrairement à ce qu'énonce la loi de Say, une récession peut s'expliquer par l'insuffisance de la demande globale.

La monnaie

Pour les classiques, la monnaie est neutre, au sens où elle n'agit pas sur l'économie réelle, ce qui justifie une analyse dichotomique de la réalité économique : les forces réelles déterminent les variables réelles, et la quantité de monnaie en circulation, si l'on en croit la théorie quantitative, détermine le niveau des prix absolus (voir encadré).

La préférence pour la liquidité

Dès le *Traité de la monnaie*, Keynes privilégie une conception différente de la monnaie, parfois qualifiée de « néo-chartaliste » [Wray, 2003] en référence à son premier inspirateur, Knapp, lequel met l'accent sur le rôle de l'État qui institue la monnaie en définissant l'unité de compte et en choisissant ce qui sera accepté en paiement des impôts. Il insiste notamment sur cette fonction d'unité de compte dans laquelle sont exprimés les prix et les dettes. Dans l'introduction anglaise à la *Théorie générale*, Keynes précise qu'une « économie monétaire est essentiellement une économie dans laquelle la variation des vues sur l'avenir peut exercer une influence sur le niveau de l'emploi et pas seulement sur son orientation ». Se trouvent ainsi placées au centre de l'analyse l'incertitude et les anticipations, ce qui est inévitable dès lors que l'on renonce à l'hypothèse de système de marchés complet (selon celle-ci, il existerait des marchés, donc des prix affichés aujourd'hui, pour tous les biens, quels que soient leur date de livraison et l'événement conditionnant cette livraison).

La théorie quantitative, version Cambridge

Keynes connaissait très bien l'œuvre de Fisher, auquel il a rendu hommage comme à l'un de ses principaux inspirateurs, mais c'est à la formulation cambridgienne de la théorie quantitative qu'il faisait plus directement référence. Dans l'ouvrage d'Irving Fisher, *Le Pouvoir d'achat de la monnaie* [1911], on trouve la célèbre équation des échanges, qui s'écrit, sous une forme simplifiée : $MV = PT$. Au cours d'une période de temps donnée, la valeur totale des transactions (T étant le volume des transactions effectuées au prix moyen P) a nécessairement eu pour contrepartie, dans l'hypothèse d'un paiement comptant, la quantité de monnaie en circulation, compte tenu de sa vitesse de circulation V. Il s'agit d'une équation de définition de la vitesse de circulation ($V = PT/M$), et non d'une théorie.

La théorie consiste : 1) à poser que le volume des transactions est déterminé par le volume de la production, ce qui n'est vrai qu'aux variations de stock près, lesquelles jouent un rôle important au cours du cycle ; 2) à ne faire dépendre cette production que de facteurs réels, de telle sorte que T est indépendant de M, ce qui suppose que la monnaie soit neutre ; 3) à poser la stabilité de V en courte période ; 4) à considérer que P est la variable endogène, ce qui revient à supposer que l'offre de monnaie M^s , qui détermine la quantité de monnaie en circulation, est la variable exogène (contrôlée par les autorités monétaires en situation d'inconvertibilité) ; l'alternative aurait consisté à inverser la relation entre M et P, donc à considérer que M^s était endogène et P exogène (ce que ne fera pas le Keynes pragmatique). Dès lors, le niveau général des prix varie proportionnellement à la quantité de monnaie en circulation.

Dans la version cambridgienne, l'objet de l'analyse est explicitement la demande de monnaie, qui est une demande pour des encaisses détenues (*cash balances*), ou pour des encaisses désirées. On passe ainsi d'une théorie de la circulation à une théorie patrimoniale : la monnaie n'existe qu'en tant qu'elle est détenue, elle est un actif substituable à d'autres actifs tels que les titres ou le capital. Si l'on néglige différents raffinements, c'est essentiellement la désynchronisation entre recettes et dépenses qui rend nécessaire la constitution d'encaisses de transactions, à laquelle les cambridgiens ajoutent une demande d'encaisses de précaution car les rentrées et les décaissements sont pour partie aléatoires.

On retrouve les résultats de la théorie quantitative si une relation stable existe entre le niveau de ces encaisses et le niveau des achats, donc des revenus, ce qui revient à supposer que la vitesse de circulation (revenu) est elle-même stable (ce n'est toutefois pas ce que feront la plupart des cambridgiens dans leur théorie du cycle). En effet, en partant de l'équation de Fisher, mais en remplaçant, comme le fait Pigou, les transactions T par le revenu global réel Y, on en déduit l'équation cambridgienne : $M^d/P = kY$, qui signifie que la demande d'encaisses réelles M^d/P (M/P étant le pouvoir d'achat des encaisses nominales) est proportionnelle au revenu réel. Si l'on suppose que k est stable, alors cette équation signifie que l'équilibre monétaire ($M^s = M^d$) est réalisé par la variation du niveau général des prix. Pour $\bar{M}^s = M^d = kPY$, avec \bar{M}^s exogène, k et Y donnés, si M^s est multipliée par deux, alors l'équilibre impose que M^d soit multipliée par 2, donc que P soit aussi multiplié par deux puisque Y est déterminé par des facteurs non monétaires.

Or ces deux caractéristiques conduisent directement à la monnaie : l'incertitude, parce que la monnaie est la forme de richesse la plus liquide, c'est-à-dire la plus commode et la plus sûre, la moins irréversible : acceptée en paiement par tous et à tout moment, elle laisse ouvertes les possibilités de choix ; les anticipations, parce que la monnaie, en tant que réserve de valeur, permet d'attendre et de voir venir. « L'importance essentielle de la monnaie vient de ce qu'elle est un lien entre le présent et le futur » [TG, p. 293].

Cela ne suffit toutefois pas à répondre à l'argument classique déjà utilisé par Say : pourquoi conserver de la monnaie oisive qui ne rapporte rien, dont le rendement réel est même négatif en période d'inflation, alors qu'en la plaçant, par exemple en achetant des obligations, on obtient une rémunération, des intérêts ? En effet, l'acquisition d'actifs réels durables (achat d'une terre, d'une maison, etc.) et d'actifs financiers permet également de transférer du pouvoir d'achat dans le temps, tout en offrant une utilité ou un rendement. Pourquoi choisir la monnaie ? Parce qu'elle possède cette qualité qu'aucun autre actif ne possède au même degré : la liquidité. Au sens large, celle-ci est la plus ou moins grande facilité avec laquelle on peut transférer sa richesse sous une autre forme, grâce à l'échange, en minimisant les coûts de transactions, sans perte en valeur nominale. On dit de la monnaie qu'elle est la « liquidité par excellence » : parce qu'elle est l'unité de compte (les dettes sont libellées en euros), sa valeur nominale future est certaine (sa valeur réelle ne l'est pas, mais il en va de même pour tous les actifs) ; parce qu'elle est l'« équivalent général », elle est immédiatement échangeable contre n'importe quel bien ou titre.

Soit quelqu'un qui achète des actions pour une valeur de 100 euros. Survient un krach : les cours s'effondrent de 50 %. Tant que cette personne ne revend pas ses actions, elle ne perd rien. Toutefois, il suffit qu'advienne un événement imprévu (un incendie, un décès, une faillite, etc.) qui la contraigne à effectuer un paiement comptant, « cash », pour qu'elle ne puisse plus différer la vente, subissant ainsi une perte de 50 euros. Inversement, une personne qui aurait choisi de conserver sa « fortune » sous la forme d'encaisses monétaires pourrait maintenant saisir l'opportunité du krach pour racheter certaines actions à très bas prix. En renonçant à détenir de la monnaie, donc en renonçant à la liquidité, la première a effectué un choix risqué, difficilement réversible, immobilisant sa richesse sous une forme

particulière, alors que la seconde a pu bénéficier de la liberté de choix que lui préservait son encaisse monétaire.

C'est l'incertitude qui explique l'existence d'une préférence pour la liquidité et celle-ci permet de comprendre pourquoi la monnaie est demandée pour elle-même. « La possession de monnaie apaise notre inquiétude ; et la prime que nous exigeons pour nous dessaisir de la monnaie est la mesure du degré de notre inquiétude » [TGE]. Une partie de la monnaie, M^d_1 , est demandée pour être dépensée (monnaie-flux), alors que l'autre partie, M^d_2 , est demandée pour être détenue (monnaie-stock) : $M^d = M^d_1 + M^d_2$. Si l'on s'en tient à la *Théorie générale*, dans laquelle ne figure pas le motif de financement, introduit partiellement en 1937, la monnaie est demandée pour quatre motifs dont l'action est condensée dans deux fonctions, $L_1(\cdot)$ et $L_2(\cdot)$ (L pour *liquidity preference*) :

— les motifs de transactions et de précaution pour L_1 ; le premier inclut le motif de revenu des ménages et le motif d'affaires des entreprises, tous les deux liés à l'écart entre encaissements et décaissements ; le second motif s'explique par la prévoyance (pouvoir faire face à des situations imprévues de dépense, « au cas où ») ; les deux faisant dépendre la demande de monnaie du revenu (en réalité, de la production dans le cas des entreprises), il n'y a pas là de changement majeur par rapport à la théorie cambridgienne ; $M^d_1 = L_1(Y)$ avec $L'_1(\cdot) > 0$;

— le motif de spéculation ; il s'explique par le « désir de profiter d'une connaissance meilleure que celle du marché de ce que réserve l'avenir » ; c'est ici que se situe l'innovation car cette partie de la demande de monnaie est fonction du taux d'intérêt. Cela mérite une explication...

Soit une obligation perpétuelle vendue 100 euros et qui donne droit à un intérêt annuel de 10 euros ; le taux d'intérêt attaché à cette obligation est de 10 % parce que c'était le taux du marché au moment où elle a été émise. Supposons que ce taux passe à 20 % et que l'agent qui avait acheté cette obligation cherche à la revendre : à quel cours trouvera-t-il acquéreur ? Personne n'est disposé à payer 100 euros le droit de recevoir chaque année 10 euros quand il est possible d'acheter de nouvelles obligations qui rapportent 20 euros. L'ancienne obligation ne vaudra donc plus que 50 euros (deux anciennes obligations permettant d'obtenir 20 euros, soit l'intérêt attaché à une nouvelle). La multiplication par deux du taux d'intérêt s'est traduite par la division par deux du cours des anciennes obligations. Il existe une relation inverse entre le taux d'intérêt et le cours des

obligations. Cet « effet balançoire » est puissant : bien que l'exemple choisi soit caricatural, on voit que la perte en capital (50 euros de moins-value) excède de beaucoup l'intérêt gagné. Certes, celui qui conserve ses titres jusqu'à leur terme ne subit pas de perte en capital, mais cela suppose qu'aucun événement imprévu ne le contraigne à aliéner son portefeuille. Voilà pourquoi Keynes dit de l'incertitude qu'elle est la « condition nécessaire » de la détention de monnaie.

La demande de monnaie pour motif de spéculation dépend de l'écart qui sépare le niveau du taux d'intérêt, lequel reflète l'évaluation du marché, de celui qui, du point de vue de l'agent, offre « une sécurité raisonnable » : si l'agent anticipe une hausse du taux d'intérêt, il reste liquide ; s'il anticipe une baisse, il achète des titres. « L'incertitude quant à l'évolution future du taux d'intérêt est la seule explication intelligible de la préférence pour la liquidité du type L_2 » ; $M^d_2 = L_2(i)$ avec $L'_2(\cdot) < 0$.

Cette incertitude explique aussi pourquoi celui qui détient de la monnaie exige une prime pour renoncer à la liquidité qu'elle lui procure : « Nous appellerons prime de liquidité d'une certaine richesse le montant que les gens acceptent de payer pour la commodité ou la sécurité virtuelles procurées par le pouvoir d'en disposer [...] ; la prime que nous requérons pour nous séparer de la monnaie est la mesure de notre degré d'inquiétude. » D'un côté la sécurité et la commodité, de l'autre l'inquiétude, la prime étant, comme dans un contrat d'assurance, ce que l'on paye pour se protéger contre un risque. Se trouve ainsi établi le lien recherché entre le taux d'intérêt et la demande de monnaie : du point de vue du prêteur, il est le prix de la renonciation à la thésaurisation et non de la renonciation à la consommation ou de l'abstinence (comme le montre le fait que celui qui épargne en accumulant de la monnaie ne reçoit aucun intérêt, alors qu'il s'abstient de consommer « tout autant qu'un autre ») ; du point de vue de l'emprunteur, il est le prix à payer pour disposer de la monnaie.

Si les classiques ont donc raison de rechercher un lien entre l'intérêt et « les préférences psychologiques relatives au temps », leur analyse tourne court parce qu'ils ne perçoivent pas que ces préférences se dédoublent en : 1) propension à consommer, qui détermine de façon résiduelle la partie de son revenu que l'individu conserve sous la « forme d'un droit *quelconque* à une consommation future » ; 2) préférence pour la liquidité, dont l'incidence résulte de la nécessité pour l'individu de prendre une seconde décision que néglige la théorie orthodoxe, à savoir la

« forme sous laquelle il conservera son droit à une consommation future ».

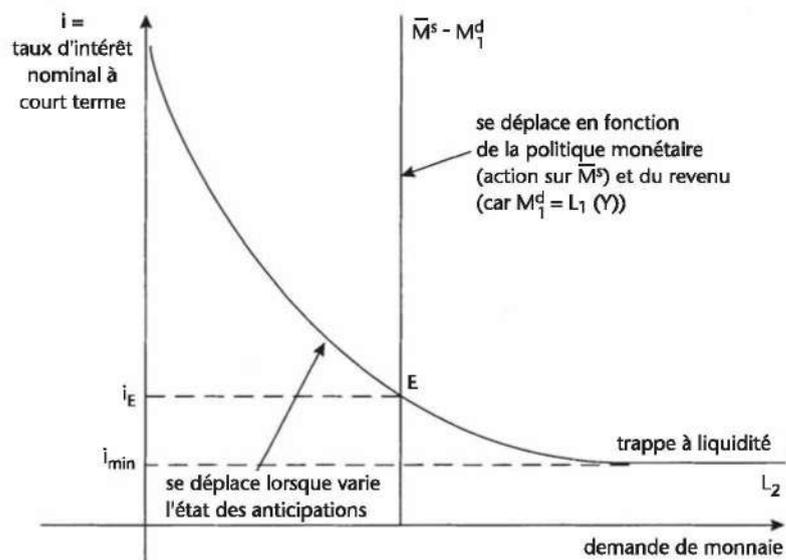
La détermination du taux d'intérêt

La relation entre la demande de monnaie pour motif de spéculation et le niveau du taux d'intérêt est décroissante pour deux raisons : 1) plus le taux d'intérêt est faible et plus le coût d'opportunité de la thésaurisation est faible lui aussi (détenir de la monnaie, c'est renoncer au taux d'intérêt) ; 2) à chaque instant il existe un taux d'intérêt que les spéculateurs jugent « normal », conventionnellement, et auquel ils comparent le taux d'intérêt courant ; plus celui-ci baisse et plus la probabilité que son mouvement se retourne à la hausse augmente, ce qui incite à détenir son épargne sous forme d'encaisses monétaires plutôt que de prendre le risque croissant d'essuyer des moins-values sur les obligations, dont le cours est en train d'atteindre des sommets (effet balançoire) ; au contraire, quand le taux d'intérêt est élevé, le moment est venu d'acheter des titres financiers dont le cours a baissé, dans l'espoir d'une plus-value ultérieure. À un moment donné, la demande de monnaie de spéculation dépend de la proportion de baissiers (ceux qui pensent que le taux d'intérêt va augmenter donc que les cours des titres vont baisser) et de haussiers (ceux qui pensent l'inverse).

Si le taux d'intérêt baisse, la proportion de baissiers sur le marché financier augmente, donc aussi la demande de monnaie. Il existe toutefois un plancher à la baisse, un taux à partir duquel les anticipations sont unanimes : tout le monde pense que le taux va remonter, donc tout le monde demande de la monnaie, donc la demande de monnaie devient infinie pour ce taux, phénomène dit de la « trappe à liquidité » (selon l'image de Robertson). Symétriquement, il existe un taux d'intérêt à partir duquel la demande d'encaisses spéculation s'annule. De tout cela il résulte que la décroissance régulière de la courbe de demande de monnaie de spéculation dépend de la diversité des opinions individuelles sur l'évolution ultérieure des taux d'intérêt. « Si nous devons contrôler l'activité économique en faisant varier la quantité de monnaie il est crucial que les opinions individuelles diffèrent » [TG, p. 172].

Pour une quantité donnée de monnaie en circulation (hypothèse d'offre de monnaie exogène), et pour un état donné des anticipations, l'équilibre du marché monétaire se réalise de la façon suivante : une fraction de cette monnaie est utilisée pour

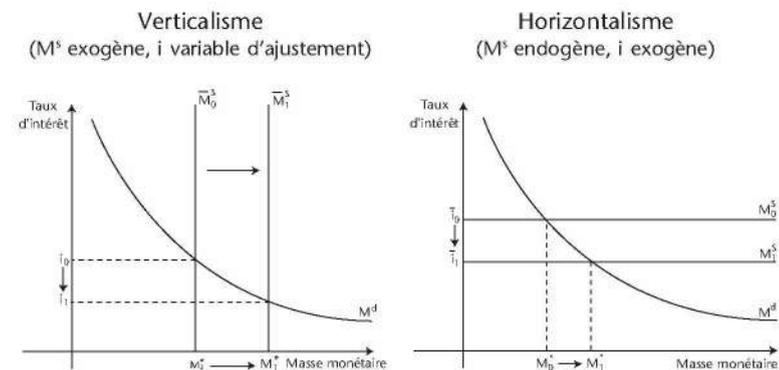
satisfaire les motifs de transactions et de précaution ; le reste doit donc être absorbé par la demande pour motif de spéculation, ce qui suppose que celle-ci soit portée à ce niveau par la variation du taux d'intérêt. Se trouve ainsi confirmé que le taux d'intérêt n'est « pas le prix qui amène à s'équilibrer, la demande de ressources à s'investir et la propension à s'abstenir de consommations immédiates. Il est le prix auquel le désir de maintenir la richesse sous la forme liquide se concilie avec la quantité de monnaie disponible ». Le public ne décidant pas de la quantité de monnaie en circulation, les variations du degré de préférence pour la liquidité induisent une modification « non du montant effectivement thésaurisé, mais du niveau de la prime [le taux d'intérêt] que l'on doit offrir pour inciter les gens à ne pas thésauriser » [CW, XIV, p. 116].



Ce diagramme ne doit pas être lu comme un tableau de bord permettant de piloter aisément le taux de l'intérêt, car il est construit *toutes choses égales par ailleurs*, donc pour un état figé des anticipations et relativement à la convention qui « fixe » le taux d'intérêt jugé « normal » : si les anticipations ou le jugement conventionnel varient, alors la courbe L_2 se déplace. La politique

monétaire déplace la courbe d'offre, mais elle peut aussi perturber l'état des anticipations qui gouverne la préférence pour la liquidité et rater ainsi sa cible... Ce schéma masque également une faille dans le raisonnement, bien vue par Hicks : on ne peut connaître la quantité de monnaie disponible pour répondre au motif de spéculation qu'après avoir déterminé la quantité de monnaie requise pour les transactions, donc après avoir déterminé le revenu (puisque $M_1^d = L_1[Y]$), or le niveau du revenu dépend de la demande, donc de l'investissement, donc du taux d'intérêt, qui n'est pas déterminé tant que l'on ne connaît pas la quantité de monnaie disponible pour... La solution hicksienne prit la forme du modèle IS-LM, système de codétermination de ces variables par l'action de marchés interdépendants...

Plus gênant encore : à cette approche « verticaliste » de l'offre de monnaie (exogène), il est permis d'opposer une conception « horizontaliste », fondée sur l'hypothèse d'une offre de monnaie bancaire endogène, déterminée par la demande de crédits bancaires et « ratifiée » par une Banque centrale accommodante (voir graphiques ci-dessous) [Orio et Quilès, 1993]. C'est le taux d'intérêt qui devient alors exogène : il résulte de l'application par les banques d'un coefficient de marge au taux de refinancement que pratique la Banque centrale sur le marché monétaire.



Note : L'offre de monnaie (M^s) est contrôlée par la banque centrale : soit une politique monétaire expansionniste telle que cette offre augmente, passant de M_0^s à M_1^s , alors le taux d'intérêt baisse (de i_0 à i_1) jusqu'à ce que la demande de monnaie (M^d) s'ajuste à l'offre (la quantité de monnaie d'équilibre, M^* , passe de M_0^* à M_1^*).

Note : Pour le taux d'intérêt qu'elle a choisi (i), la banque centrale offre la quantité de monnaie demandée (M^s est horizontale : l'offre « suit » la demande) ; si elle décide une baisse du taux d'intérêt (de i_0 à i_1), c'est l'offre de monnaie qui s'ajuste à la demande.

Nous pouvons toutefois conclure que Keynes rejette, du moins en courte période et en situation de sous-emploi, la théorie quantitative de la monnaie : la vitesse de circulation de la monnaie peut être très instable ; à travers leurs effets sur le taux d'intérêt, quantité de monnaie et préférence pour la liquidité agissent sur l'investissement, la production et l'emploi ; la monnaie est donc un « facteur réel », au sens où elle agit sur l'économie réelle.

K contre C

Keynes place au centre de son analyse la question de la coordination dans une économie de marché. Celle-ci se révèle problématique, non pas à cause de frottements ou d'imperfections, mais pour des raisons intrinsèques, comme le montrent les cas du marché du travail et du marché des capitaux. Écoutons ce qu'en pensent un « classique », monsieur C, et un « keynésien », monsieur K.

C. — Si rien ne vient entraver le fonctionnement du marché, le plein emploi est réalisé, au sens où il n'y a pas de chômeurs involontaires ; les keynésiens ne remettent pas radicalement en cause cette conclusion puisqu'ils se contentent d'introduire comme hypothèse supplémentaire la rigidité à la baisse des salaires nominaux, ce qui bloque bien sûr le processus d'ajustement.

K. — Non, il y a du chômage involontaire ; des chômeurs sont disposés à travailler pour un salaire réel qui permettrait de les employer, mais ils ne peuvent pas atteindre ce salaire réel par la négociation des salaires nominaux ; ce n'est pas la rigidité du salaire nominal qui pose véritablement problème, c'est la rigidité du salaire réel ; elle est due au fait que le niveau des prix n'est pas « négocié » sur le marché du travail ; il faut donc prendre en compte l'interdépendance avec le marché des biens ; or, une baisse des salaires nominaux telle que la souhaitent les classiques en période de chômage se traduit par une baisse de la demande, donc par une baisse des prix qui contrebalance l'effet de la baisse des salaires nominaux sur les salaires réels...

C. — Même si l'on admettait ce point, la baisse des prix produirait des effets favorables à la reprise économique et par conséquent à l'emploi ; d'abord, un effet fondé sur un mécanisme exposé par Keynes lui-même, car la baisse des prix se traduit par une augmentation de la valeur réelle de la quantité

Un conflit de méthodes ?

Si la critique keynésienne fait souvent mouche lorsque la cible est un modèle d'équilibre partiel (qui recherche la cause du chômage sur le marché du travail, quand elle se trouve sur le marché des produits et sur celui des capitaux), ou un modèle d'équilibre général excluant l'incertitude grâce à un système complet de marchés, elle ne s'applique pas nécessairement au raisonnement en termes d'équilibre général [Bidard, 1981]. Celui-ci se caractérise par le passage de la recherche d'une causalité univoque à la mise en évidence de relations d'interdépendance au sein d'un système (x est fonction de y et z , y est fonction de x et z , z est fonction de x et y). Prenons l'exemple de l'épargne. Un raisonnement causal simple consiste à rechercher le facteur déterminant principal : un classique répondra le taux d'intérêt et un keynésien répondra le revenu. Ou bien il consiste à rechercher le marché, donc le type d'offre et de demande, qui semblent déterminants : le classique dira que le taux d'intérêt est déterminé par la confrontation de l'investissement et de l'épargne, le keynésien dira qu'il l'est, mais ce n'est pas le même taux d'intérêt, par la confrontation de l'offre et de la demande de monnaie. Un raisonnement systémique est à la fois plus modeste, car il renonce à trouver dans chaque cas une cause que l'on puisse isoler, et plus complexe, car il prend acte de l'interdépendance entre toutes les variables économiques, et entre tous les marchés.

Avec un raisonnement en termes d'équilibre général, il est faux de dire que les classiques sont des économistes de l'offre (et les keynésiens des économistes de la demande) : la demande de travail sur le marché du travail est une demande dérivée, qui dépend aussi de la demande sur le marché des biens, de

même que le salaire réel dépend de l'investissement puisque celui-ci agit sur le stock de capital, donc sur la productivité marginale du travail, etc. Parce qu'il y a interdépendance entre toutes les offres et toutes les demandes on a tort de faire comme si chaque prix était déterminé par le marché sur lequel il ajuste l'offre à la demande ; en réalité, c'est le système des prix dans son ensemble qui assure l'équilibre de tous les marchés.

Keynes le théoricien utilise souvent un raisonnement systémique, mais avec deux restrictions majeures par rapport au modèle walrassien : le système de marchés n'est pas complet (les prix affichés ne suffisent donc pas à coordonner aujourd'hui toutes les décisions se rapportant à des états du monde ultérieurs) ; tous les marchés ne fonctionnent pas tous de la même façon, car leurs caractéristiques sont différentes, par exemple le marché du travail, du fait des asymétries entre l'offre et la demande, et le marché financier, du fait de l'incertitude [Dos Santos Ferreira, 2000]. Keynes le pragmatique, préoccupé par la politique économique, a plutôt recours au raisonnement causal, certes moins rigoureux, mais qui permet d'éclairer la prise de décision. Quant au Keynes radical, nous verrons qu'il se réfère à une économie séquentielle, que l'on peut modéliser par un circuit.

de monnaie en circulation, ce qui équivaut à une augmentation de l'offre de monnaie, avec pour conséquence une baisse du taux d'intérêt qui relance l'investissement...

K. — Keynes ne croit pas à l'impact de cet effet : d'une part, parce que l'investissement est peu élastique au taux d'intérêt en période de dépression ; d'autre part, si l'on se trouve en situation de trappe à liquidité, parce que l'offre de monnaie supplémentaire ne fera plus baisser le taux d'intérêt...

C. — D'où l'importance du deuxième effet, mis en avant par Pigou et systématisé par Patinkin, l'effet d'encaisses réelles, ainsi dénommé parce que la baisse des prix accroît le pouvoir d'achat des encaisses monétaires, donc enrichit les ménages et les incite à consommer plus, ce qui relance la demande... ; il n'y a d'ailleurs rien d'extravagant à supposer qu'une baisse des prix stimule la demande !

K. — L'argument est fort mais il néglige un certain nombre d'effets désastreux des processus déflationnistes ; d'abord, si l'on prend en compte les anticipations des agents, il néglige le fait que la baisse des prix peut tout aussi bien inciter les ménages à différer leurs achats, dans l'attente de prix encore plus bas, comportement qui provoque la baisse des prix qu'il appelait, donc valide les anticipations et incite à persévérer dans la même direction, d'où une spirale à la baisse ; mais la déflation a surtout pour effet, comme l'a montré Fisher dans un article remarquable de 1933, de renchérir les dettes en valeur réelle, tout en renchérissant aussi le taux d'intérêt réel, ce qui contraint les débiteurs, pris à la gorge, à liquider des actifs pour se procurer la monnaie requise par les remboursements, donc accroît l'offre sur les marchés, ce qui aggrave la déflation et fait basculer l'économie dans un gouffre sans fin (plus les emprunteurs remboursent, plus la valeur réelle de leur dette augmente !), comme ce fut le cas pendant la grande crise...

C. — L'argument se retourne car l'appauvrissement des débiteurs a pour contrepartie l'enrichissement des créanciers...

K. — Non, car l'effet n'est pas symétrique, l'impact négatif sur les débiteurs étant plus destructeur, ceux-ci étant soit de jeunes ménages qui s'étaient endettés pour consommer ou acquérir un logement, soit des entreprises qui s'étaient endettées pour investir ; ce sont donc les forces vives de l'économie qui sont frappées par la déflation ; de plus ce processus cumulatif finit par atteindre aussi les créanciers, les faillites des uns entraînant la faillite des autres, surtout si les banques sont touchées à leur tour...

III / L'économie de Keynes : vision d'ensemble

« Notre but est de découvrir ce qui détermine à tout moment, dans un système économique donné, le revenu national et (ce qui revient à peu près au même) le volume de l'emploi. »

[TG, p. 247]

Le dispositif théorique keynésien est constitué de modules, dont certains empruntés à la théorie classique, conçus à des moments différents, souvent en réponse à des critiques, sans garantie de cohérence *a priori*. Il décevra les amateurs de beaux ordonnancements, à la recherche d'harmonie formelle, car il n'est pas exempt de contradictions ou d'ambiguïtés. En revanche, il est une source très riche d'inspiration pour ceux qui considèrent, comme Keynes l'écrit à Harrod en 1938, que « l'économie est une science qui pense en termes de modèles, associée à l'art de choisir parmi ces modèles ceux qui sont pertinents par rapport au monde contemporain ». La valeur relative de chaque modèle dépend des questions posées : « Le but de notre analyse n'est pas de fournir une machine, ou une méthode à appliquer aveuglément, qui donneraient des réponses infaillibles, mais de nous munir d'une méthode rationnelle et ordonnée pour résoudre des problèmes particuliers » [TG, p. 297].

Une analyse systémique

En 1932, Keynes établit une première distinction entre une « économie de salaire réel » et une « économie monétaire », qui

devient en 1933 l'opposition entre une « économie coopérative » et une « économie d'entreprise ». Dans la première, on retrouve les résultats classiques parce que le marché assure parfaitement sa fonction de coordination : un offreur de travail y apparaît en même temps comme un demandeur de biens ; un excès d'offre sur le marché du travail (chômage temporaire) est nécessairement compensé par un excès de demande sur le marché des biens, le retour à l'équilibre de plein emploi pouvant par conséquent s'opérer par l'ajustement des prix. Dans la seconde, la production n'est décidée que si les recettes anticipées par les entreprises sont au moins égales aux coûts encourus, lesquels correspondent aux revenus des facteurs de production. Autrement dit, le niveau de l'emploi y dépend du profit anticipé par les entreprises.

On ne retrouve pas les résultats classiques parce qu'il s'agit d'une économie monétaire, que Clower caractérise ainsi : le travail achète la monnaie, la monnaie achète les biens, mais le travail n'achète pas les biens ; de ce fait, l'offreur de travail, qui n'accède pas à la monnaie tant qu'il n'est pas embauché, n'apparaît pas en même temps comme un demandeur de biens, ce qui met en échec la coordination par le marché [Clower, 1965]. Dans une économie d'entreprise, conclut Keynes, il peut y avoir du chômage persistant à cause « d'un défaut d'organisation qui empêche un homme de produire quelque chose dont il apprécierait davantage l'équivalent que l'effort que cela lui aurait coûté » [CW, xxix, p. 78]. Montrons-le avec le dialogue suivant entre un chef d'entreprise E et un chômeur U :

U. — Je suis disposé à travailler pour un salaire correspondant à ma productivité ; prenez-moi à l'essai et payez-moi en fonction de ce que j'aurai produit ; dans ces conditions vous ne risquez rien...

E. — Je ne dirige pas une association caritative ; ma fonction n'est pas de créer des emplois, mais, comme me le rappellent régulièrement mes actionnaires, de maximiser le profit de cette entreprise ; si je vous embauche, je commence par perdre de l'argent sans être sûr de pouvoir le récupérer en vendant ce que vous aurez produit, car vous allez dépenser votre salaire en achetant des marchandises offertes par d'autres entreprises...

U. — Dans ce cas, je m'engage à utiliser la totalité de mon salaire à vous racheter ce que j'aurai produit...

E. — Cela ne suffirait pas puisque je ne ferais alors que récupérer ce que j'aurais dépensé ; ce serait au mieux une opération blanche pour moi, sans perte mais à coup sûr sans profit...

U. — Pour que je sois embauché il faudrait donc, en plus de mon engagement à racheter avec l'intégralité de mon salaire une partie de ce que j'aurais produit, que quelqu'un d'extérieur à l'entreprise achète l'autre partie !

E. — Exactement : pour que je vous embauche il faudrait au minimum qu'une autre entreprise embauche en même temps un autre chômeur et que celui-ci vienne dépenser son salaire chez moi ; mais c'est peu probable parce que mon concurrent fera le même raisonnement que moi et en déduira que je gagne ce qu'il perd...

Ce dialogue déprimant illustre la citation de Keynes et permet de comprendre :

1) que la décision de E d'embaucher U ne dépend pas seulement de la négociation entre E et U ; quelles que soient les concessions de U il ne peut pas inciter E à lui offrir un emploi si les anticipations de débouchés de E sont pessimistes ; on perçoit ici les limites de la coordination par le marché... ;

2) que les décisions prises au niveau microéconomique dépendent de la façon dont les agents se représentent la situation macroéconomique : si toutes les entreprises sont pessimistes, elles n'embauchent pas, ou licencient, ce qui déprime la demande, justifiant ainsi *ex post* les décisions *ex ante* de chacune d'elles ; on entre ici dans l'univers des anticipations autoréalisatrices ;

3) que la seule façon de débloquer cette situation consiste à faire intervenir un tiers, extérieur au marché : l'État, qui peut décider d'embaucher ou de dépenser sans se préoccuper de la concurrence ou du profit...

Même si les prix et les salaires sont parfaitement flexibles, le problème de la coordination des actions individuelles ne s'en trouve pas *ipso facto* résolu, comme par enchantement, par le marché. Ce sont ces difficultés de coordination que les agents perçoivent comme autant de contraintes extérieures à leur interaction microéconomique, et qui justifient une théorie macroéconomique.

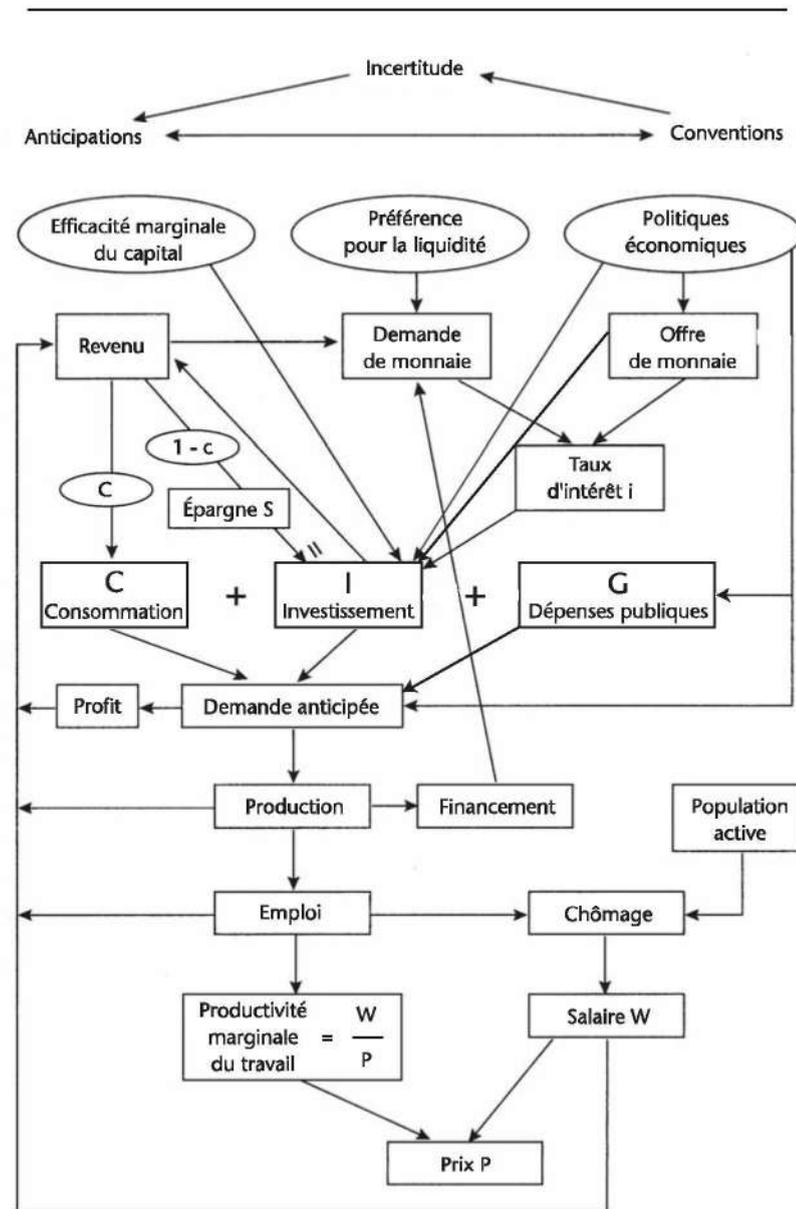
Le schéma d'ensemble

Alors que les classiques analysent l'« affectation entre différents usages d'un niveau donné de ressources », Keynes se propose d'étudier les facteurs de la variation du niveau du revenu, de la production et de l'emploi, donc les relations entre

des volumes, des flux et non plus, pour un niveau de production donné, les processus d'ajustement par les prix. Cette différence est fondamentale : « Nous ne voyons pas de raison de supposer que le système actuel fait un mauvais usage des facteurs de production employés [...]. Lorsque, sur dix millions d'hommes désireux et capables de travailler, il y en a neuf millions qui sont employés, rien ne prouve que le travail de ces neuf millions soit mal orienté. Le reproche à faire au système actuel n'est pas que l'affectation des neuf millions d'hommes employés est mauvaise, mais qu'il n'offre pas de travail au million restant, alors qu'il le devrait. Ce n'est pas dans l'allocation des emplois que le système actuel a failli, mais dans la détermination du niveau de l'emploi » [TG, p. 379].

Pour lire le schéma, nous allons supposer que l'état des anticipations est donné et prend la forme de conventions qui fournissent le cadre sans lequel aucun calcul économique ne serait possible. Si on levait cette hypothèse, pour tirer toutes les conséquences de l'incertitude radicale, il ne serait en effet plus possible de raisonner à partir de fonctions supposées stables comme nous avons besoin de le faire maintenant. Il importe également d'insister sur l'hypothèse cruciale de sous-emploi des capacités de production. Elle signifie que les *deux* facteurs de production sont sous-utilisés : coexistent du chômage involontaire et du capital « en jachère ». De ce fait, il est possible d'augmenter la production courante en embauchant immédiatement des travailleurs, sans investissement préalable.

Le raisonnement ne s'applique donc pas à une économie se caractérisant par le plein emploi du facteur capital et le sous-emploi du facteur travail. Keynes se préoccupe de la situation conjoncturelle des années trente : une récession forte et durable. Lorsque le chômage coexiste avec le quasi-plein emploi du capital, en période de stagnation ou de croissance « molle » [Fitoussi, 1996], l'investissement devient une condition nécessaire de la création d'emplois, ce qui conduit par exemple à mettre l'accent sur la rentabilité et l'existence d'un chômage classique [Malinvaud, 1983]. L'investissement se situe à la fois du côté de la demande et du côté de l'offre ; Keynes s'intéresse à son aspect dépenses et non à son effet sur les capacités de production.



Le niveau de l'emploi

La première question posée est : en courte période, pour une population active, un stock de capital et un état des techniques donnés, de quoi dépend le niveau de l'emploi ? Il résulte des plans de production des entreprises : chaque volume de production requiert un certain nombre d'heures de travail. La question suivante est donc : de quoi dépend le niveau de la production ?

Selon le principe de la « demande effective », les décisions de production et d'embauche des entreprises résultent de leurs anticipations de débouchés rentables. En effet, les entreprises produisent pour réaliser du profit, ce qui suppose non seulement qu'elles vendent leur production, mais qu'elles parviennent à la vendre à un prix suffisant pour couvrir leurs coûts et atteindre une norme de rentabilité minimale. Le problème pour elles est donc de prévoir s'il existera une demande solvable au niveau de prix requis par leur objectif de profit minimal. La théorie keynésienne ne se résume donc pas à un renversement de la loi de Say : il ne s'agit pas de dire « la demande crée l'offre » [Tobin, 1997] à la place de « l'offre crée la demande ». La demande qui détermine le niveau de production est définie par trois caractéristiques distinctives :

1) elle est anticipée par les chefs d'entreprise et ces anticipations sont croisées puisque chacun d'eux cherche à prévoir ce que vont faire les autres (vont-ils embaucher, vont-ils investir, etc. ?) ;

2) elle n'est pas la demande en général, mais celle qui satisfera, si elle se réalise, les exigences de profit des entreprises (aujourd'hui, plus encore qu'hier, du fait de la domination croissante de la finance, les entreprises sont soumises à des objectifs de rentabilité) ;

3) elle commande l'offre de ces entreprises ; bien que Keynes parle de « demande effective », c'est le niveau de la demande anticipée qui détermine l'offre : si les anticipations sont erronées, ce niveau de demande ne se réalisera pas ; en revanche, l'offre existera bel et bien, de telle sorte que c'est l'offre qui est « effective » ; Keynes s'exprime ainsi, pour des raisons que nous éluciderons plus loin, parce qu'il suppose que les anticipations sont vérifiées.

La demande effective

En économie fermée privée, D , la demande à l'échelle macroéconomique, est égale à $C + I$, C étant la consommation et I l'investissement ; en économie mixte, on ajoute G , les dépenses publiques et, en économie ouverte, les exportations X . Nous savons déjà de quoi dépend la consommation chez Keynes : elle est fonction du revenu courant ; $C = G(Y)$. Avec cette précision : « La communauté ne désire consommer qu'une proportion graduellement décroissante de son revenu. » Si l'on retient cette hypothèse de décroissance de la propension marginale à consommer, la fonction de consommation est concave. Selon Keynes, « la clé de nos difficultés se trouve dans cette loi » [TG, p. 29]. Pourquoi ?

Parce qu'elle permet d'expliquer le chômage par l'insuffisance de la demande. Suivons le guide : « Quand l'emploi s'accroît, le revenu réel global augmente. La psychologie collective est telle que, lorsque le revenu réel global croît, la consommation augmente, mais non du même montant que le revenu. Par conséquent, les employeurs réaliseraient une perte si l'emploi supplémentaire était consacré en totalité à produire des biens destinés à une consommation immédiate. Pour que n'importe quel niveau d'emploi soit justifié il faut donc qu'existe au cours de la même période un montant d'investissement suffisant pour absorber l'excès de la production totale sur le volume que la collectivité choisit de consommer quand l'emploi a atteint ce niveau. Car, sans ce montant d'investissement, les recettes des entrepreneurs seraient inférieures à ce qui est requis pour les inciter à offrir ce niveau d'emploi » [TG, p. 27]. Le statut de l'investissement est donc crucial : pour que l'offre ne crée pas nécessairement « sa » demande, il faut que l'investissement soit autonome, c'est-à-dire qu'il ne dépende pas du revenu, qu'il ne suive pas l'épargne. Or il est autonome en courte période (au cours de laquelle se détermine le niveau de la production courante et de l'emploi) car il dépend des anticipations de longue période (horizon correspondant à la durée de vie de l'investissement).

Reprenons cette première formulation du principe de la demande effective : soit une augmentation de la production qui requiert une utilisation de main-d'œuvre supplémentaire, donc le versement de salaires pour un montant de 100 000 euros ; si la propension marginale à consommer vaut 0,8, la consommation augmentera de 80 000 euros et il manquera 20 000 euros de reflux vers les entreprises pour qu'elles récupèrent leurs coûts. En

économie privée et fermée, cette somme ne peut provenir que de l'autre composante de la demande, l'investissement. Les entreprises feront des pertes si l'investissement n'augmente pas au moins de 20 000 euros. Par conséquent, la réalisation de ce montant d'investissement est la condition nécessaire de la création d'emplois. « La quantité de biens de consommation qu'il est rentable de produire pour les entrepreneurs dans leur ensemble dépend de la quantité de biens d'équipements que ces mêmes entrepreneurs produisent » [TGE]. D'où la conclusion : sachant que l'écart entre le volume de la production et le volume de la consommation ne cesse de croître au fur et à mesure que le volume de l'emploi augmente, un montant d'investissement lui-même croissant s'avère nécessaire pour réduire le chômage. « Pour un état donné de la psychologie collective, le niveau de la production et de l'emploi, pour l'économie dans son ensemble, dépend du montant de l'investissement », lequel est la *causa causans* du système, parce qu'il peut fluctuer de façon « ample et brutale ». Remarquons toutefois que la clarification de ce passage, comme de beaucoup d'autres, dépend de la définition de l'investissement, selon que l'on inclut ou non dans son périmètre la variation des stocks (voir, entre autres, p. 65). Le fait que Keynes néglige souvent cette variation ne facilite pas la compréhension de son raisonnement (voir encadré p. 66).

Le multiplicateur, première version

Cette relation entre l'investissement et l'emploi, *via* la propension marginale à consommer, nous conduit à évoquer le célèbre multiplicateur... La question de départ est en effet la même : sous quelle condition, à partir d'une situation d'équilibre, peut-on espérer créer durablement des emplois supplémentaires ? Soit ΔN , cette augmentation de l'emploi ; lui correspondra une augmentation de l'offre globale $\Delta Y^s = F(\Delta N)$; les entreprises ne seront incitées à conserver ces emplois supplémentaires que si cette offre trouve des débouchés, donc si $\Delta Y^s = \Delta Y^d = \Delta C + \Delta I$. Puisque nous recherchons la condition d'une nouvelle situation d'équilibre, laquelle se caractérise par le fait que tout ce qui est produit est vendu, nous pouvons admettre, comme le fait Keynes, qu'en contrepartie de la production supplémentaire ΔY^s des revenus ΔY ont été distribués pour un même montant : $\Delta Y^s = \Delta Y$. Sachant que $\Delta C = c\Delta Y$, notre condition d'équilibre s'écrit : $\Delta Y^s = \Delta Y = c\Delta Y + \Delta I$; d'où l'on tire $\Delta I = (1 - c)\Delta Y$, ce qui n'a rien de très spectaculaire puisque

Illumination

Dans une lettre à Robertson du 13 décembre 1936, Keynes illustre le multiplicateur par un exemple simple : si le public a l'habitude de dépenser les neuf dixièmes de son revenu en achats de biens de consommation, alors les entrepreneurs ne parviendront pas à vendre leur production à un prix couvrant les coûts s'ils décident de produire des biens de consommation pour un coût plus de neuf fois supérieur à celui des biens d'investissement ; en effet, soit une situation d'équilibre dans laquelle le coût de production des biens de consommation est 90 quand celui des biens d'investissement est 10 (rapport de 1 à 9) ; dans ce cas, le revenu distribué est 100 (les coûts de production du point de vue des entreprises sont des revenus du point de vue des facteurs de production), donc la demande de biens de consommation est de $100 \times 0,9 = 90$ (avec $c = 9/10$) ; si la structure de la production est modifiée, les entreprises décidant par exemple de produire des biens de consommation pour un coût de 95 et des biens d'investissement pour un coût de 5, il en résultera un excès d'offre de biens de consommation puisque la demande de ces biens restera à 90 (même revenu de 100 et même propension à consommer de neuf dixièmes). Keynes conclut ainsi : « Les entrepreneurs subiront une perte tant qu'ils n'auront pas réduit la production de biens de consommation jusqu'à ce qu'elle n'excède pas de plus de neuf fois la production de biens d'investissement. Cette simple relation a eu, pour ma réflexion personnelle, l'effet d'une illumination. »

$(1 - c) = s$, la propension marginale à épargner, donc $\Delta I = s\Delta Y = \Delta S$, condition habituelle de l'équilibre macroéconomique. Mais ici le raisonnement est inversé : $\Delta Y = \Delta I / (1 - c) = k\Delta I$, avec $k = 1 / (1 - c)$; c'est la réalisation d'un investissement supplémentaire I qui rend possible une augmentation du revenu $\Delta Y = k\Delta I$, donc l'augmentation de l'emploi correspondant à ce supplément de revenu ; c étant comprise entre 0 et 1, k est supérieur ou égal à un.

Si l'on lit l'équation d'équilibre sous la forme $k = \Delta Y / \Delta I$, elle signifie qu'une certaine proportion k doit être respectée entre la croissance de l'économie dans son ensemble, ΔY , et la croissance du secteur des biens d'investissement, ΔI , donc qu'une certaine proportion doit être respectée entre la création d'emplois au niveau global et la création d'emplois dans le secteur des biens d'investissement. De tout cela, Keynes conclut : « La propension à consommer et le taux de l'investissement nouveau déterminent ensemble le volume de l'emploi » [TG, p. 30].

Par voie de conséquence, la relation classique entre l'emploi et le salaire réel s'en trouve inversée : la demande effective détermine la production qui à son tour détermine l'emploi, dont la productivité marginale n'est autre que le salaire réel (premier postulat de la théorie classique accepté par Keynes). Si la

demande effective est insuffisante, le volume d'emploi offert par les entreprises sera inférieur au niveau de plein emploi. Dans ces conditions, le salaire réel restera supérieur à la désutilité marginale du travail. Sera réalisé un équilibre inconcevable dans la théorie classique : un équilibre de sous-emploi, caractérisé par du chômage involontaire. Ce concept d'équilibre est donc différent : il n'implique pas nécessairement l'égalité entre l'offre et la demande sur le ou les marchés considérés ; il signifie qu'aucun agent n'est incité à modifier ses plans et ses actions, de telle sorte que « rien ne bouge », notamment parce que les anticipations sont vérifiées, même si l'état de l'économie qui en résulte est sous-optimal.

La consommation est la principale composante de la demande, mais c'est une variable dépendante (du revenu). L'investissement apparaît donc comme la variable stratégique s'il n'est pas conditionné par une épargne préalable. De quoi dépend-il alors ?

Investir...

« Quand un homme investit, donc achète un bien de capital, il achète le droit à la série des revenus anticipés qu'il espère retirer, pendant la durée de vie de ce capital, de la vente de sa production, déduction faite des dépenses courantes nécessaires pour l'obtenir » [TG, p. 135]. Il met donc en balance, d'un côté le coût de l'investissement, qui correspond en première approximation à la valeur du bien de capital, I , et, de l'autre, ce qu'il est supposé rapporter pendant sa durée de vie (voir encadré).

L'investissement est une opération éminemment risquée. Or il existe d'autres façons de faire fructifier son argent. « Notre homme » peut choisir de le prêter : le taux d'intérêt apparaît alors comme le coût d'opportunité de l'investissement. Si l'efficacité marginale du capital (*EMC*), c'est-à-dire la rentabilité anticipée de l'investissement, n'est pas supérieure au taux d'intérêt, il n'y a pas d'incitation à investir. Plus précisément, l'écart entre la première et le second doit être d'autant plus élevé que l'investissement paraît risqué. Or il existe, nous dit Keynes, une relation décroissante entre le volume de l'investissement et l'*EMC* : d'abord parce que les meilleures opportunités étant saisies en premier, il ne reste ensuite que les projets les moins rentables (Keynes n'utilise pas ici l'argument classique de la baisse de la productivité marginale du capital car « la définition de l'unité physique de capital soulève des difficultés que nous croyons à

L'efficacité marginale du capital

Il n'est pas économiquement rigoureux d'additionner directement des sommes d'argent disponibles à des dates différentes. Même s'il n'y a pas d'inflation, il ne revient pas au même de disposer de 100 euros aujourd'hui ou dans dix ans : la preuve, c'est que celui qui les emprunte accepte de payer un intérêt à celui qui les prête. Il faut donc trouver une machine à remonter le temps, qui permette de convertir des euros du futur en euros du présent. L'opération à réaliser, un calcul d'actualisation, est l'inverse de l'opération plus habituelle de capitalisation, qui consiste à aller du présent vers l'avenir, quand on effectue un placement. Partons donc de cette dernière : une somme S_0 placée au taux d'intérêt annuel i , vaut, un an après, $S_1 = S_0 + iS_0 = S_0(1 + i)$; chaque année elle sera ainsi multipliée par $(1 + i)$; au bout de n années elle vaudra : $S_n = S_0(1 + i)^n$. Inversement quelqu'un qui prévoit de recevoir dans n années une somme S_n peut, s'il a besoin d'argent immédiatement, emprunter aujourd'hui une somme $S_0 = S_n/(1 + i)^n$. On établit ainsi une équivalence entre des sommes d'argent à différents moments du temps ; par exemple, S_3 disponible dans trois ans équivaut à $S_3/(1 + i)^3$ aujourd'hui. Subsiste toutefois un problème : si le taux d'intérêt i , qui sert à aller du présent vers le futur, est

connu aujourd'hui, on ne connaît pas le taux d'actualisation a , qui permet de remonter du futur vers le présent (supposer que $i = a$ c'est faire comme si le temps était réversible, ou le marché financier parfait).

Une solution consiste à prendre comme situation de référence celle où l'opération réalisée serait « blanche », sans gain ni perte. Dans ce cas, le coût de l'investissement aujourd'hui serait égal à la somme des revenus actualisés qu'il est supposé rapporter :

$$I = R_1/(1 + a) + R_2/(1 + a)^2 + \dots + R_n/(1 + a)^n ;$$

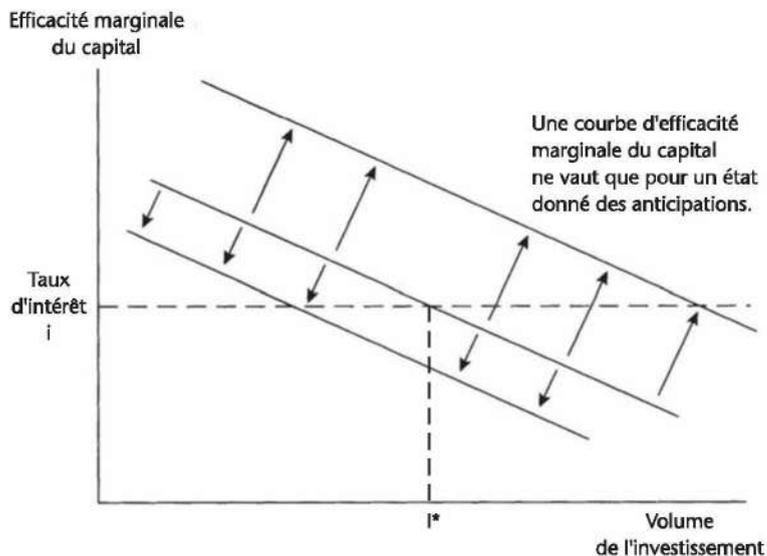
I et la suite des R_i étant supposés connus, on peut calculer a , seule inconnue dans cette équation. Ce a est le taux interne de rendement (TIR), ou taux de rendement interne (TRI), de cet investissement. Il ressemble beaucoup à ce que Keynes appelle l'efficacité marginale du capital, qu'il définit comme « étant égale au taux d'actualisation qui rendrait la valeur actuelle de la série des revenus anticipés du capital pendant sa durée de vie juste égale à son prix d'offre », et qu'il emprunte à Fisher. Il importe de noter la fragilité de ce type de calcul, qui repose avant tout sur l'anticipation de variables particulièrement incertaines : la séquence des revenus à venir et la durée de vie du capital. L'investissement ne dépend principalement du taux d'intérêt que pour un niveau donné du prix d'offre des biens d'investissement et un état donné des anticipations à long terme. C'est pourquoi il est sujet à d'amples et brutales fluctuations.

la fois insolubles et sans intérêt ») ; ensuite, parce que l'augmentation de la demande de biens de capital finit par provoquer une hausse de leur prix, donc une augmentation du coût de l'investissement.

Pour une courbe donnée de l'*EMC*, décroissante (voir schéma), le montant de l'investissement sera donc déterminé par le niveau du taux d'intérêt. Or, de quoi dépend ce niveau ? Nous le

savons déjà : « La quantité totale de monnaie et la quantité qu'exige la circulation active pour les transactions courantes (celles-ci dépendant principalement du niveau du revenu monétaire) déterminent la quantité d'argent qui reste disponible pour les encaisses inactives, c'est-à-dire pour la thésaurisation. Le taux d'intérêt est le facteur qui ajuste à la marge la demande et l'offre de monnaie pour thésaurisation » [TGE].

Voilà pourquoi le livre s'appelle *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* ! Après avoir mis en évidence le rôle stratégique de l'investissement, élément crucial de la demande effective, laquelle détermine le niveau de l'emploi, on constate qu'il dépend du taux d'intérêt, lequel est une variable monétaire. CQFD. Si l'on en croit l'une des lettres adressées à Harrod, celle du 30 août 1936, Keynes considère que ses principales « découvertes » furent successivement : 1) l'écart croissant entre le revenu et la consommation lorsqu'ils augmentent ; « une conclusion de la plus grande importance pour mon raisonnement » ; 2) la nécessité d'une théorie de l'offre et de la demande globale pour déterminer le niveau de l'emploi ; 3) l'explication de l'intérêt par la préférence pour la liquidité ; 4) la définition correcte de l'efficacité marginale du capital.



... ou thésauriser, ou spéculer...

À s'en tenir à ce résumé, quelque peu mécanique, on trahirait l'esprit de l'ensemble. En effet, parmi les trois opérateurs du système, la propension à consommer, la préférence pour la liquidité, l'efficacité marginale du capital, tous ont une dimension psychologique, et les deux derniers ont pour caractéristique principale de pouvoir fluctuer brutalement parce qu'ils reposent sur des anticipations. La prise en compte de l'incertitude modifie la lecture du schéma. Dans le cas de l'investissement notamment, le raisonnement *supra* ne vaut que pour un état donné des anticipations. Si celles-ci ne sont pas stabilisées, les déplacements de la courbe d'efficacité marginale du capital importent plus que sa forme et il n'est plus possible de la supposer indépendante du taux d'intérêt. « Il n'est pas surprenant qu'ainsi déterminé, le volume de l'investissement puisse fluctuer fortement de temps en temps. Il dépend en effet de deux types de jugements sur l'avenir qui s'expriment respectivement à travers la propension à thésauriser et l'estimation des rendements futurs des biens capitaux, deux jugements dont les fondements ne sont ni pertinents, ni solides. De plus il n'y a pas de raison de supposer que les fluctuations de l'un des deux déterminants tendent à compenser les fluctuations de l'autre. Quand les opinions sur les rendements à venir deviennent plus pessimistes, rien ne permet de penser que la propension à thésauriser devrait s'affaiblir. En effet, des conditions défavorables à l'un des deux facteurs sont également, en règle générale, défavorables à l'autre » [TGE]. À la limite, au cours d'une forte récession, sous l'effet d'anticipations pessimistes, la préférence pour la liquidité tend à devenir infinie, ce qui bloque la baisse du taux d'intérêt, et l'efficacité marginale du capital s'effondre, ce qui paralyse l'investissement : « La baisse de l'EMC peut être si profonde qu'aucune réduction possible du taux de l'intérêt ne suffirait à la contrebalancer. »

On se trouve donc en présence d'au moins deux théories de l'investissement : 1) pour un niveau donné des anticipations, donc de l'EMC, une « récupération » classique est possible puisque l'investissement dépend alors du taux d'intérêt... ; 2) en revanche, si l'investissement dépend essentiellement des anticipations de longue période des entrepreneurs, donc des « esprits animaux », il n'y a plus d'autorégulation par le marché.

On voit ici que les décisions portant sur les flux (consommation, épargne, investissement) interfèrent avec des décisions portant sur les stocks : dans quelle proportion détenir des actifs

« Les deux théories de l'investissement »

La première théorie, pourtant fréquemment utilisée, est fragile si on la combine avec l'hypothèse d'offre de monnaie exogène et rigide : soit, pour un taux d'intérêt donné, une augmentation de l'investissement ; elle induit une augmentation du revenu (effet multiplicateur), donc aussi une augmentation de la demande de monnaie pour motif de transactions qui réduit la quantité disponible pour le motif de spéculation et, par conséquent, si la préférence pour la liquidité ne varie pas, une hausse du taux d'intérêt qui vient « détruire » cette augmentation initiale de l'investissement (on peut y voir une explication du cycle : l'expansion est autodestructrice)...

La seconde théorie est plus séduisante, mais reste embryonnaire. Il faut expliquer comment est financé un investissement sans épargne préalable ; quant à l'incertitude, elle ne se prête guère à la modélisation, alors qu'elle affecte les décisions des

individus se rapportant aux trois liens entre le présent et le futur : la monnaie, l'achat de titres, l'achat de biens durables, dont les biens de capital. Sans cesse, des arbitrages doivent être effectués : « Le détenteur de richesse, une fois convaincu de ne pas conserver sa richesse sous forme de monnaie thésaurisée, a encore le choix entre deux possibilités. Il peut placer son argent au taux d'intérêt en vigueur, ou acheter un bien capital sous une forme ou sous une autre. Il est clair qu'à l'équilibre ces deux possibilités doivent offrir une rémunération égale à l'investisseur marginal. On atteint cette égalité par des variations dans les prix monétaires des biens de capital relativement aux prix des prêts de monnaie. Sous l'action des rendements anticipés, du doute, de l'incertitude, des conseils intéressés ou désintéressés, de la mode, des conventions, et de tout autre élément qui influence l'investisseur, les prix des biens de capital varient jusqu'à ce que les différents types d'investissement offrent à cet investisseur, qui hésite entre eux, l'apparence d'un gain équivalent » [TGE].

monétaires, financiers, réels ? Thésauriser, prêter, spéculer, investir ? Les choix à effectuer dépendent de critères tels que le risque, la rentabilité, la liquidité, qui renvoient tous à des conjectures sur l'évolution de la conjoncture. Les marchés d'actifs sont par nature des marchés spéculatifs sur lesquels les cours fluctuent, parfois brutalement, en fonction d'anticipations déconnectées des fondamentaux ou sont stabilisés par des conventions fragiles. On entre ici dans un autre monde, celui du chapitre XII de la *TG* (voir *infra*).

À l'opposé de la façon habituelle d'étudier la réalité économique, on en vient alors plutôt à s'interroger, non pas sur les facteurs qui viennent perturber un système *a priori* stable, car autorégulé, mais sur les processus qui contribuent à la stabilisation d'un système spontanément chaotique ; non pas le passage de l'ordre au désordre, mais l'émergence de l'ordre à partir du désordre. Ce renversement de perspective n'apparaît pas

clairement dans la *Théorie générale* parce que celle-ci est construite, de ce point de vue, à l'envers : la première partie repose sur l'hypothèse implicite que les anticipations sont vérifiées. C'est pourquoi Keynes regrette, dès 1937, de ne pas avoir informé le lecteur du rôle crucial de cette hypothèse : « Si je devais réécrire le livre, je commencerais par exposer ma théorie en supposant que les anticipations à court terme sont toujours vérifiées ; ensuite je montrerais ce qui change quand ces anticipations de court terme ne le sont plus. »

IS-LM

Ce modèle, présenté dans tous les manuels de macroéconomie, nous intéresse ici comme lecture synthétique du versant pragmatique de la *TG*. Hicks étant celui qui a « redécouvert » l'approche walrassienne, on comprend qu'il ait surtout perçu chez Keynes une tentative pour rendre compte de l'interdépendance des marchés (à ceci près que chez Keynes il n'y a pas de secrétaire de marché pour coordonner gratuitement les décisions, ni surtout de système complet de marchés pour éliminer l'incertitude radicale et se passer de la monnaie). Le principal apport de Hicks dans son article de 1937 réside en effet dans la détermination simultanée, en économie fermée, du revenu national Y et du taux d'intérêt i à partir d'une interaction entre le marché des biens et services (IS) et le marché de la monnaie (LM).

L'hypothèse de chômage involontaire et de réserves de capacité permet de raisonner avec des prix fixes et une offre qui suit la demande : avant le plein emploi l'offre n'est contrainte que par la demande et l'ajustement s'effectue par les quantités (on ne se préoccupe pas des contraintes de rentabilité qui pèsent sur l'offre). L'hypothèse de prix fixes facilite l'agrégation (on évacue les effets de structure liés à la variation des prix relatifs) et annule tout écart entre évolutions nominales et évolutions réelles. L'état des anticipations est donné. C'est d'ailleurs la véritable justification de la fixité des prix : tant que les entrepreneurs n'ont pas de motif de modifier leurs anticipations ils n'en ont pas non plus de réviser les prix fixés en

début de période (il serait préférable de parler de prix exogènes).

La courbe *IS* représente le lieu de tous les couples de valeurs (Y, i) satisfaisant $I = S$ (condition d'équilibre sur le marché des biens). L'investissement est une fonction décroissante du taux d'intérêt : $I = J(i)$, avec $J'(\cdot) < 0$. L'épargne est une fonction croissante du revenu : $S = H(Y)$, avec $H'(\cdot) > 0$. La pente de *IS* est négative : si i baisse, I augmente, donc S , pour respecter la condition d'équilibre ($I = S$), doit augmenter d'un même montant, ce qui présuppose que Y ait augmenté aussi ($\Delta S = s\Delta Y$) ; i et Y varient en sens inverse. La courbe *IS* est d'autant plus horizontale que l'investissement est sensible au taux d'intérêt. Quand la demande autonome augmente (par exemple les dépenses publiques), *IS* se déplace vers la droite.

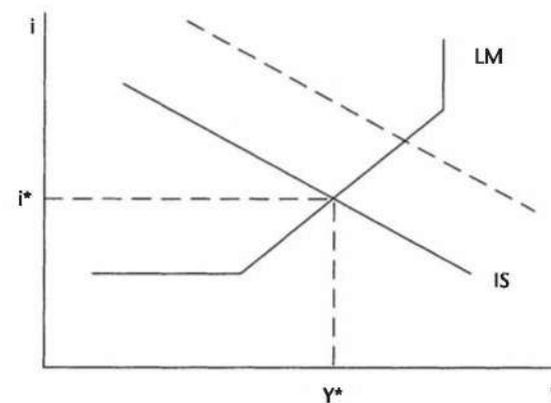
La courbe *LM* représente le lieu des couples de valeurs (Y, i) satisfaisant $M^s = M^d$ (condition d'équilibre sur le marché de la monnaie). L'offre est exogène (déterminée par la politique de la Banque centrale), $M^s = \bar{M}^s$. La demande se décompose en deux : $M^d = M_1^d + M_2^d = L_1(Y) + L_2(i)$; avec $L_1'(\cdot) > 0$ et $L_2' < 0$. La pente de *LM* est positive : si i augmente, M_2^d diminue, donc M_1^d doit augmenter ($M_1^d = \bar{M}^s - M_2^d$), ce qui présuppose que Y ait augmenté aussi ; i et Y varient dans le même sens. La partie horizontale de la courbe correspond à la « trappe à liquidité » (le taux d'intérêt est tellement faible que toute la monnaie est thésaurisée) et la partie verticale au cas classique (il n'y a plus de thésaurisation, toute la monnaie est placée). L'augmentation de \bar{M}^s (politique monétaire expansionniste) déplace *LM* vers la droite. Notons

que si l'offre de monnaie est supposée endogène, alors *LM* devient horizontale (ou très faiblement inclinée) et n'est plus indépendante de *IS*.

L'intersection des courbes *IS* et *LM* donne le couple de valeurs (Y^*, i^*) compatible avec l'équilibre sur le marché des biens et services et sur le marché de la monnaie. Dès lors que le marché du travail ne participe pas à la détermination de l'équilibre global, on peut très bien imaginer que ce couple (Y^*, i^*) corresponde à un « équilibre de sous-emploi » : équilibre parce que l'égalité entre I et S est réalisée, de sous-emploi parce que la demande effective n'atteint pas le niveau du plein emploi. Dans cette situation, l'État doit intervenir : la politique budgétaire agit sur *IS* (toutes choses égales par ailleurs une augmentation des dépenses publiques déplace *IS* vers la droite) et la politique monétaire agit sur *LM* (qui se déplace vers la droite si la quantité de monnaie en circulation augmente). Le choix des instruments dépend des multiplicateurs

associés, mais un simple coup d'œil laisse voir que l'efficacité maximale réside dans l'utilisation conjointe des deux politiques (*policy mix* qui déplace à la fois *IS* et *LM*).

Les limites de *IS-LM* résultent, comme pour tout modèle, des restrictions imposées par ses hypothèses. Surtout celle-ci : les entreprises ne cherchent qu'à ajuster le volume de leur production au niveau de la demande. Mais rien ne prouve que cela soit rentable puisque les niveaux des prix et des salaires sont exogènes. Il faut donc intégrer les conditions de l'offre dans le raisonnement, *IS-LM* n'étant en fait qu'un modèle de demande. C'est alors vers un modèle plus complet d'offre globale/demande globale (*AS-AD*) qu'il convient de se tourner, d'autant plus que l'interaction entre offre et demande permet de raisonner dans un cadre de prix flexibles (répétons qu'en cantonnant l'analyse keynésienne à l'hypothèse de prix et salaires fixes on en fait un cas particulier aisément critiquable).



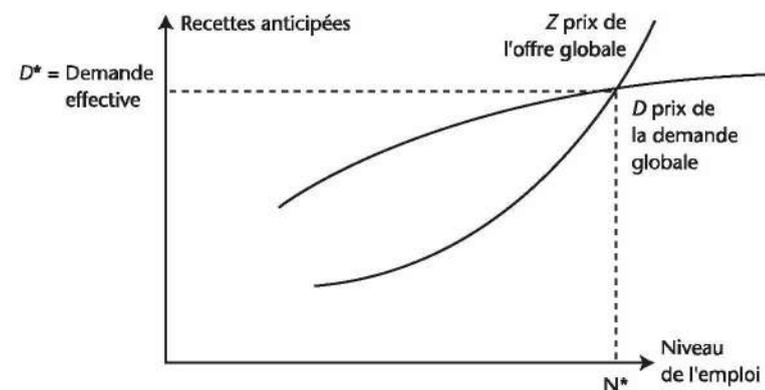
IV / Trois énigmes

Jusqu'ici, nous avons éludé les principales difficultés d'interprétation. Le moment est venu d'affronter celles que rencontre tout lecteur de la *Théorie générale*. Ce chapitre peut par conséquent être contourné par quiconque n'a pas pour intention immédiate de se lancer dans cette lecture...

La demande effective

Théorie générale, chapitre III : Keynes écrit que s'y trouve la « substance » de sa théorie de l'emploi. Elle se résume ainsi : le volume de l'emploi N est déterminé par la demande effective, celle-ci étant la valeur de la demande au point d'intersection entre la fonction d'offre globale et la fonction de demande globale, « parce que, en ce point, les anticipations de profit des entrepreneurs sont maximisées ». Précisons. « Le prix de l'offre globale de la production résultant d'un certain volume d'emploi est le revenu anticipé qui est juste suffisant pour qu'aux yeux des entrepreneurs il vaille la peine d'offrir ce niveau d'emploi » ; la fonction d'offre globale s'écrit $Z = \phi(N)$. « Soit D le revenu que les entrepreneurs anticipent de retirer de l'emploi de N personnes », la fonction de demande globale s'écrit $D = f(N)$. La demande effective, notée ici D^* , est égale à $f(N^*)$, N^* étant le volume d'emploi qui égalise les fonctions d'offre et de demande globales. Puisque aucune référence n'est faite à un quelconque ajustement sur le marché du travail, il n'y a aucune raison pour que N^* corresponde au plein emploi. Et puisque les anticipations sont supposées vérifiées, le niveau de production correspondant à N^* permet aux entreprises d'atteindre leur objectif de maximisation du profit, de telle sorte qu'elles n'ont aucune raison de

modifier leurs décisions : il s'agit alors d'un équilibre de sous-emploi. « Une insuffisance de la demande effective suffit pour arrêter, et arrête souvent, l'accroissement de l'emploi avant qu'il atteigne le niveau du plein emploi », ce qui explique « le paradoxe de la pauvreté au sein de l'abondance »...



Sans que l'on sache comment les fonctions d'offre et de demande sont construites (quelle procédure d'agrégation ?), l'habitude a été prise de tracer une courbe D croissante et concave, et une courbe Z croissante et convexe ; avant le point d'intersection entre les deux courbes, D est supérieure à Z (voir graphique). Par quel miracle cela serait-il possible au niveau macroéconomique ?

La demande d'un bien peut être supérieure à l'offre de ce bien, mais comment la demande globale, qui dépend des revenus issus de l'offre globale, pourrait-elle lui être supérieure (en économie fermée, sans création monétaire) ? Ce n'est théoriquement concevable que si l'on introduit des décalages temporels dans un enchaînement de périodes, la dépense en t dépendant par exemple du revenu perçu en $t - 1$, mais Keynes récuse cette méthode utilisée par Robertson... ou si l'excès de demande sur le marché des biens et services a pour contrepartie un excès d'offre sur le marché de la monnaie (déthésaurisation), une possibilité qui n'est pas du tout envisagée à ce stade du raisonnement (d'autant que l'offre de monnaie est supposée fixe et que Keynes se préoccupe plutôt des effets d'un excès de demande de monnaie...). Dans les brouillons de 1933, Keynes

définissait la demande effective comme étant « l'excédent anticipé du chiffre d'affaires sur le coût variable » (« *expected excess of sale proceeds over variable cost* » [CW, XXIX, p. 80]). La transposition de cette définition aurait conduit à faire de Z une courbe de coût et de D une courbe de recettes, l'écart entre les deux mesurant le profit ou les pertes anticipées, donc à faire de la maximisation de ce profit (au point d'intersection) le déterminant de l'emploi. Dans la *Théorie générale*, Keynes inclut dans Z un profit minimal requis, de telle sorte que $D - Z$ s'interprète comme un écart entre deux profits : anticipé et requis (il ne peut s'agir du « profit d'aubaine », qui n'est pas, par définition, anticipé). Cet écart aurait éventuellement un sens s'il s'agissait d'expliquer qu'un taux de profit requis trop élevé est un facteur de chômage, mais cela ne semble pas le cas ici (du moins pas explicitement car on pourrait montrer que ce taux requis dépend du taux d'intérêt, plus une prime de risque, et l'on retrouverait le verdict keynésien d'imputation du chômage à un taux d'intérêt trop élevé).

La demande effective est présentée comme la pierre d'achoppement avec la théorie classique : d'un côté, la loi de Say, selon laquelle « l'offre crée sa propre demande », ce qui signifie que $D = f(N)$ et $Z = \phi(N)$ sont égaux « pour toutes les valeurs de N » ; de l'autre, la détermination du niveau de l'emploi par le point d'équilibre, unique, entre l'offre et la demande globales. Pour réfuter Say, Keynes doit supposer qu'une partie de la demande est indépendante de l'offre, et donc du revenu : la consommation dépendant du revenu, cette partie est l'investissement. « Derrière » la relation entre l'offre et la demande globale, on retrouve donc la relation entre l'épargne et l'investissement (voir *infra*).

Des difficultés de l'analyse macroéconomique

Les faiblesses de ce chapitre III témoignent de la difficulté d'un raisonnement macroéconomique. Un bon indice nous en est fourni par le flottement du vocabulaire qui nous fait passer sans justification d'un calcul microéconomique de l'entrepreneur à la situation globale des entrepreneurs (Keynes parle successivement de « an », puis « *the entrepreneur* », enfin « *entrepreneurs* »). Ce qui donne au raisonnement son petit air de réalisme, c'est le fait de se placer du point d'un vue d'un entrepreneur type, qui prend ses décisions en fonction de ses conjectures personnelles sur l'évolution du marché de son produit. Or, à ce niveau

Quelques explications

Z n'est pas un prix unitaire. C'est un chiffre d'affaires (quantités vendues \times prix de vente), duquel Keynes soustrait ce qu'il appelle le « coût d'usage », soit à peu près l'équivalent des consommations intermédiaires et de la consommation de capital fixe en comptabilité nationale. Z est donc une valeur ajoutée nette, parce que l'analyse macroéconomique exige l'utilisation de grandeurs que l'on puisse agréger sans effectuer de doubles comptes. C'est par conséquent aussi un revenu global, somme des rémunérations des facteurs de production : Keynes y inclut les revenus du travail et le profit requis par les entrepreneurs. Pour un stock de capital fixe donné, à chaque niveau d'emploi, la fonction d'offre globale fait correspondre le niveau de revenu dont les entrepreneurs anticipent qu'il leur rapportera le montant de profit en deçà duquel ils n'offriraient pas ce niveau d'emploi. Cette fonction est croissante (les coûts de production augmentent avec la production) et convexe (si le coût marginal du travail est croissant, pour un taux de salaire donné, parce que la productivité marginale du travail est décroissante).

D, le « prix de demande globale », est aussi un revenu anticipé, celui que les entrepreneurs anticipent pour chaque niveau d'emploi, mais il s'agit cette fois du revenu formé par la dépense, les dépenses des uns réalisant le revenu des autres (les achats de pain forment le revenu du boulanger). En économie fermée, la demande agrégée inclut les dépenses anticipées de consommation D1 et d'investissement D2 ; la consommation est ici fonction de l'emploi N et non du revenu Y ; l'investissement est, dans ce schéma, une variable exogène. Cette fonction est croissante (la consommation augmente avec le revenu) et concave (si

la propension marginale à consommer est décroissante).

Ce sont les entrepreneurs qui décident du niveau de la production et de l'emploi, non pas pour le plaisir de produire et de créer des emplois, mais pour maximiser le profit anticipé. Si D est supérieur à Z, les anticipations de revenu (donc de profit si l'on suppose un taux de partage constant du revenu) excèdent ce que les entreprises exigent pour qu'il vaille la peine d'embaucher et de produire. Au contraire, si D est inférieur à Z, le revenu anticipé ne paraît pas suffisant pour garantir le montant de profit requis. Il s'ensuit que l'équilibre, défini par l'objectif de maximisation du profit, est atteint au niveau d'emploi pour lequel $D = Z$. En appelant demande effective ce point d'égalité, Keynes nous induit en erreur. En effet, les entreprises décident de l'offre et non de la demande : la demande effective est donc une offre effective en attente d'une demande anticipée. Ce n'est pas la demande qui est effective, c'est l'offre ; cette offre induit la distribution de salaires, donc une consommation, mais pas nécessairement la réalisation des profits attendus, sauf si la demande réalisée correspond à la demande anticipée. Keynes ne distingue pas demande anticipée et demande effective parce qu'il suppose, à ce stade du raisonnement, que les anticipations de court terme sont vérifiées (de telle sorte que le seul point significatif sur ce schéma, parfois abusivement interprété de façon dynamique alors qu'il s'agit d'un équilibre statique, est le point d'intersection entre les courbes ; voir Hénin [1981]).

microéconomique, il existe une différence majeure entre l'offre et la demande : chaque entrepreneur est censé connaître à peu près ses coûts de production, donc sa courbe d'offre, alors qu'aucun ne connaît aussi bien la courbe de demande. Pour une raison simple : les débouchés pour chaque entrepreneur dépendent des revenus distribués par tous les autres entrepreneurs ; ce que savent bien les commerçants d'une petite ville dans laquelle une usine annonce la fermeture de ses portes... La demande qui se porte sur les produits de chacun dépend des décisions prises par tous les autres. Le sachant, chacun prend sa décision en anticipant les décisions des autres.

Les décisions effectives, donc le niveau de la production et de l'emploi, sont le résultat d'anticipations croisées. Si tous sont optimistes, tous embauchent et investissent : la production augmente, mais aussi les débouchés, ce qui vient confirmer, et par conséquent renforcer les anticipations initiales. Si tous sont pessimistes, tous licencient, renoncent à leurs projets les plus risqués. Et il en va de même du côté des ménages : en période de prospérité, ils anticipent une augmentation de l'emploi et une hausse de leurs revenus, donc précipitent leurs achats, ce qui stimule la demande ; en période de dépression, ils craignent le chômage et des pertes de revenus, donc retardent leurs achats et constituent une épargne de précaution, ce qui aggrave les problèmes de débouchés... C'est ce processus spéculaire conduisant à l'émergence de conventions, telles que la stabilisation d'un « état de la confiance » ou d'un « état des affaires », que Keynes aurait dû nous exposer en lieu et place de ce chapitre III.

Comme l'a fort bien expliqué Jean-Pierre Dupuy [1992], la difficulté consiste à penser en même temps l'autonomie des individus et l'autonomie du social. Ce sont les entreprises et les ménages qui prennent les décisions au niveau microéconomique, mais ils expérimentent tous les jours l'existence d'une contrainte macroéconomique (mévente, licenciements, etc.), laquelle résulte des décisions prises par... les entreprises et les ménages. La demande effective n'est autre que l'anticipation de cette contrainte systémique par les entrepreneurs qui contribueront à sa réalisation collectivement, mais sans la maîtriser, parce qu'ils le feront séparément les uns des autres.

I = S ou I ≡ S ?

La question de l'identité entre l'épargne et l'investissement est livrée à notre perplexité dans le livre II de la *Théorie générale*. Tout y procède des conventions de définition.

Dans une économie monétaire, le revenu brut est formé par la dépense : le boulanger perçoit un revenu parce que nous achetons son pain. Mais toute dépense ne forme pas un revenu : le boulanger doit déduire de nos achats de pain ses propres dépenses de farine, d'électricité, etc. Si l'on s'en tient au revenu brut (en négligeant l'amortissement du capital fixe), il faut soustraire les achats de biens intermédiaires aux autres entreprises (= les consommations intermédiaires). En économie fermée, ce sont donc les dépenses de consommation et d'investissement (brut) qui forment le revenu brut : $Y = C + I$. Si l'on envisage maintenant le revenu, non plus du point de vue de sa formation, mais du point de vue de son utilisation, nous savons qu'il se partage en consommation et épargne : $Y = C + S$. Donc $S = Y - C$ est une équation de définition. Mais $Y = C + I$ est aussi une équation de définition, qui peut s'écrire $I = Y - C$. Et C a le même sens dans les deux équations puisqu'il s'agit des dépenses de consommation. D'où il résulte que, par définition, S est « nécessairement égal » à I ; CQFD. Cela signifie que la communauté dans son ensemble ne peut pas épargner sans investir ou investir sans épargner alors qu'au niveau individuel cela est possible (comme le confirme l'existence d'agents à capacité ou à besoin de financement). C'est ici que se noue l'énigme : ce résultat est contradictoire avec le rejet de la loi de Say, puisque l'égalité entre I et S implique l'égalité entre l'offre globale et la demande globale...

Épargner sans investir ?

Peut-on épargner sans investir ? « Personne ne peut épargner sans acquérir un actif, qu'il s'agisse d'argent liquide, d'une créance ou de biens de capital ; et personne ne peut acquérir un actif à moins que cet actif ne soit créé ou qu'une autre personne qui le possédait accepte de l'aliéner. Dans le premier cas la contrepartie est un investissement nouveau ; dans le second cas elle est une désépargne d'un montant équivalent » [TG, p. 81]. Si, au niveau individuel, l'épargne n'a pas nécessairement pour contrepartie l'investissement, au niveau agrégé il n'y en aurait pas d'autre. Et la thésaurisation ? Il est vrai que la

Ex ante, ex post

Une façon de contourner la difficulté consisterait à regretter, à la suite de nombreux keynésiens, notamment Schackle, que Keynes n'ait pas retenu la distinction introduite par Gunnar Myrdal, au début des années 1930, entre les grandeurs *ex ante* et les grandeurs *ex post* : l'égalité entre I et S *ex ante* deviendrait une condition d'équilibre dans l'espace des grandeurs anticipées (à quelle condition les projets d'investissement des uns et les plans d'épargne des autres sont-ils compatibles ?) alors que l'identité entre I et S serait nécessairement réalisée *ex post* par la variation du revenu (multiplicateur). Or, dans une lettre de 1938, à Ohlin, Keynes écrit, à propos de cette analyse « suédoise » : « Parmi toutes les mauvaises idées qui ont pu émerger à ce sujet, je considère que c'est la pire. » Bien que cette condamnation sans appel s'applique seulement à la notion d'épargne *ex ante*, il faut essayer de la comprendre. La distinction *ex ante/ex post* renvoie à un processus d'ajustement de type marchand : des agents forment des plans incompatibles *ex ante*, ce qui induit des fluctuations de prix et de quantité jusqu'au moment où l'équilibre est réalisé *ex post*. Soit par exemple un déséquilibre *ex ante* $I > S$ provoqué par un déficit budgétaire ; un économiste classique privilégiera un ajustement par les prix, qui prendra dans ce cas la forme d'un processus inflationniste. L'équilibre *ex post* sera alors rétabli par un

supplément d'épargne forcée, l'inflation ayant fonctionné comme un impôt déguisé qui réduit le pouvoir d'achat des ménages, de telle sorte qu'une partie de la dépense privée aura finalement été évincée par de la dépense publique. C'est exactement le type d'argument qu'Hayek utilisait contre Keynes, ce qui explique la réticence de ce dernier à s'engager dans cette voie.

Mais la principale raison de ce refus est plus profonde. Une d'analyse de type *ex ante/ex post* impose de modéliser l'enchaînement des périodes à partir de la correction des erreurs d'anticipations. Ce que Keynes ne réussit pas à faire, comme il l'avoue très honnêtement dans une lettre à Ohlin du 27 janvier 1937, en indiquant pourquoi, après avoir expérimenté la méthode *ex ante/ex post* en 1931 et 1932, il décida de s'en passer : « Ma raison de l'abandonner fut mon échec à définir une unité de période. » Finalement, à la différence de Hicks, qui lui reproche de ne pas se préoccuper des « *effects of disappointed short terms expectations* », si Keynes se détourne de l'analyse séquentielle, c'est surtout parce qu'il cherche à expliquer l'enlisement de l'économie dans un équilibre de sous-emploi durable, du fait d'une demande effective insuffisante, par le jeu d'anticipations pessimistes autoréalisatrices. Autrement dit, c'est justement parce que ces anticipations pessimistes sont vérifiées que la récession perdure, ce qui est à l'opposé de l'idée d'un déséquilibre *ex ante* appelant un retour à l'équilibre *ex post*...

thésaurisation des uns (qui achètent par exemple des lingots d'or) peut être compensée par la déthésaurisation des autres (qui leur vendent ces lingots), de telle sorte que la thésaurisation est nulle à l'échelle macroéconomique. Mais qu'en est-il de la thésaurisation sous la forme d'encaisses monétaires oisives ? « La

prédominance de l'idée que l'épargne et l'investissement, au sens habituel, peuvent différer l'un de l'autre, doit être attribuée, selon nous, à une illusion d'optique consistant à interpréter la relation entre une personne effectuant un dépôt à sa banque comme une transaction unilatérale au lieu d'y voir la transaction bilatérale qu'elle est en réalité. On s'imagine que cette personne et sa banque peuvent s'arranger d'une façon ou d'une autre pour réaliser une opération faisant disparaître l'épargne dans le système bancaire, de telle sorte qu'elle soit perdue pour l'investissement [...] » [TG, p. 81].

Keynes fait ici référence au bilan consolidé du système bancaire : les dépôts monétaires se trouvent au passif, car les banques « doivent » cette monnaie à ceux qui l'ont déposée ; une contrepartie existe, qui figure à l'actif, où l'on regroupe les réserves et les créances sur les agents non bancaires. Mais comment faut-il interpréter ce constat comptable ? Soit l'on considère que les banques fonctionnent comme des intermédiaires financiers « ordinaires », qui prêtent ce qu'ils reçoivent, font « travailler » l'argent des autres, et l'épargne apparemment thésaurisée se retrouve placée sous forme de crédits ; dans ce cas, les billets détenus par les agents non bancaires constituent le seul support d'une thésaurisation macroéconomique. Soit l'on considère que le bilan se lit dans l'autre sens, que ce ne sont pas les dépôts qui font les crédits, mais les crédits qui font les dépôts, et il faut alors remonter à la source de la création monétaire.

Admettons que les créances figurant à l'actif représentent pour l'essentiel des crédits accordés aux entreprises pour financer leur activité productive : si la monnaie créée en contrepartie de ce financement, et qui a servi à rémunérer les facteurs de production, est thésaurisée, donc ne reflue pas vers ces entreprises sous forme d'achats, alors une partie de leur production n'est pas vendue ; dans ce cas, l'épargne thésaurisée a pour contrepartie l'accumulation de stocks. Celle-ci est-elle un investissement ? Selon Keynes, l'investissement « inclut l'accroissement de l'équipement en capital, qu'il s'agisse de capital fixe, de capital circulant ou de capital liquide ». Le capital liquide correspondant au « stock de produits invendus », une partie de notre problème est résolu : à l'épargne correspond toujours un investissement si l'on considère que l'accroissement des stocks est un investissement (en comptabilité nationale, l'identité est $S \equiv FBCF + \Delta \text{stocks}$). Si l'on nomme investissement toute opération économique qui permettra de disposer demain de plus de biens qu'aujourd'hui, alors le stockage est en effet une forme d'investissement. Mais

La clairvoyance de Hicks

Dès sa première recension, en 1936, Hicks comprend que l'analyse keynésienne se réfère à une période unique définie par la stabilité des anticipations. Et il en tire la conséquence principale : la nécessaire égalité entre l'offre et la demande globale dès lors que « nous définissons l'offre comme le volume de marchandises que les vendeurs veulent offrir à un moment donné aux conditions du marché prévalant à ce moment ; s'il existe des stocks de marchandises invendues c'est parce que les vendeurs préfèrent les vendre plus tard plutôt que des les vendre immédiatement à un prix plus bas. Ces stocks faisant par conséquent partie de l'offre future, ils ne sont pas comptabilisés dans l'offre courante, de telle sorte que la demande courante est nécessairement égale à celle-ci, simplement parce que chaque transaction a deux faces » [Hicks, 1936]. Cet argument fait directement référence à cette conclusion de Keynes : « Ces propositions dérivent simplement du fait qu'il ne peut y avoir un vendeur sans un acheteur ou un acheteur sans un

vendeur » [TG, p. 63], conformément à l'hypothèse de réalisation des anticipations de court terme.

Le 15 avril 1936, Keynes écrit à Hawtrey : « En ce qui me concerne, je ne m'intéresse pas beaucoup à cette brève période intermédiaire au cours de laquelle le marché découvre les faits en tâtonnant » [ce qu'il appelle « *the higgling of the market* »]. Pourquoi ? Parce qu'il ne faut pas confondre « les forces qui déterminent la position d'équilibre » et « la procédure faite d'essais et d'erreurs par laquelle l'entrepreneur découvre cette position ». Cette citation confirme l'interprétation de Hicks et éclaire le projet de la *Théorie générale*. Il ne s'agit pas d'élaborer, comme les classiques, une théorie de l'allocation des ressources, pour un niveau de production donné, en fonction des variations de prix relatifs. Il ne s'agit plus, comme dans le *Traité*, de montrer comment un déséquilibre entre l'épargne et l'investissement est corrigé par une variation du niveau général des prix. Il s'agit d'expliquer les variations du niveau de la production et de l'emploi. Il s'agit d'expliquer les variations de la production et de l'emploi.

cet investissement est-il volontaire (s'il résulte de l'anticipation d'une demande ultérieure pour les biens stockés) ou involontaire (s'il résulte d'une surestimation des débouchés de la période courante) ?

Investir sans épargner ?

Cette question fut, en 1930 et 1931, au cœur de la controverse avec Hayek, l'un des défenseurs de la thèse de l'épargne préalable, qui fait de celle-ci la condition nécessaire de l'investissement et se trouve par conséquent au principe de toutes les politiques d'austérité et d'argent cher [Parguez, 1984 ; Dostaler ; 1990]. Elle est décisive pour Keynes, depuis 1924, quand il s'était trouvé dans l'incapacité de justifier théoriquement, contre le

« point de vue du Trésor », son plaidoyer en faveur d'une politique de grands travaux. Une première façon d'y répondre consiste à exposer la deuxième version du multiplicateur.

Sachant que $k = 1/s$ et que $\Delta Y = k\Delta I$, il s'ensuit que $s\Delta Y = \Delta S = \Delta I$. Se réalise ainsi l'un des effets de la formule magique : le processus de multiplication engendre un montant supplémentaire d'épargne égal au montant supplémentaire d'investissement initial. Keynes démontre ainsi que l'épargne n'est jamais un problème en situation de sous-emploi parce qu'elle s'ajuste automatiquement, *via* la variation du revenu, au niveau requis : « L'épargne globale est commandée par l'investissement global. » On comprend pourquoi ce multiplicateur se trouve au cœur de la vulgate keynésienne : l'offre suit la demande ; l'épargne (résiduelle, passive) suit l'investissement (la variable active, motrice) ; l'ajustement entre les deux ne s'effectue pas par la variation du taux d'intérêt mais par celle du revenu, donc par celle de l'emploi ; pour lutter contre le chômage, il suffit donc, d'une façon ou d'une autre, d'agir sur la demande, notamment sur l'investissement, action d'autant plus efficace qu'elle aura un effet multiplicateur.

Mais ce raisonnement reconfortant est-il compatible avec l'identité $I \equiv S$? Retournons au texte : « Un accroissement de l'investissement [...] n'aura lieu que si le public est disposé à accroître son épargne [...]. En règle générale, le public n'y consentira que si le revenu global [...] s'accroît. Son effort pour consommer une partie de son revenu supplémentaire stimulera la production jusqu'à ce que [until] le nouveau montant (et la nouvelle répartition) du revenu laisse une marge suffisante d'épargne pour contrebalancer l'accroissement de l'investissement. Le multiplicateur nous indique de combien l'emploi doit augmenter pour produire un accroissement du revenu réel suffisant pour inciter le public à consentir le surcroît d'épargne requis, et il est fonction de ses propensions psychologiques » [TG, p. 117]. Une interprétation possible du « jusqu'à ce que » est : soit un supplément d'investissement ΔI sans épargne préalable, donc financé par création monétaire, il s'ensuit un processus en chaîne de création du revenu dont le terme est atteint quand le montant d'épargne qu'il engendre finit par correspondre à ΔI . Cette solution implique toutefois la référence à une monnaie endogène dont la création par le système bancaire permet le financement, au moins temporaire, de l'investissement. Par ailleurs, le processus de « multiplication » prend du temps (voire un temps infini si l'on veut aller jusqu'à

Le multiplicateur, deuxième version

Soit un État qui décide un supplément d'investissement $\Delta I = 1$ milliard d'euros, par exemple en faisant détruire puis reconstruire des immeubles en banlieue. Les salariés et les propriétaires des entreprises du bâtiment vont donc voir leur revenu augmenter du même montant : $\Delta Y = 1$ milliard. Ce supplément de revenu va se partager en supplément de consommation et d'épargne selon les propensions marginales à consommer et à épargner ; si $c = 0,8$ et $s = 0,2$, alors $\Delta C = 800$ millions et $\Delta S = 200$ millions. La consommation est une dépense, qui forme des revenus dans les entreprises du secteur des biens de consommation : la deuxième vague de revenu supplémentaire vaut donc $\Delta Y = 800$ millions. À son tour elle se partage en supplément de consommation et d'épargne : $\Delta C = 0,8 \times 800$ millions = 640 millions ; $\Delta S = 160$ millions. Et ainsi de suite, de période en période, mais pour des montants décroissants puisque l'on multiplie à chaque fois par 0,8... Au deuxième tour, ΔY vaut 640 millions, soit $0,8^2 \times 1$ milliard. Au terme de n périodes, la somme des revenus engendrés par ce processus vaut

$\Sigma \Delta Y = \Delta I + c\Delta I + c^2\Delta I + \dots + c^{n-1}\Delta I = \Delta I(1 + c + c^2 + \dots + c^{n-1})$. Si le nombre de périodes tend vers l'infini, alors la somme des termes de la progression géométrique, qui se trouve entre parenthèses, tend vers $1/(1 - c) = 1/s = k$, le multiplicateur, qui vaut ici $1/0,2 = 5$. Par conséquent, le milliard d'investissement supplémentaire aura finalement engendré cinq milliards de revenu supplémentaire. Et... un milliard d'épargne, comme si l'investissement s'autofinçait en engendrant, par l'augmentation du revenu, un montant d'épargne équivalent. Cette formule magique, $\Sigma \Delta Y = k\Delta I$, est celle du multiplicateur d'investissement dans le modèle le plus fruste qui soit : l'économie est fermée, l'offre est parfaitement élastique (sous-emploi du travail et du capital), l'ajustement se fait entièrement par les quantités, on ne se pose pas le problème du financement, etc. Dans la *Théorie générale*, Keynes rend hommage à Robert F. Kahn, auquel il attribue la découverte du multiplicateur d'emplois, lequel relie la création totale d'emplois dans l'économie à la création d'emplois primaires dans le secteur des biens d'investissement. Remarquons avec Hicks que le processus de multiplication prend beaucoup trop de temps pour rester compatible avec la courte période keynésienne...

l'égalité !). Pendant tout ce temps, on aurait donc un ΔI sans ΔS correspondant, en contradiction avec l'identité ?

En aucun cas, répond Keynes dans une lettre à Hawtrey : « Dans tout passage où je semble considérer l'ajustement entre investissement et épargne comme un processus se déroulant dans le temps, je suis d'accord avec vous pour dire que je m'exprime incorrectement et que je m'éloigne de mes propres idées. » Il faut donc trouver une autre explication. La voici : « Si l'octroi à un entrepreneur d'un crédit bancaire en addition aux crédits déjà existants lui permet d'effectuer un supplément d'investissement courant qui n'aurait pas été réalisé sans cela, les

Le paradoxe de l'épargne

L'équilibre macroéconomique, donc l'égalité entre l'offre et la demande globales, s'écrit : Y^o (offre) = Y (revenu) = Y^d (demande) = $C + I$.

Soit c la propension moyenne à consommer : $C = cY$. Donc $Y = cY + I$, ce qui conduit à $Y = I/(1 - c)$. Si c vaut 0,8 et $I = 100$, alors $k = 5$ et $Y = 500$. Supposons maintenant que les ménages de cette économie souhaitent épargner plus : leur propension à épargner passe de 0,2 à 0,25. Il s'ensuit que k passe de 5 à 4, donc Y de 500 à 400. La propension à épargner a augmenté, mais le montant total de l'épargne n'a pas varié (il vaut 100). Pourquoi ? Parce que l'investissement n'a pas varié non plus ($I = 100$). L'égalité entre l'épargne et l'investissement à l'échelle macroéconomique, malgré la variation des décisions d'épargne des ménages, a été préservée par la variation du revenu global Y . Dans ce modèle simpliste (investissement exogène, pas de marché financier, etc.), l'épargne apparaît contrainte par l'investissement (les ménages n'ont pas réussi à atteindre un montant d'épargne supérieur à l'investissement) et l'augmentation de la propension à épargner a un effet dépressif (baisse de Y).

revenus augmenteront nécessairement et à un taux qui excédera normalement celui de cet investissement. En outre, sauf en situation de plein emploi, non seulement le revenu nominal augmentera, mais aussi le revenu réel » [TG, p. 82]. Le financement monétaire « délivre » l'investissement de la contrainte classique de l'épargne *préalable*, mais cela n'implique nullement qu'à cet investissement ne corresponde aucune épargne : il suppose en effet que des biens de capital soient produits, donc que la production totale augmente au moins de ce montant, sans être consommée, par conséquent en étant épargnée. Et l'on vérifie que tout dérive de l'hypothèse de sous-emploi des capacités de production qui permet d'envisager que la création monétaire financera une augmentation de la production, du revenu et de l'emploi.

Le moment de la conclusion est venu. Pour un niveau de production donné, il n'est pas possible d'investir plus sans consommer moins, donc sans épargne préalable (thèse hayekienne). Mais tant qu'il est possible de produire plus, l'augmentation de la production permet d'investir sans épargne préalable, l'épargne étant l'« envers » de l'investissement. La collectivité ne peut donc décider d'épargner moins que l'investissement voulu par les entreprises et ratifié par les banques. Inversement, insiste Keynes, si la collectivité voulait épargner plus que ce que les entreprises ont décidé d'investir, il en résulterait une baisse de la consommation, donc une baisse de la demande effective, et par conséquent du niveau de la production

et du revenu, de telle sorte que l'identité serait maintenue, avec une propension à épargner plus élevée appliquée à un niveau de revenu plus faible.

Ce qui importe, ce n'est donc pas l'ajustement entre I et S, mais le niveau auquel se fixent la production, le revenu et l'emploi. Or il dépend de la demande effective, donc de la consommation et de l'investissement : l'épargne ne joue aucun rôle actif direct dans ce schéma.

Le chapitre xvii : « Les propriétés essentielles de l'intérêt et de la monnaie »

La lecture du chapitre xvii de la *Théorie générale* met à rude épreuve le lecteur le mieux intentionné. Keynes y consacre beaucoup d'efforts à répondre à des questions étranges. Et c'est d'autant plus déroutant que ce chapitre représente manifestement pour lui un moment important de sa démonstration [Deleplace, 1988 ; Laviolle, 1997]. Il débute ainsi : « Le taux d'intérêt de la monnaie semble donc jouer un rôle singulier dans la limitation du volume de l'emploi, puisqu'il fixe un seuil que l'efficacité marginale d'un bien de capital doit atteindre pour que ce bien de capital nouveau soit produit [...] qu'il en aille ainsi est, à première vue, déconcertant. Il est naturel de rechercher ce qui distingue la monnaie des autres actifs, si seule la monnaie possède un taux d'intérêt et ce qui se passerait dans une économie non monétaire. » Il y a effectivement de quoi être déconcerté : nous pensions déjà savoir que l'attribut qui distinguait la monnaie des autres « actifs » (*assets*) était la liquidité ; nous pensions que la monnaie se distinguait également en ce qu'elle ne rapporte à son possesseur aucun taux d'intérêt ; nous pensions que l'économie non monétaire était le domaine des classiques... Nous ne sommes pas au bout de nos « découvertes », car Keynes veut montrer (voir encadré) que « la fonction du taux d'intérêt est de modifier les prix monétaires des autres actifs de capital de telle façon que soit égalisé le désir de les détenir et de détenir de la monnaie » [CW, xiv, p. 213].

Considérant ici la monnaie comme un actif parmi d'autres, Keynes se place dans une logique patrimoniale de gestion de portefeuille. À tout moment, l'agent rationnel effectue des arbitrages, substituant certains actifs (réels, financiers ou monétaires) à d'autres, en fonction de leurs rendements marginaux anticipés, jusqu'à l'égalisation de ceux-ci (le dernier franc placé,

investi, ou thésaurisé devant rapporter, quel que soit l'actif, le même rendement). De ce fait, la grande majorité des transactions sur le marché des actifs, et tout particulièrement sur le marché financier, résulte de décisions visant à optimiser la structure des patrimoines (gestion d'un stock d'actifs donné) et non de décisions se rapportant aux flux d'épargne et d'investissement.

Sur ces marchés de stocks, les prix, qui égalisent surtout l'offre et la demande d'actifs existants, en fonction de la répartition des anticipations entre haussiers et baissiers, n'ont aucune raison d'égaliser entre eux les flux d'offre et de demande d'actifs nouveaux (une variation de la demande peut être satisfaite, à court terme, sans variation de l'offre d'actifs nouveaux : par un déstockage). Si, comme le montre Rodolphe Dos Santos Ferreira [1999], les spéculateurs ont, à un moment donné, une assez grande confiance dans leurs anticipations, il en résulte une structure des taux d'intérêt suffisamment rigide pour bloquer le processus d'ajustement entre l'épargne et l'investissement. Prenons l'exemple d'un flux supplémentaire d'épargne ; sur un marché « classique », il se traduit par une demande supplémentaire d'actifs, donc par une hausse de leurs prix : s'il s'agit d'actifs réels, cette hausse stimule l'offre, donc l'investissement ; s'il s'agit d'actifs financiers, cette hausse fait baisser le taux d'intérêt, ce qui stimule aussi l'investissement. En revanche, sur un marché de stocks, l'épargne supplémentaire peut être absorbée par des ventes d'actifs existants provenant de spéculateurs qui ne croient pas à une baisse durable du taux d'intérêt. Dans ce cas, rien ne garantit que le taux d'intérêt baissera suffisamment pour ajuster l'investissement à ce supplément d'épargne.

Épargne et taux d'intérêt

Ce raisonnement, qui vise à mettre en évidence l'incapacité du marché financier à assurer une coordination parfaite des décisions intertemporelles des agents, sert-il vraiment l'argumentation keynésienne ? Après tout, la restructuration des patrimoines se traduit par des phénomènes de compensation entre l'épargne des uns et la désépargne des autres. Ce qui importe, c'est l'affectation de l'épargne macroéconomique (après compensation) : sera-t-elle ou non thésaurisée ? Et l'on retrouve, bien qu'exprimée sous une autre forme, la critique de la loi de Say : il y aura une « fuite » si l'épargne n'est pas consacrée à demander

Les surprises du chapitre XVII

D'abord, on apprend que le taux de l'intérêt de la monnaie n'est « rien d'autre que le pourcentage d'excès d'une somme de monnaie livrable à terme, par exemple un an plus tard, sur ce que nous pouvons appeler le prix au comptant (*spot or cash*) de cette somme, stipulée livrable à terme ». La monnaie semble ici assimilée à une marchandise cotée sur un marché à terme, comme si Keynes se laissait emporter par ses habitudes de spéculateur sur le marché des devises, où s'établit une relation entre le cours à terme et le différentiel de taux d'intérêt entre les monnaies. Or, comme l'a fort bien montré Michel Aglietta [1986], il existe une différence de nature entre monnaie nationale et devise : la première est unique et souveraine dans son espace de circulation, elle est cette « institution centrale qui représente la pérennité de tout ordre social », et échappe de ce fait à l'arbitrage ; la seconde se trouve au contraire en concurrence avec les autres devises, donc soumise à l'arbitrage, comme une vulgaire marchandise.

Ensuite, continue Keynes, il existe autant de taux d'intérêt que de richesses durables. Ces taux d'intérêt spécifiques (*own-rates of interest*), dont l'idée provient d'un article de Sraffa, se déduisent du rapport entre les prix à terme et les prix au comptant : si le prix actuel d'un kilo de cacahuètes livrable l'année prochaine

est 10, alors que le prix actuel de ce kilo livré aujourd'hui est 12, le taux d'intérêt spécifique des cacahuètes est $12/10 - 1 = 20\%$. Les taux d'intérêt spécifiques ont d'ordinaire leur place dans un modèle d'équilibre général intertemporel ; à l'équilibre ils ne sont pas égaux si la structure des prix relatifs se déforme d'une période à l'autre [Guerrien, 1985]. Or, dans ce modèle, il y a un numéraire mais pas de monnaie...

Enfin, puisque de multiples taux d'intérêt coexistent, tous candidats au rôle de norme de rentabilité gouvernant l'investissement, il reste à expliquer pourquoi c'est celui de la monnaie qui domine. Pour y parvenir, Keynes mesure ces taux d'intérêt à partir de trois caractéristiques : le rendement brut q ; le coût de conservation c ; le « degré de sécurité et de commodité », qui s'achète par une « prime de liquidité » l . Chaque taux d'intérêt spécifique i_j^* est donc égal à $i_j^* = q_j - c_j + l_j$. Pour comparer ces taux, qui sont calculés au moyen de chaque actif pris comme étalon (« le taux d'intérêt des maisons mesuré en maisons », etc.), il faut choisir l'un d'entre eux comme étalon unique, donc prendre en compte les variations de prix relatifs, au cours du temps, par rapport à cet étalon. Si le choix se porte, assez logiquement, sur la monnaie, il suffit de prendre en compte l'appréciation ou la dépréciation monétaire anticipée a de chaque actif (la hausse ou la baisse du prix monétaire des maisons). On obtient alors les taux spécifiques d'intérêts

monétaires $i_j = i_j^* + a_j$. Pour constituer leur patrimoine, les agents demandent les actifs dont les taux sont les plus élevés. Cette demande a deux effets (nous prenons ici quelques libertés avec le texte pour aller plus vite au résultat souhaité par Keynes, qui propose lui-même, en 1937, un résumé que l'on trouve dans [CW, XIII, p. 101 sq.] :

— *un effet prix* : les prix courants des actifs demandés augmentent. À l'équilibre tous les taux d'intérêt monétaires sont égaux (sinon des arbitrages avantageux pourraient encore être effectués), cette égalité étant réalisée par les variations de prix de ces actifs ;

— *un effet quantité* : la production des actifs demandés augmente (donc aussi l'investissement s'il s'agit d'actifs de capital), tant que le prix de demande reste supérieur à leur coût de production marginal. Comment se réalise ici l'équilibre ? Il faut distinguer la monnaie des autres actifs. Les richesses non monétaires se caractérisent par un rendement et un coût de conservation plus ou moins élevés et une prime de liquidité négligeable ; un appartement, par exemple, rapporte un loyer, implique des dépenses d'entretien, mais n'est pas un actif très liquide. Sous l'hypothèse de rendements décroissants, quand on produit des richesses supplémentaires pour les accumuler, leur rendement q diminue. Leur coût de conservation ayant tendance à augmenter, il s'ensuit que leur taux d'intérêt diminue. Keynes essaie alors

de démontrer que ces « forces qui contribuent à réduire les taux d'intérêt spécifiques des autres richesses n'agissent pas dans le cas de la monnaie ». En effet, son rendement nul et son coût de conservation négligeable font que son taux d'intérêt spécifique est essentiellement déterminé par la prime de liquidité (la plus élevée de toutes, par définition). Or, celle-ci est relativement rigide à la baisse, si l'on prend en considération deux particularités de la monnaie :

1) une élasticité de production nulle, car elle n'est pas produite, en régime d'inconvertibilité, « comme une céréale ou une automobile », mais est contrôlée par les autorités monétaires, ce qui préserve sa prime de liquidité (laquelle fonctionne comme la rente d'un facteur fixe) ;
2) une élasticité de substitution nulle, puisque l'on ne cherche pas à lui substituer un autre actif lorsque sa valeur d'échange augmente, dès lors que son utilité provient justement de cette valeur d'échange (la monnaie est d'autant plus demandée que son pouvoir d'achat est élevé).

Par conséquent, les taux d'intérêt des richesses non monétaires baissent jusqu'au moment où, inévitablement, ils s'égalisent avec le taux d'intérêt de la monnaie. C'est celui-ci qui fixe une limite à la production et à l'accumulation des richesses réelles, donc à l'investissement et à l'emploi (la monnaie accumulée n'étant pas produite par du travail supplémentaire), car il ne baisse pas, ou baisse moins vite que les autres.

de nouveaux actifs réels ou financiers, mais à accumuler de la monnaie.

À la suite de Mandeville et de Malthus, Keynes fait de l'épargne « le vilain de la pièce ». Dans le *Traité sur la monnaie*, il écrit : « Il devrait être évident qu'à elle seule, la simple abstinence est bien incapable de construire des villes ou d'assécher

des marais. » Elle doit être conjuguée avec un autre facteur : « C'est l'esprit d'entreprise qui bâtit et qui améliore les richesses du monde. » Or, l'épargne « peut exister sans l'esprit d'entreprise » ; réciproquement, « le moteur de l'esprit d'entreprise, ce n'est pas l'épargne, c'est le profit ». Pis, « dès que l'épargne dépasse l'esprit d'entreprise, elle décourage clairement la reprise

de l'esprit d'entreprise et elle crée un cercle vicieux par l'effet négatif qu'elle a sur les profits ». En 1932, date de sa rupture sur ce point avec Robertson, Keynes franchit un pas supplémentaire. Après avoir « émancipé » l'investissement de l'épargne, il en fait la variable motrice : « L'investissement traîne l'épargne derrière lui, au même rythme que lui » [cité par Poulon, 1987]. De tout cela, en ajoutant, *via* la fonction de consommation, que l'épargne « n'est qu'un reliquat », il résulte qu'elle ne justifie pas, en tant que simple abstinence, une « récompense » sous la forme de l'intérêt.

Dès lors, pour défendre ce qu'il considère comme l'un des piliers de son édifice théorique, Keynes refuse toute concession à ceux qui, comme Hicks, lui proposent d'accepter d'intégrer le marché des fonds prêtables dans son raisonnement. Il redoute en effet qu'avec ce marché des titres soit réintroduite en contrebande l'idée classique d'un ajustement entre l'épargne et l'investissement en fonction du taux d'intérêt. Dans une lettre à Hicks de 1937, il répond par exemple : « Je ne comprends vraiment pas comment vous pouvez dire que l'intérêt est déterminé par l'épargne et l'investissement. »

Comment intégrer la monnaie dans l'économie ?

Refusant toute détermination du taux d'intérêt par cet ajustement, donc par des variables réelles, Keynes est conduit à poser que le taux d'intérêt est un « phénomène monétaire ». Mais il veut montrer en même temps que la monnaie est un « facteur réel », au sens où elle agit sur l'économie réelle. D'où ce chapitre xvii dans lequel le taux d'intérêt de la monnaie apparaît comme la norme par rapport à laquelle se détermine l'investissement, ce pouvoir s'expliquant par la spécificité de la monnaie, comparée aux autres actifs... Dans une lettre du 13 décembre 1936, Keynes va jusqu'à écrire : « Je considère le taux d'intérêt comme étant l'efficacité marginale (ou la productivité) de la monnaie, mesurée en termes d'elle-même. »

Du point de vue du projet radical, la voie choisie dans le chapitre xvii pour intégrer la monnaie dans l'économie, en opposition à la dichotomie classique, n'est pas la bonne. Il est permis de penser que ce ne sont pas ses qualités intrinsèques qui confèrent à la monnaie une quelconque productivité, génératrice d'un intérêt [Lévy, 1989]. C'est au contraire l'institutionnalisation qui transforme un support quelconque, par la magie d'une croyance collective et l'action du pouvoir politique, en

moyen de paiement accepté par tous ; et c'est cette acceptabilité, manifestation d'une confiance partagée, qui confère au signe monétaire sa qualité distinctive : la liquidité.

La voie alternative, celle de l'économie monétaire de production, consistait à intégrer la monnaie à l'économie réelle *via* le financement de la production et de l'investissement, mais une monnaie de crédit, endogène et non plus exogène... Comme l'écrivait Joan Robinson dans un article de 1970 : « Il aurait été beaucoup plus simple de commencer en postulant un taux d'intérêt constant et une offre de monnaie parfaitement élastique. Mais alors Keynes aurait été accusé d'avoir mal compris la position orthodoxe et l'ensemble de son argumentation aurait été rejeté. Il était obligé d'accepter les hypothèses de ses critiques afin de pouvoir les faire exploser de l'intérieur. »

V / L'économie monétaire de production

« L'hypothèse d'un futur calculable conduit à une interprétation erronée des principes de comportement que la nécessité d'agir nous contraint d'adopter. »

[TGE]

Selon Alain Barrère [1985], le « projet keynésien » s'oppose au modèle classique en ce qu'il substitue : 1) l'économie monétaire à l'économie réelle ; 2) l'économie de production à l'économie d'échanges ; 3) l'économie d'entrepreneur à l'économie de consommateur ; 4) les variations de la production et de l'emploi aux quantités données et aux préférences révélées ; 5) un monde de l'incertitude non probabilisable à un monde certain. C'est ce « projet keynésien », hélas inachevé, que nous allons aborder maintenant.

Incertitude, spéculation, convention

Lorsqu'il résume ses « principaux points de désaccord » [TGE] avec la théorie classique, Keynes commence par l'incertitude : « Le fait que notre connaissance du futur soit fluctuante, vague et incertaine rend la méthode de la théorie économique classique particulièrement mal appropriée à l'analyse de la richesse. » Pour les classiques, « le calcul des probabilités, bien que demeurant implicite, était supposé pouvoir ramener l'incertitude au même statut d'entité calculable que la certitude, tout comme dans le calcul benthamien des peines et des plaisirs » ; or, « nous n'avons en réalité, la plupart du temps, qu'une très vague idée des conséquences, si ce n'est des plus directes, de nos actes

[...] ». Plus généralement, « les décisions humaines engageant l'avenir [...] ne peuvent être inspirées par une stricte prévision mathématique, puisque la base d'une telle prévision n'existe pas ». À la limite, « lorsque l'on évalue les perspectives de l'investissement, il faut tenir compte des nerfs et des humeurs, des digestions et même des réactions au climat... ». D'où la célèbre référence aux « esprits animaux » pour expliquer la décision d'investissement, mais aussi au « besoin inné d'activité » ou au « goût du risque », au « climat politique et social »... La question qui vient ici à l'esprit, paradoxalement, est celle de l'ordre : malgré l'incertitude, en temps « normal », les agents ne font pas complètement n'importe quoi, l'économie n'est pas plongée dans un chaos permanent. Existente par conséquent des mécanismes de stabilisation qu'il convient d'identifier, surtout en ce qui concerne les anticipations de long terme. En effet, dans la mesure où celles-ci gouvernent l'efficacité marginale du capital, donc l'investissement (celui-ci exerçant sur l'activité l'effet multiplicateur que l'on sait), l'absence de toute forme de coordination se traduirait par des fluctuations insoutenables.

De l'incertitude à la convention

Keynes, dont on ne manque pas de rappeler qu'il fut l'auteur d'un *Traité sur la probabilité* pour laisser entendre qu'il sait de quoi il parle, prend la peine de préciser, dans la *Théorie générale de l'emploi* [l'article de 1937] : « Par connaissance "incertaine" je n'entends pas simplement distinguer ce que l'on considère comme certain, de ce qui est seulement probable. Le jeu de la roulette n'est pas, en ce sens, sujet à l'incertitude, pas plus que ne l'est la perspective de voir tel Victory Bond [emprunt d'État émis pour financer la guerre] tiré au sort. De la même façon, l'espérance de vie est seulement un peu incertaine. Même le temps qu'il fera n'est que modérément incertain. Le sens que je donne à ce terme est celui qu'il prend lorsque l'on juge incertain la perspective d'une guerre européenne, le niveau du prix du cuivre ou du taux d'intérêt dans vingt ans, la date d'obsolescence d'une invention récente ou la place des classes possédantes dans la société des années 1970. Il n'existe pour toutes ces questions aucun fondement scientifique sur lequel construire le moindre calcul probabiliste. Tout simplement : nous ne savons pas. »

Remarquons qu'un individu peut souvent se protéger contre le risque en s'assurant, ou, plus généralement, le partager en le mutualisant. Il lui est également possible de se couvrir s'il existe

Le *Traité sur la probabilité*

Bien que Keynes l'ait pour partie renié ensuite, ce *Treatise on Probability* permet de comprendre la conception keynésienne de la rationalité : « Le probable est ce qu'il est rationnel de croire au regard des connaissances que nous avons. » En effet, Keynes, analysant ce qu'il appelle le « jugement de probabilité », insiste à la fois sur son caractère pratique, intuitif et non calculatoire [Postel, 2003]. La connaissance du monde (et surtout de l'avenir) étant nécessairement imparfaite, la probabilité prend la forme, non d'un calcul, mais d'un jugement intuitif établissant une relation entre les différentes issues possibles et les informations dont dispose l'individu au moment où il doit agir. Bien qu'il y accède par intuition, cette probabilité n'est pas subjective car la relation logique sur laquelle elle porte existe indépendamment des acteurs (certains ayant « un plus grand pouvoir d'intuition logique que d'autres »).

Si l'on délaisse le débat avec Ramsey sur la théorie des probabilités, le point important pour la théorie économique est la distinction établie par Keynes entre la probabilité d'un

raisonnement et son « poids », qui est en quelque sorte une probabilité de second rang [voir Ventelou, 1997]. La probabilité de premier rang se déduit de la balance entre des occurrences favorables et des occurrences défavorables : ayant effectué quatre tirages avec remise dans une urne, l'individu A qui a tiré trois boules rouges et une boule noire en déduit qu'il a trois chances sur quatre de tirer une boule rouge ; ayant effectué quatre mille tirages avec remise dans une urne, l'individu B qui a tiré trois mille boules rouges et mille boules noires en déduit aussi qu'il a trois chances sur quatre de tirer une boule rouge. Bien que les probabilités soient les mêmes, les deux situations diffèrent sensiblement l'une de l'autre : le « poids » (ou le « degré de croyance rationnelle ») que le deuxième individu peut attribuer à son raisonnement est beaucoup plus élevé que celui que le premier peut attribuer au sien, parce que la quantité d'information dont il dispose est, elle aussi, beaucoup plus importante. Une situation est incertaine, non pas parce que la probabilité d'un événement particulier est infinitésimale, mais parce que la quantité d'information disponible ne permet pas d'étayer un jugement de probabilité rationnel.

un marché à terme — on peut, par exemple, acheter des dollars à trois mois à un cours convenu aujourd'hui —, mais cela suppose que le spéculateur qui est la contrepartie sur ce marché assume le risque à sa place. Dans ce cas, le risque n'est pas partagé, il est transféré. Se pose donc, d'une façon ou d'une autre, la question des décisions à prendre en situation d'incertitude non probabilisable.

Voici la suite du texte : « Comment, dans ces conditions, parvenir à sauver la face en tant qu'agent économique rationnel ? Nous avons inventé toute une gamme de techniques à cet effet, dont les plus importantes sont les trois suivantes : 1) nous admettons que le présent constitue pour le futur un

guide bien meilleur que ne le révélerait un examen lucide de nos expériences passées. En d'autres termes, nous ne tenons aucun compte de ces changements à venir dont nous ne savons rien ; 2) nous admettons que l'état actuel de l'opinion, tel qu'il s'exprime à travers les prix ou les caractéristiques de la production courante, repose sur une synthèse correcte des perspectives futures, et que l'on peut s'y fier, tant qu'aucun fait pertinent nouveau ne vient bouleverser le paysage ; 3) conscient du peu de valeur de notre propre jugement individuel, nous essayons de l'aligner sur le jugement des autres, peut-être mieux informés. Cela signifie que nous cherchons à nous conformer à l'attitude de la majorité ou de la moyenne. La psychologie d'une société d'individus qui cherchent mutuellement à s'imiter, nous conduit à ce qu'il convient d'appeler très exactement un jugement conventionnel » [CW, XIV, p. 113-114].

Ce passage, qui prolonge le chapitre XII de la *Théorie générale* (celle de 1936), met l'accent :

— sur les limites cognitives dont ne peuvent s'affranchir les agents économiques (« nous ne savons rien ») ; ce n'est pas tant un défaut d'information qui rend l'avenir incertain que le fait qu'il dépende du comportement des autres ; l'incertitude est radicale parce que endogène ;

— sur le caractère conformiste et grégaire d'agents contraints de former des anticipations alors qu'ils doutent de leur jugement individuel ; lorsque « l'on ne sait rien » il n'est pas aberrant de s'imaginer que les autres en savent un peu plus, la ligne de conduite consistant alors à les imiter : si mon voisin se met à acheter massivement des actions Schmilblik, c'est probablement qu'il détient une information, que j'ignore, mais qui l'incite à agir ainsi, donc j'en achète moi aussi ; bien sûr, si d'autres nous imitent à leur tour, il en résultera une hausse des actions Schmilblik et chacun pensera avoir eu raison de suivre le mouvement alors même que mon voisin était ivre mort le soir où il a passé son ordre d'achat... ;

— sur l'effet émergent qui résulte du processus mimétique collectif : « un jugement conventionnel » ; le cours des actions Schmilblik résulte des ordres de tous les participants au marché, mais il apparaît à chacun d'entre eux pris séparément comme une réalité extérieure qui s'impose à lui ; ce phénomène se manifeste, entre autres, dans la langage des spéculateurs, par la tendance à faire du marché un sujet (on entend souvent des phrases telles que « le marché a mal réagi... », « le marché sanctionne X ou Y... », etc.).

En fournissant un même point d'ancrage aux anticipations et aux décisions, la convention, accord implicite, permet cette coordination qui évite le chaos ; chacun la respecte parce qu'il pense que les autres vont la respecter. Ce qui la rend précaire : « Une théorie pragmatique du futur qui s'appuie sur ces trois principes a certaines caractéristiques bien marquées. La précarité de ses fondements l'expose en particulier à des changements soudains et violents. La pratique établie, faite de tranquillité et d'immobilité, de continuité et de sécurité, peut s'effondrer brusquement. De nouvelles peurs et de nouveaux espoirs se mettent alors à guider l'action des hommes. La puissance de la désillusion peut brusquement imposer une nouvelle base conventionnelle d'évaluation. Toutes ces jolies petites techniques très raffinées, destinées à une salle de conférence bien lambrissée et à un marché merveilleusement régulé, menacent de s'écrouler. [...] Le fait que ce soit réellement ainsi que nous nous comportons sur le marché ne devrait pas conduire la théorie que nous élaborons à propos de ce comportement à succomber elle aussi aux idoles du marché. J'accuse la théorie économique classique d'être elle-même une de ces jolies techniques raffinées qui prétendent traiter du présent en faisant abstraction du fait que nous en savons très peu sur l'avenir. »

Il reste toutefois à expliquer comment, d'un état de crise, émerge « brusquement une nouvelle base conventionnelle d'évaluation »...

Anticipations de court et long terme

Hélas, le chapitre XII, intitulé « L'état des anticipations de long terme », ne nous apporte pas de réponse à cette question. Rappelons qu'à la différence des anticipations de court terme, qui portent sur le « prix qu'un entrepreneur peut s'attendre à obtenir pour son produit fini au moment où il décide d'en commencer le processus de production », les anticipations de long terme portent sur les facteurs qui déterminent la rentabilité d'un investissement sur toute sa durée de vie, tels que l'évolution de la demande, des goûts, l'obsolescence, etc. Keynes ne prenant pas la peine de préciser systématiquement à quel type d'anticipations il fait référence, de nombreux passages de la *Théorie générale* ont de quoi laisser le lecteur perplexe, par exemple celui-ci : sachant que « les anticipations passées se trouvent incorporées dans l'équipement actuel », il est « légitime de dire que l'emploi d'aujourd'hui est gouverné par les

anticipations d'aujourd'hui associées à l'équipement en capital d'aujourd'hui ».

De quelles anticipations s'agit-il ? Voici la réponse : « Il est rare que l'on puisse éviter de faire expressément référence aux anticipations courantes de long terme. Mais il est souvent justifié de se dispenser de faire expressément référence aux anticipations de court terme, en raison du fait qu'en pratique le processus de révision de ces anticipations s'effectue de façon graduelle et continue, dans une large mesure à la lumière des résultats observés ; de telle sorte que les résultats anticipés et réalisés se recourent et s'influencent réciproquement » [TG, p. 50]. On retrouve ici l'hypothèse de réalisation des anticipations de court terme. En revanche, les anticipations de long terme ne « peuvent être fréquemment testées à la lumière des résultats observés » et sont sujettes à « des révisions soudaines »... En effet, il se trouve que « notre connaissance des facteurs qui gouverneront le rendement d'un investissement dans quelques années est en général très faible, et souvent négligeable » ; « les données qui servent de base à nos évaluations [...] se réduisent à peu de chose, parfois à rien ». À ce compte, on se demande comment on trouve encore des têtes brûlées disposées à investir !

Dans le passé, nous répond Keynes, « quand la plupart des entreprises appartenaient à ceux qui les avaient créées, ou bien à leurs amis et leurs associés, l'investissement dépendait du recrutement suffisant d'individus au tempérament sanguin et aux impulsions constructives qui choisissaient de s'embarquer dans les affaires comme un mode de vie [*way of life*], sans chercher réellement à s'appuyer sur un calcul précis du profit escompté. Les affaires étaient en partie une loterie [...] les uns échouaient, les autres réussissaient. Mais personne ne savait, même après coup, si les résultats moyens rapportés aux sommes investies étaient supérieurs, égaux ou inférieurs au taux d'intérêt courant. [...] Si la nature humaine n'avait pas le goût du risque, si elle n'éprouvait pas de satisfaction (autre que pécuniaire) à construire une usine, un chemin de fer, à exploiter une mine ou une ferme, si ne prévalait que le calcul froid, il n'y aurait pas beaucoup d'investissement » [TG, p. 150].

Autrefois, l'existence de ces entrepreneurs, qui font étrangement songer à ceux de Schumpeter, s'avérait d'autant plus nécessaire que les décisions d'investissement étaient, dans une large mesure, « irrévocables, non seulement pour la collectivité dans son ensemble, mais aussi pour l'individu ». Aujourd'hui, « avec la séparation de la propriété et de la gestion du capital, et avec

l'essor des marchés financiers organisés, un nouveau facteur d'une grande importance intervient, qui facilite parfois l'investissement, mais qui accroît parfois aussi beaucoup l'instabilité du système » [TG, p. 150]. Ici s'opère la jonction entre la sphère réelle, celle de l'investissement, et la sphère financière.

Marché financier et convention

« La Bourse réévalue chaque jour un grand nombre d'investissements et ses réévaluations fournissent aux individus (mais non à la collectivité dans son ensemble) de fréquentes occasions de réviser leurs engagements. C'est comme si un fermier, après avoir tapoté son baromètre au moment du petit déjeuner, pouvait décider de retirer son capital de l'exploitation agricole entre dix et onze heures, puis envisager plus tard dans la semaine de l'y investir à nouveau » [TG, p. 151]. Voici ce qui change avec le marché financier : les investissements semblent devenir liquides. Or, les individus désirent un degré de liquidité qui dépend de leur aversion pour l'incertitude. L'investissement les attire en tant que promesse de rentabilité, mais ils craignent le caractère irréversible d'une décision les engageant sur une longue période : quand on a financé la construction d'un laminoir, il est difficile de se reconvertir du jour au lendemain dans la vente de glace à la vanille.

Le marché financier apporte une solution à l'épargnant puisqu'il offre à chacun la possibilité de réviser à tout moment ses choix antérieurs en revendant ses titres, ce qui procure le sentiment de rester liquide, c'est-à-dire libre, ou, du moins, de pouvoir rectifier rapidement ses erreurs et de limiter ainsi ses pertes. De ce point de vue, l'existence de marchés financiers bien organisés et très accessibles favorise l'investissement en drainant vers lui des sommes que les épargnants n'accepteraient pas sinon de risquer. Mais si cette solution fonctionne au niveau individuel en période « normale », elle repose sur une illusion au niveau collectif puisque la liquidité ne peut être garantie à tous en même temps, ce que viennent rappeler un peu brutalement les krachs. En effet, comme tout marché, le marché financier ne fonctionne que s'il existe des contreparties : pas de ventes sans achats. Tout le monde ne peut vendre en même temps. Or c'est ce que tous veulent faire en cas de panique. Si, du point de vue individuel, le marché financier rend en temps normal l'investissement liquide, au niveau de la collectivité, l'investissement reste une décision irréversible (surtout s'il s'agit d'une

centrale nucléaire !). Et l'obsession de la liquidité apparaît comme un comportement « antisocial ».

Demeure ce qui ressemble à une contradiction : la convergence des anticipations, par contagion mimétique en cas de panique, conduit au krach (tout le monde veut vendre) ; l'absence de convergence des anticipations, leur diversité, permet au contraire au marché de fonctionner, puisqu'il faut des demandeurs en face des offreurs (sur le marché financier, il faut des « baissiers face aux haussiers ») ; mais sans convergence des anticipations sur un certain nombre de points d'ancrage, par exemple la confiance dans les autorités monétaires, ou ce que Keynes appelle « l'état du crédit », on n'atteindrait jamais l'équilibre requis à chaque instant pour que des transactions aient lieu à des prix relativement stables.

Cette contradiction se résout de la façon suivante : de la convergence de certaines anticipations émergent des jugements conventionnels qui servent d'ancrage à la formation d'autres anticipations, celles-ci divergentes... Le fonctionnement de l'économie est soutenu par de multiples conventions dont le degré de précarité est très variable. Les crises les plus profondes se caractérisent par la remise en question de la convention principale : la croyance autovalidante en la valeur de la monnaie (chacun y croit tant que les autres y croient). D'autres conventions, telles que la confiance dans une vague d'expansion, peuvent être remises en question plus souvent. « Dans la pratique, nous sommes tacitement convenus, en règle générale, de nous en remettre à ce qui est en vérité une convention. L'essence de cette convention — bien que cela ne fonctionne pas aussi simplement — consiste à supposer que l'état actuel des affaires continuera indéfiniment à moins qu'on ait des raisons spécifiques d'attendre un changement » [TG, p. 152].

« Mais il ne faut pas s'étonner qu'une convention, si arbitraire par nature, ait ses points faibles. » En effet, « une évaluation conventionnelle, fruit de la psychologie de masse d'un grand nombre d'individus ignorants, est exposée à subir de violentes variations à la suite des revirements soudains que suscitent dans l'opinion certains facteurs dont l'influence sur le rendement escompté est faible. [...] Dans les périodes anormales notamment, lorsque l'hypothèse de la poursuite indéfinie de l'état des affaires devient moins plausible que d'habitude, alors même qu'il n'y a aucune raison manifeste d'anticiper un changement défini, le marché sera soumis à des vagues d'optimisme et de pessimisme qui, bien qu'irraisonnées, sont en un

sens légitimes puisqu'il n'existe aucune base solide pour effectuer un calcul raisonnable » [TG, p. 154].

Tout est dit : l'incertitude rend à la fois la convention nécessaire et fragile ; arbitraire puisqu'il n'y a pas de fondement rationnel pour le calcul, nécessaire malgré tout puisqu'il faut bien prendre des décisions, nécessairement fragile puisque arbitraire. On peut se représenter le système des conventions comme un réseau de digues : si les plus faibles cèdent, les effets destructeurs peuvent être contenus par les digues les plus solides et il est possible de les reconstruire ; en revanche, si les derniers remparts sont emportés, plus rien ne protège l'économie de l'incertitude radicale et des processus mimétiques qui l'emportent dans un tourbillon à la baisse... La monnaie est l'une de ces digues : « Notre désir de détenir de la monnaie en tant que réserve de valeur est un baromètre de notre degré de défiance envers nos propres calculs et conventions concernant l'avenir. Bien que ce sentiment à l'égard de la monnaie soit lui-même conventionnel et instinctif, il opère, si l'on peut dire, à un niveau plus profond de nos motivations. Il prend le relais quand des conventions plus précaires en viennent à vaciller » [TGE].

Tant que le long terme se trouve fixé par une convention — « l'état de la prévision à long terme est souvent assez stable » —, il est possible de se livrer à la spéculation à court terme. Voilà pourquoi on ne doit pas s'étonner outre mesure de voir les cours fluctuer au jour le jour en fonction « de considérations qui n'ont aucun rapport avec le rendement futur », comme le montre par exemple le fait « que les actions des sociétés américaines qui fabriquent de la glace se vendent plus cher en été qu'en hiver [...] ». C'est la règle du jeu, qui s'impose à tous parce que la spéculation à court terme rapporte plus d'argent : « Il ne serait pas sensé de payer 25 pour un investissement dont vous croyez que le rendement escompté justifie un cours valant 30 si vous croyez aussi que le marché l'évaluera à 20 trois mois plus tard » [TG, p. 125].

Investissement ou spéculation

L'horizon du spéculateur est court, voire très court. L'horizon de l'investisseur est beaucoup plus long. On se doute que, dans une économie où prédominent la spéculation et des critères d'évaluation des entreprises purement financiers, l'investissement se trouve menacé : « L'efficacité marginale du capital est déterminée, non par l'opinion la plus éclairée, mais par

l'évaluation du marché telle que la fait la psychologie de masse. » Keynes devait nous expliquer plus précisément comment la fluctuation des cours sur le marché financier, qui est essentiellement un marché secondaire, celui des titres émis dans le passé, peut avoir une incidence sur les décisions d'investissement à venir. Hélas, il ne nous fournit qu'une indication : « Il n'y a aucune raison de créer une nouvelle entreprise à un coût supérieur au coût occasionné par le rachat d'une entreprise similaire existant déjà, alors que l'on est incité à dépenser pour un nouveau projet une somme qui semble extravagante si l'on peut le revendre sur le marché financier en réalisant un gain immédiat » [TG, p. 151].

Se trouve ici énoncé un critère d'investissement qui correspond à ce que la littérature contemporaine dénomme le « q de Tobin » et que l'on illustre souvent par l'adage : « Inutile d'aller forer en mer du Nord si le pétrole revient moins cher à Wall Street. » Keynes ne prolonge toutefois pas dans cette direction.

Il s'intéresse à la déconnexion entre la spéculation, « l'activité qui consiste à prévoir la psychologie du marché » et l'entreprise, « l'activité qui consiste à prévoir le rendement des actifs sur leur durée de vie ». Par les plus-values à court terme qu'elle fait miroiter, puisqu'il est possible d'acheter et de revendre des titres à tout moment, l'existence de marchés financiers rend attractive la première, qui menace alors de proliférer au détriment de la seconde. Celle-ci, qui recherche seulement un revenu sur le long terme et non un gain rapide, requiert plus de compétence, de patience et de capitaux, sans être à l'abri de « revers désastreux ». Mais « la nature humaine exige de prompts succès » et « l'enrichissement rapide a une saveur particulière ». Par conséquent, le comportement spéculatif l'emporte sur les « placements éclairés », y compris lorsque les décisions sont prises par des « comités, des conseils ou des banques » et se déroule « une bataille entre les meilleurs intelligences pour anticiper la base de l'évaluation conventionnelle quelques mois à l'avance ». Dans ce jeu, le « gagnant est celui qui passe la main ni trop tôt ni trop tard, qui s'est défaussé du Mistigri au détriment de son voisin avant la fin de la partie ». D'où cette conclusion : « L'expérience ne prouve pas clairement que la politique de placement socialement la plus avantageuse coïncide avec celle qui rapporte le plus » [TG, p. 157].

Doit-on s'en inquiéter ? En temps normal, non : « Les spéculateurs peuvent être aussi inoffensifs que des bulles d'air dans un courant régulier d'entreprise. » « Mais la situation est

préoccupante si l'entreprise devient une bulle d'air dans le tourbillon spéculatif. Quand, dans un pays, l'accumulation du capital devient un sous-produit de l'activité d'un casino, elle s'effectue dans de mauvaises conditions. Si l'on admet que la fonction sociale d'une bourse des valeurs est d'orienter les nouveaux investissements vers les branches dont les rendements futurs sont les plus élevés, le genre de succès obtenu par Wall Street ne peut être revendiqué comme un triomphe éclatant du capitalisme de laissez-faire » [TG, p. 159].

Se manifeste ainsi l'ambivalence des marchés financiers : d'un côté, en tant qu'« institutionnalisation de l'illusion de la liquidité » [Dupuy, 1992], ils favorisent l'investissement ; de l'autre, en tant que foyer de spéculation, ils gaspillent de l'énergie, de l'intelligence et des capitaux qui seraient mieux utilisés ailleurs et ils sont périodiquement des facteurs de grande instabilité. Keynes va d'ailleurs jusqu'à préconiser « la création d'une lourde taxe d'État sur les transactions » afin d'atténuer « la prédominance de la spéculation sur l'entreprise ». Nous sommes en pleine actualité !

Hélas, on ne peut pas avoir la liquidité sans la spéculation. C'est le dilemme : « [...] Tant que les individus auront l'alternative d'employer leur richesse, soit à thésauriser ou à prêter de l'argent, soit à acheter des biens capitaux réels, on ne pourra rendre le second terme de l'alternative assez attrayant [...] qu'en organisant des marchés où ces biens puissent être aisément transformés en espèces » [TG, p. 160]. Et l'on retrouve ici cette préoccupation constante : il faut tout faire pour empêcher « les répercussions désastreuses, cumulatives et presque illimitées du fait que les personnes envahies par le doute peuvent s'abstenir de dépenser leur revenu d'une façon ou d'une autre » [TG, p. 161].

Quel degré d'instabilité ?

Le chapitre XII nous apprend que, dans une économie caractérisée par une incertitude non probabilisable, la coordination ne peut s'effectuer par la seule médiation du marché, mais passe par l'émergence et la stabilisation de conventions. Toutefois, il ne nous explique pas comment s'effectuent cette émergence — résultat de la polarisation d'un processus mimétique sur un même objet — et cette stabilisation — due au caractère autovalidant de la convergence des anticipations sur cet objet. De plus, la convention soutient ici le seul marché financier, sans que

soient élucidées les interactions entre la sphère réelle et la sphère financière (évoquées dans une phrase : « Une chute des actions produit un effet désastreux sur l'efficacité marginale du capital »), ni que soient envisagées les conventions encadrant le fonctionnement d'autres marchés, des biens ou du travail [Salais, 1989]. Toutes ces questions sont désormais approfondies par les conventionnalistes [Orléan, 1994].

L'un des fils qui relie leur recherche au chapitre XII est un passage célèbre sur la spéculation, que Keynes compare « à ces concours organisés par les journaux où les participants ont à choisir les six plus jolis visages parmi une centaine de photographies, le prix étant attribué à celui dont le choix se rapproche le plus de la sélection moyenne de l'ensemble des compétiteurs ; de telle sorte que chaque compétiteur doit choisir, non pas les visages qu'il juge lui-même les plus jolis, mais ceux qu'il estime les plus propres à obtenir le suffrage de ses concurrents, lesquels se représentent tous le problème de la même façon. Il ne s'agit pas de choisir les visages que l'on juge comme étant réellement les plus jolis, ni même ceux que l'opinion moyenne considère sincèrement comme tels. Nous avons atteint le troisième degré quand nous employons notre intelligence à anticiper ce que l'opinion moyenne estimera devoir être l'opinion moyenne. Et il y a des personnes, croyons-nous, qui vont jusqu'au quatrième ou cinquième degré, voire plus » [TG, p. 156]. La spéculation apparaît donc comme un jeu autoréférentiel, jeu dans lequel la norme qui sert à évaluer les stratégies individuelles n'est pas extérieure au jeu, comme le serait un règlement, mais un produit du jeu lui-même. Cette norme est l'opinion : à la fois ce par rapport à quoi les agents cherchent à se déterminer, et la résultante de leurs choix.

Personne n'échappe au jeu : quand le professionnel le plus expérimenté en vient à dénouer sa position, il doit accepter les conditions du marché, lesquelles dépendent de l'opinion moyenne à ce moment-là. Comme les autres, il doit anticiper ce que sera cette opinion moyenne et non ce que devraient valoir les titres qu'il possède en fonction de critères apparemment plus « objectifs » (ce que l'on appelle les « fondamentaux »). Tous cherchent par conséquent à anticiper cette opinion moyenne qui résultera de leurs anticipations. Ce jeu spéculaire produit l'illusion de l'objectivité dès lors que les regards convergent sur un même objet (il suffit d'une rumeur...). Les comportements mimétiques, qui ne sont pas irrationnels en situation d'incertitude radicale, sont les vecteurs de cette polarisation. Il y

a donc autovalidation des croyances, prophétie autoréalisatrice. Il suffit que tous les opérateurs sur le marché croient en l'existence d'une corrélation entre l'apparition de taches solaires et la fluctuation des cours pour qu'elle se vérifie.

Nous retrouvons cette configuration à des moments stratégiques de l'argumentation keynésienne : 1) au niveau agrégé, la demande effective apparaissait déjà comme le résultat d'un jeu d'anticipations croisées, chaque entrepreneur s'efforçant d'anticiper les décisions des autres puisque ses débouchés en dépendaient ; 2) l'« état de la confiance », le « climat des affaires », l'« état du crédit », sont des facteurs qui déterminent l'efficacité marginale du capital, donc l'investissement ; or il s'agit là aussi d'un processus autoréférentiel puisque chacun se réfère à un état de la confiance qui résulte du degré de confiance de chacun... ; 3) dès les années 1920, en situation de déflation, Keynes avait insisté sur le fait qu'« une crainte générale d'une baisse des prix peut bloquer le processus de production complètement » ; « toute anticipation du mouvement des prix, si elle est adoptée par un grand nombre d'agents, tend à être cumulative dans ses effets » [CW, IV, p. 33-34] ; 4) enfin, *last but not least*, « le taux de l'intérêt est au plus haut degré un phénomène conventionnel plutôt que psychologique. Car sa valeur effective dépend dans une large mesure de sa valeur future telle que l'opinion dominante la prévoit. N'importe quel taux d'intérêt que l'on accepte avec une conviction suffisamment forte quant à ses chances de durer, durera effectivement » [TG, p. 203].

Keynes se préoccupe avant tout de l'enlèvement de l'économie dans une situation de sous-emploi durable. Or, cet enlèvement s'explique par l'autovalidation d'anticipations pessimistes. L'essentiel du schéma keynésien vise à expliquer cette situation, à montrer qu'elle tend à se reproduire d'elle-même et non à se résorber par des mécanismes de marché rééquilibrants.

Vers l'économie monétaire de production

Par opposition à l'économie d'échanges réels des classiques, l'économie monétaire de production est mise en mouvement par les décisions prises par les entrepreneurs en fonction de leurs anticipations de profit. Mais ces entrepreneurs ont besoin de monnaie pour financer leur activité. Ils la demandent aux banques, qui la créent en contrepartie des crédits accordés. Ce financement monétaire de la production semble correspondre à

ce que Keynes appelle, dans plusieurs articles postérieurs à la *Théorie générale*, le « motif de financement » (voir encadré). Toutefois, la définition de ce motif demeure très restrictive parce que la référence implicite n'est pas une économie d'endettement (prédominance du financement par le crédit bancaire), mais une économie de marchés financiers (prédominance du financement direct sur le marché des titres ; voir de Boissieu [1985]).

À leur passif les banques inscrivent les sommes de monnaie correspondant aux crédits accordés aux agents non bancaires ; à leur actif, elles portent les créances qu'elles détiennent désormais sur ces mêmes agents. Parmi ceux-ci, on trouve en premier lieu les entreprises, car sans monnaie, pas de salaires, donc pas de travailleurs, pas d'achats de matières premières, etc. La monnaie n'est pas seulement la condition de l'échange marchand, elle est d'abord la condition de la production. Voilà tout simplement ce que signifie économie monétaire de production : il faut de la monnaie pour produire (et c'est en ce sens que la monnaie est un « facteur réel »). Les banques créent de la monnaie pour les entreprises (flux F), qui s'empressent de la dépenser, notamment en versant des salaires aux ménages (flux W). Normalement, ces dépenses sont productives. Et c'est la production de biens et de services qui justifiera *ex post* que cette monnaie ait été créée *ex ante*. La preuve : la valeur de la monnaie est déterminée par son pouvoir d'achat sur les biens et services produits, qui sont donc sa contrepartie réelle. La monnaie créée est une anticipation de la production à venir (en ce sens, la monnaie de crédit finance la croissance économique) ; si cette production correspond à une demande sociale, donc si elle est vendue, la monnaie sera validée (la production aussi) ; si la production est inférieure en volume ou en qualité à ce qui était anticipé au moment de la création monétaire, une partie de la monnaie sera dévalorisée, puisque sans contrepartie réelle (inflation), et les banques non remboursées essuieront des pertes. La monnaie a de la valeur en tant que droit à valoir sur la production. Ce principe trouve son expression la plus nette dans les salaires : la monnaie versée aux salariés a pour contrepartie la production de ces mêmes salariés ; en la dépensant ils réaliseront les droits ainsi acquis (droits incertains du fait de l'inflation, droit limités du fait du profit, comme nous le verrons *infra*).

En intégrant le financement monétaire de la production par les banques, le circuit constitue le cadre théorique à l'intérieur duquel le principe de la demande effective prend toute son extension. Jusqu'alors, nous avons insisté sur le rôle stratégique

Le finance motive

Dans les articles postérieurs à la *Théorie générale*, de 1937 à 1939, Keynes introduit un nouveau motif de demande de monnaie : le motif de financement. « Appelons finance cette avance provisionnelle de monnaie [*advance provision of cash*] requise par les décisions courantes d'investir. La finance pour l'investissement, en ce sens-là, n'est évidemment qu'un cas particulier de la finance requise par tout processus de production » [CW, XIV, p. 208]. Le « terme de finance désigne le crédit nécessaire dans l'intervalle qui sépare la programmation de l'investissement de son exécution » ; cette « finance est essentiellement un fonds de roulement (*revolving fund*). Elle ne mobilise aucune épargne » [CW, XIV, p. 219].

Ces éléments de définition, assez énigmatiques, témoignent de la tension entre projet pragmatique et projet radical. Alors que l'on attendait l'introduction du financement monétaire de la production par le crédit bancaire, Keynes évoque seulement l'octroi aux entreprises d'une ligne de crédit qu'elles s'empresse-raient... de ne pas utiliser (*unused overdrafts*) ou l'existence de simples « engagements à financer » (*financial*

commitments) ; finalement il parle d'un « simple jeu d'écritures » (*book-keeping transaction*). La déception est d'autant plus grande qu'il pouvait renouer, sur ce plan, avec le *Traité*, dans lequel les banques répondaient à la demande de crédit en créant de la monnaie.

Risquons une explication : l'endogénéisation de l'offre de monnaie conduirait à perdre le mécanisme de détermination du taux d'intérêt par le marché de la monnaie. En effet, dans ce cas, l'offre et la demande ne sont plus indépendantes : dès lors que les banques ont accepté d'accorder les crédits, la monnaie demandée est créée en contrepartie. Le raisonnement antérieur, fondé sur une hypothèse de rareté artificielle de la monnaie (le taux d'intérêt étant en quelque sorte le prix de cette rareté), ne vaudrait plus. Il faudrait construire une théorie alternative du taux d'intérêt, par exemple en le considérant comme un prix fixé par l'offreur dans un cadre de concurrence imparfaite, les banques appliquant un coefficient de marge à leur coût de refinancement, ou comme un prix administré par le système bancaire dans un cadre d'économie d'endettement, la banque centrale refinançant les banques sans restriction pour un taux d'intérêt donné.

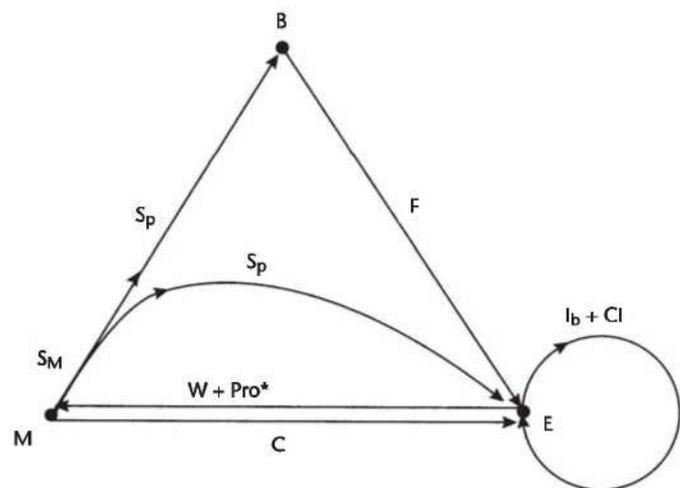
des entreprises. Maintenant, il apparaît que les décisions des entreprises doivent être « ratifiées » par les banques pour devenir effectives. Les anticipations des deux agents doivent s'accorder : tout particulièrement celles dont dépend l'évaluation de la rentabilité des projets d'investissement, car la capacité des entreprises à payer les intérêts au-delà du remboursement de la monnaie empruntée dépend de leur capacité à réaliser un certain taux de profit. Plus le taux d'intérêt est élevé et plus le taux de profit anticipé devra lui-même être élevé, avec un risque évident de prophéties autoréalisatrices : il y aura moins de projets

retenus, moins de crédits, donc moins de production et d'emploi, etc.

Le principe de la demande effective conjugue tous ces aspects : il relie le niveau de l'emploi aux anticipations des entreprises et des banques ; ces anticipations ne portent pas seulement sur le niveau de la demande solvable mais aussi sur le taux de profit, le taux d'intérêt intervenant également comme critère de décision. Si l'on distinguait, au sein du système bancaire, entre banque centrale et banques de second rang, on pourrait également faire intervenir, comme autre critère important, le degré de préférence pour la liquidité de celles-ci. Prenons l'exemple d'une crise financière : les banques sont incitées à réduire brutalement le montant de leurs crédits (*credit crunch*), par crainte de basculer dans l'illiquidité, attitude individuellement rationnelle mais collectivement suicidaire si la banque centrale ne prend pas alors l'initiative de leur apporter ces liquidités qui leur font défaut.

Le circuit est ouvert par un ensemble de paris car l'économie est un processus qui se déroule dans un temps irréversible : les succès sont sanctionnés par des profits, les échecs par des faillites, mais on ne revient pas en arrière ! Pour savoir si ces paris se dénoueront de façon heureuse (les entreprises font du profit et paient des intérêts) ou malheureuse (les entreprises ne parviennent pas à rembourser) il faut suivre le parcours de la monnaie. Les flux représentés sont nets (= flux bruts moins remboursements) ; ils correspondent donc au solde de flux de sens opposés (les entreprises reçoivent des crédits, mais elles effectuent aussi des remboursements ; de même les ménages reçoivent des crédits, mais leur épargne est plus importante) ; ils vont des banques aux entreprises dès lors que celles-ci enregistrent un besoin de financement et des ménages vers les banques dès lors que ceux-là enregistrent une capacité de financement [Poulon, 1998].

La boucle au pôle entreprises s'explique par les relations internes à ce pôle : les entreprises s'achètent et se vendent des biens intermédiaires, des biens de production durables ; d'où le flux Ib, comme investissement brut (achats de biens de production durables, y compris l'investissement de remplacement) et le flux CI, pour les consommations intermédiaires (achats de biens intermédiaires). Conformément au schéma keynésien, on observe que l'épargne des ménages (S_M) est une non-consommation immédiate dont l'effet est un manque à gagner pour les entreprises : parce qu'une partie de la monnaie transférée aux ménages ne reflue pas, elles ne peuvent rembourser tous les



crédits accordés par les banques. Ici, ce n'est donc pas parce que les ménages épargnent que les entreprises peuvent se financer, c'est au contraire parce qu'ils ne consomment pas assez qu'elles se retrouvent durablement endettées (dans les comptes des banques, la contrepartie exacte de cet endettement des entreprises est formée par l'épargne thésaurisée des ménages). Ce schéma permet de comprendre la critique de la notion d'épargne *ex ante* : l'épargne des ménages ferme le circuit, elle dépend de leur revenu, qui dépend des décisions antérieures des entreprises ; elle n'est donc qu'une variable seconde, dépendante. Il permet aussi de comprendre l'opposition de Keynes à ceux qui, comme Hayek, interprétaient la crise comme l'effet d'une insuffisance d'épargne. Cette épargne des ménages se partage en épargne placée et épargne thésaurisée : $S_M = S_p + S_T$. *Via* le marché financier, ou l'activité des intermédiaires financiers, les entreprises « récupèrent » la monnaie correspondant à l'épargne placée et peuvent l'utiliser pour rembourser une partie de leurs dettes auprès des banques ; dans ce cas, elles se retrouvent endettées vis-à-vis des ménages (obligations), ou sous leur contrôle (actions), ce qui les contraint à leur distribuer une partie du profit réalisé (sous forme d'intérêts ou de dividendes : flux Pro^*).

Il convient par conséquent, en suivant Graziani [1987], de distinguer le financement initial à l'ouverture du circuit, par le

crédit bancaire, du financement final à la fermeture, par le marché ou les intermédiaires financiers (pour simplifier, car les banques interviennent sur le marché...). L'arbitrage effectué par les ménages entre la thésaurisation et le placement, en fonction de leur préférence pour la liquidité, s'effectue aussi à la fermeture. Cet « éclatement » du financement pose le problème de la détermination du taux d'intérêt : si le circuit s'inscrit dans le temps historique, irréversible, alors les banques ne peuvent attendre, à l'ouverture, pour fixer le taux d'intérêt sur leurs crédits aux entreprises, de connaître le taux d'intérêt déterminé, par la préférence pour la liquidité, à la fermeture... De ce point de vue, le circuit ne nous aide pas à progresser dans l'analyse.

Tout circuit qui se respecte doit être fermé. Celui de la monnaie doit, logiquement, l'être par le remboursement des crédits, donc par la destruction de la monnaie créée à son ouverture (respect par les entreprises de la contrainte monétaire qui pèse sur elles). Celui du revenu l'est par le « retour » de la monnaie dans les banques sous la forme de l'épargne thésaurisée des ménages. Dans le compte des banques, cette épargne thésaurisée (au passif) est de même montant que les prêts non remboursés (F , à l'actif) ; lui correspond également une variation de stocks chez les entreprises (des marchandises n'ont pas été vendues parce qu'une partie du revenu a été thésaurisée au lieu d'être consommée). Il reste à résoudre une énigme : où est le profit dans ce schéma ? En effet, les banques ne réclament pas seulement un remboursement, mais aussi le versement d'un intérêt. Et les ménages qui possèdent le capital des entreprises réclament des dividendes. Or, sans profit, pas d'intérêt, ni de dividendes...

Et le profit ?

En 1933, alors qu'il cherche à distinguer l'économie d'échanges réels des classiques de ce qu'il appelle alors « l'économie d'entrepreneur », Keynes cite comme étant une bonne représentation du fonctionnement de cette dernière la célèbre formule de Marx : $A - M - A'$! Dans le monde irréel des économistes, chacun veut « échanger des marchandises M contre de la monnaie A pour obtenir d'autres marchandises M » ($M - A - M$), mais dans le monde réel des affaires, il s'agit d'« échanger de la monnaie A contre des marchandises M (ou du travail) pour obtenir plus de monnaie A' », avec $A' > A$ [CW, xxix, p. 81]. Cette concession rarissime à Marx s'arrête là : le profit, défini par Keynes comme la différence entre deux flux

monétaires (recettes moins dépenses), est le but poursuivi par les entrepreneurs quand ils produisent et embauchent. Il reste alors à expliquer son origine...

Dans un passage étonnant du chapitre XVI de la *Théorie générale*, Keynes lève un coin du voile : « Au lieu de dire du capital qu'il est productif, il est, de beaucoup, préférable de dire qu'il fournit au cours de sa durée de vie un rendement supérieur à son coût originel. Car la seule raison pour laquelle on peut attendre d'un actif qu'il procure, au cours de son existence, des services dont la valeur agrégée soit supérieure à son prix d'offre initial, c'est qu'il est rare. » Keynes reprendrait-il à son compte la critique marxiste du fétichisme du capital ? Presque : « Je soutiens, par conséquent, la doctrine préclassique selon laquelle toute chose est produite par le travail, avec l'aide de ce que l'on appelait autrefois l'art et que l'on nomme aujourd'hui la technique, avec l'aide des ressources naturelles, qui sont libres ou grevées d'une rente selon qu'elles sont abondantes ou rares, avec l'aide enfin des résultats du travail passé, incorporés dans les biens capitaux, qui rapportent aussi un prix variable selon leur rareté ou leur abondance. Il est préférable de considérer le travail, y compris bien entendu les services personnels de l'entrepreneur et de ses assistants, comme le seul facteur de production ; la technique, les ressources naturelles, l'équipement en capital et la demande effective constituant le cadre déterminé ou ce facteur opère » [TG, p. 213]. Il s'ensuit que l'intérêt ne récompense « aucun sacrifice véritable non plus que la rente du sol. Le détenteur de capital peut obtenir un intérêt parce que le capital est rare, de même que le détenteur du sol peut obtenir une rente parce que le sol est rare. Mais, tandis que la rareté du sol peut s'expliquer par des raisons intrinsèques, il n'y a pas de raisons intrinsèques qui expliquent la rareté du capital » [TG, p. 376].

Si le travail est le seul facteur de production, il en résulte : 1) que le taux d'intérêt ne peut être déterminé par la productivité marginale du capital, comme dans la théorie classique, ce que nous savons déjà ; 2) que le profit ne peut pas non plus s'expliquer par la productivité du capital, mais Keynes ne nous propose pas de théorie alternative. Il pourrait relier le profit à l'activité de l'entrepreneur, donc à l'incertitude, mais on en reviendrait à une explication du profit d'aubaine (*windfall profit*), acceptable au niveau microéconomique, mais peu satisfaisante au niveau macroéconomique : les profits de ceux qui ont eu rétrospectivement raison de produire des maillots de bain rouges ont pour contrepartie les pertes de ceux qui avaient choisi de produire des

maillots de bain noirs (l'été où c'est le rouge qui a été à la mode !). Les hypothèses citées imposent de concevoir le profit comme un revenu de capture sur le produit du travail. Sous quelle condition un tel revenu peut-il se former ?

La réponse à cette question est exposée clairement par Michal Kalecki [1971]. Mais on peut la trouver chez Keynes, comme le montre ce résumé du *Traité*, qu'il propose à ses auditeurs des *Harris Lectures* (1931) : « Les entrepreneurs paient en salaires, rentes et intérêts, aux facteurs de production, des sommes qui forment leurs coûts de production. Certains de ces entrepreneurs produisent des biens de production, les autres des biens de consommation. Les sommes versées, correspondant aux coûts de production, représentent le revenu total des individus qui possèdent les facteurs de production. Ces individus consacrent une partie de ce revenu à l'achat de biens de consommation ; l'autre partie, leur épargne, ils la placent dans le système financier (dépôts en banque, achats de titres, etc.) [...]. Au même moment le système financier permet à d'autres personnes de commander et de payer différentes sortes de biens de production (bâtiments, machines, équipements, etc.) [...]. Ces dépenses-ci correspondent à la valeur de l'investissement courant. Par conséquent, deux courants de monnaie refluent vers les entrepreneurs ; les dépenses de consommation et les dépenses d'investissement [...]. Or la profitabilité des entreprises ne dépend que de la différence entre leurs recettes et leurs coûts de production [...]. Les coûts de production des entrepreneurs sont égaux aux revenus des ménages [*public*]. Les revenus des ménages sont égaux au total de ce qu'ils dépensent et de ce qu'ils épargnent. Les recettes de l'ensemble des entrepreneurs sont égales au total de la consommation des ménages et de l'investissement courant permis par le système financier. De ce fait, les coûts des entrepreneurs sont égaux à la somme de la consommation et de l'épargne des ménages, alors que leurs recettes sont égales à la somme de la consommation des ménages et de l'investissement courant. Par conséquent, lorsque la valeur de l'investissement est supérieure à l'épargne des ménages, les recettes des entrepreneurs sont supérieures à leurs coûts, de telle sorte qu'ils réalisent un profit ; quand la valeur de l'investissement est inférieure à l'épargne des ménages, les recettes des entrepreneurs sont inférieures à leurs coûts, de telle sorte qu'ils subissent des pertes. [...] L'ensemble du raisonnement peut être résumé en disant que l'expansion est impulsée par un excès de l'investissement sur l'épargne des ménages et la récession provoquée par un excès de l'épargne sur

l'investissement. [...] Et, rien, de toute évidence, ne peut contribuer à restaurer l'emploi qui ne contribue pas d'abord à restaurer les profits. Or, rien ne peut restaurer les profits, qui ne viennent d'abord restaurer le volume de l'investissement [...] » [CW, XIII, p. 352]. Résumons ce résumé : $Pro = I - S_M$.

Kalecki, qui raisonnait à partir de catégories marxistes, concluait un raisonnement semblable : « Les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent. » Pour une entreprise isolée, c'est le profit qui finance l'investissement, mais pour l'ensemble des entreprises, c'est l'investissement qui permet la réalisation du profit. Dans le *Traité* [CW, v, p. 125], Keynes avait eu recours à la métaphore biblique de la jarre de la veuve (qui peut y puiser de l'huile sans que le niveau diminue jamais), pour illustrer un raisonnement similaire : lorsque les entrepreneurs consacrent une part de leurs profits à augmenter leur consommation ils récupèrent cette part immédiatement, au niveau macroéconomique, sous la forme des profits réalisés à l'occasion de la vente des biens de consommation correspondants. Afin que le processus s'enclenche, il faut que des entreprises commencent à dépenser sans rien gagner, ce qui n'est possible que si elles bénéficient de crédits bancaires, source de création monétaire (ensuite cette monnaie circule entre les entreprises, les dépenses des unes réalisant les profits des autres ; une illustration est fournie par Herland [1991]).

Le principe de Kalecki n'implique pas que la vente de moyens de production soit la seule façon de réaliser du profit... Il signifie qu'un certain niveau d'investissement est la condition macroéconomique de réalisation des profits, condition qui vaut par conséquent aussi pour les entreprises du secteur des biens de consommation. On retrouve ici le principe keynésien selon lequel la production d'un certain volume de biens de consommation ne sera rentable que si elle s'accompagne de la production d'un certain volume de biens d'investissement, la relation entre les deux étant mesurée par le multiplicateur. Le principe de Kalecki n'implique pas non plus que les capitalistes pourraient réaliser tous les profits de leurs rêves à la seule condition de dépenser le montant requis en achats de biens d'investissement ! Pour une série de raisons simples : le stock de ces biens n'est pas indéfiniment extensible ; son augmentation requiert des salariés supplémentaires, donc la production de biens de consommation supplémentaires ; la variation du taux de partage de la valeur ajoutée entre les capitalistes et les salariés (dont un indicateur est le taux de marge) dépend de l'évolution du rapport de forces entre classes (intervient ici le taux de chômage).

Si l'on élargit le modèle en y introduisant l'État et en ouvrant l'économie sur l'extérieur, apparaissent deux sources supplémentaires de profit, c'est-à-dire de dépenses qui ne soient pas, du point de vue des entreprises, de simples reflux : le déficit budgétaire, si son financement est monétaire, et l'excédent de la balance des transactions courantes. En effet, dans un cas, cela signifie que les dépenses excèdent les prélèvements (si le déficit est financé par l'emprunt, il n'y aura en revanche qu'un transfert de dépenses, l'État dépensant à la place des agents prêteurs) et dans l'autre que les non-résidents achètent plus chez nous, que nous chez eux (les profits supplémentaires dans un pays ayant pour contrepartie des pertes dans un autre...). On peut ainsi expliquer pourquoi, au cours de périodes exceptionnelles, les entreprises parviennent à dégager une capacité de financement (ce qui signifie que leur épargne est supérieure à leur investissement) : parce qu'existent un déficit budgétaire et/ou un excédent extérieur [voir Bousseyrol, 2000]...

Au total, ce circuit, bien que rudimentaire, vient plutôt conforter une analyse keynésienne qui préconise le recours aux politiques monétaire et budgétaire pour soutenir l'activité.

Les limites de l'analyse circuitiste

Bien qu'elle permette de comprendre assez bien les dynamiques expansionnistes (anticipations optimistes, donc investissement, donc profit, donc optimisme, donc investissement, croissance et emploi, etc.) ou récessionnistes (anticipations pessimistes, donc...), cette analyse ne permet pas de comprendre les retournements (ce que l'on appelle, au sens strict, les crises). Pour aller plus loin, il faudrait étudier les autres déterminants du taux de profit (notamment l'efficacité du processus de production, l'organisation du travail, et la lutte pour le partage de la valeur ajoutée). Le circuit keynésien risque également de donner l'illusion d'une toute-puissance : le crédit qui finance l'investissement *ex nihilo* affranchit les entreprises de la contrainte d'épargne préalable et crée en contrepartie la monnaie qui va circuler dans l'économie, procurant le pouvoir d'acheter la production supplémentaire ; il n'y aurait donc plus d'autre limite que l'humeur d'entrepreneurs dont les prophéties sont autoréalisatrices. L'histoire économique a montré que c'était un peu moins simple que cela ! Si de la monnaie est créée sans véritable contrepartie (ressources gaspillées, production inadaptée à la demande, investissements non rentables, etc.), il

I = S, à nouveau

L'équation $Pro = I - S_M$ permet de revenir sur l'égalité nécessaire $I = S$. Dans le *Traité*, Keynes faisait de l'écart entre l'investissement et l'épargne un facteur explicatif majeur, puisqu'il rendait compte à la fois du profit (le profit d'aubaine, ou les pertes, sont égaux à $I - S$), de l'inflation ($I > S$ traduit un excès de la demande globale sur l'offre, dû notamment à une forte consommation, qui est résorbé par la hausse des prix), de la déflation (si $S > I$, l'excès d'épargne induit une baisse des prix) et du cycle : la propension à épargner étant relativement stable, ce sont les fluctuations de l'investissement qui rompent l'égalité $I = S$ et expliquent le cycle ; ces fluctuations s'expliquent à leur tour par celles du taux d'intérêt du marché, selon qu'il est supérieur ou inférieur au taux d'intérêt naturel (ce dernier étant le taux d'intérêt qui équilibre tendanciellement l'épargne et l'investissement) ; cette théorie du cycle s'inspire de celle de Wicksell. Comme l'a montré Frédéric Poulon [1989], le raisonnement était faussé par une définition inadéquate du revenu et de l'épargne : il ne s'agissait pas de l'épargne totale S , comme

la formulation de Keynes le laissait penser, mais de la seule épargne des ménages S_M . Si l'on effectue la correction appelée par cette erreur, en remplaçant le S de Keynes par S_M , alors le profit des entreprises est égal à $I - S_M$, comme nous venons de le voir. Or, ce profit, s'il n'est pas distribué et sert à l'autofinancement des investissements, est aussi l'épargne des entreprises, $Pro = S_E$, qui vient s'ajouter à l'épargne des ménages pour former l'épargne totale : $S_E = I - S_M$ et $S = S_M + S_E$. Il en résulte que $I = S$, équation que l'on peut interpréter comme une identité puisqu'elle dérive de définitions. Ce résultat montre que ce n'est pas l'égalité, nécessaire ou non, entre l'investissement et l'épargne qui importe, mais, d'une part, le niveau de l'investissement, relativement à celui de l'épargne des ménages, et, d'autre part, la structure de l'épargne, sa répartition entre ménages et entreprises. L'enjeu sous-jacent est le montant de profit réalisé, lequel détermine les décisions de production et d'emploi des entreprises. L'accent mis, dans la *Théorie générale*, sur l'identité au détriment de la structure, présente l'inconvénient de masquer cette présence sous-jacente, et pourtant décisive, du profit.

y aura probablement de l'inflation (qui sanctionnera la dévalorisation de la monnaie créée). À petite dose, pourquoi pas, d'autant que l'inflation allège les dettes et que, parmi les débiteurs, se trouvent les agents dynamiques de l'économie (les jeunes actifs et les entreprises), mais l'expérience montre qu'elle a tendance à se nourrir d'elle-même, par le jeu des anticipations, jusqu'au dérapage vers l'hyperinflation (qui, elle, est mortelle pour une économie de marché). La monnaie ne peut pas tout : il faut que l'économie réelle suive. L'économie est, certes, monétaire, mais, par le calcul, les agents recherchent le « réel ». Ainsi les prix et les contrats sont-ils libellés en unités monétaires mais pour atteindre des cibles réelles. Finalement, toute la

Quel facteur de crise ?

Le profit étant à la fois le but et le moyen de l'accumulation du capital, il est logique de faire de son évolution l'indicateur de l'état de santé d'une économie capitaliste. Si l'on suit l'interprétation circuitiste de Frédéric Poulon [2000], la condition de crise est donnée par l'inégalité $I - S < 0$. Cette inégalité peut résulter :

- d'un excès d'épargne, lui-même dû à une insuffisance de la consommation ou à une augmentation de la préférence pour la liquidité ; mais Keynes suppose que la propension à consommer est stable, et la préférence pour la liquidité agit sur le taux d'intérêt, dont le niveau de l'épargne ne dépend pas ;

- d'une insuffisance de l'investissement, due à une « brusque chute de l'efficacité marginale du capital » [CW, VII, p. 315-316]. Mais comment expliquer celle-ci ? Par des anticipations pessimistes, à condition toutefois d'expliquer aussi le retournement des anticipations. Poulon préfère rechercher une explication du côté de l'obsolescence du capital. La perte de valeur du stock de capital fixe résulte de son usure physique, en général prévisible, mais aussi de son obsolescence, difficile à anticiper parce qu'elle est la conséquence de la mise en œuvre par les entreprises concurrentes d'équipements plus récents, supposés plus efficaces. Si le I de la condition $I - S$ est l'investissement net ($I_{net} = I_{brut} - \text{amortissement}$, lequel mesure la perte de valeur du capital fixe), alors, pour un niveau donné d'investissement brut, il se trouve

réduit par une accélération de l'obsolescence du capital, c'est-à-dire par une dévalorisation imprévue résultant de son vieillissement prématuré, liée, dans un contexte de progrès technique rapide, à une exacerbation de la concurrence. La solution consisterait donc à contenir la concurrence dans certaines limites, notamment la concurrence extérieure : cela permettrait de comprendre pourquoi Keynes s'est, en plusieurs occasions, déclaré favorable à des mesures protectionnistes (et pourquoi il est favorable à une socialisation de l'investissement).

Mais cette analyse soulève des objections :

- les pertes des entreprises qui ne récupèrent pas complètement l'investissement passé dans des équipements devenus obsolètes peuvent être compensées par les gains des entreprises qui investissent dans les équipements de la nouvelle génération ;

- une accélération de l'obsolescence ayant un impact au niveau macroéconomique implique nécessairement un flux d'investissement brut important (achat massif des nouveaux équipements), auquel correspond, selon la relation de Kalecki, un profit brut lui aussi important ;

- de ce fait, il conviendrait plutôt de se tourner du côté d'un surinvestissement, phénomène classique à la fin d'une phase d'expansion portée par une vague d'innovations, ou du côté de ce que les marxistes appellent la suraccumulation du capital ; dans les deux cas, ce sont l'efficacité « réelle » de l'investissement, ses effets sur la productivité globale qui importent, donc des variables qui n'apparaissent pas dans le circuit keynésien.

difficulté consiste à contrôler la dynamique de l'économie en évitant les dérapages inflationnistes (état de surliquidité) et les contractions déflationnistes (état de sous-liquidité). Mais c'est aussi ce qui fait de la politique économique un art...

VI / Éléments de politique économique

Dès ses premières publications, Keynes se préoccupe du partage entre les *agenda* de l'État — ce qui relève de sa responsabilité — et les *non-agenda* — les domaines où son intervention n'est pas justifiée. Confronté, dès les années 1920, à une situation de crise endémique, il recherche, entre la nostalgie de l'ordre libéral d'avant guerre, rétrospectivement mythifié par l'orthodoxie, et la radicalisation socialiste, une voie de sortie qui préserve ce que Karl Popper appellera la « société ouverte ». Ne croyant pas à l'issue heureuse d'un laissez-faire qui s'en remettrait à un marché dont l'ampleur de la dépression révèle les limites, refusant l'abdication du pouvoir politique que cette idéologie du renoncement implique, Keynes est convaincu de la nécessité d'agir « ici et maintenant ». C'est la signification du célèbre « à long terme, nous sommes tous morts », phrase du *Tract on Monetary Reform* qui vise, au-delà des quantitativistes, tous ceux qui préconisent d'attendre patiemment que les forces du marché rétablissent l'équilibre.

L'interventionnisme keynésien est orienté par un principe de subsidiarité non dogmatique : « Les *agenda* de l'État les plus importants ne sont pas les fonctions qui sont déjà remplies de manière privée mais celles qui ne le sont pas, et les décisions qui ne seront prises par personne si l'État ne les prend pas » [Keynes, 1999]. Cette attention pragmatique portée au contexte explique pourquoi les interlocuteurs de Keynes étaient souvent déstabilisés par l'évolution de sa pensée (comme le rappelle Hicks : « On ne savait jamais ce qu'il allait dire ensuite »). Si l'on excepte ce critère d'interventionnisme subsidiaire, et quelques principes majeurs que nous allons présenter, il n'est donc pas possible de dire *a priori* d'une politique économique qu'elle est strictement keynésienne. D'ailleurs, Keynes n'exerça presque aucune

influence sur les politiques de son temps, parfois rétrospectivement qualifiées, à tort, de keynésiennes. On cite fréquemment à ce propos l'anecdote de l'entrevue, en juin 1934, avec Roosevelt, lequel avoua ensuite n'avoir rien compris au discours de son brillant interlocuteur ! Il faudrait plutôt se tourner vers la Suède, mais ce serait alors pour y découvrir l'influence de Myrdal. Et l'on n'avait pas attendu les années 1930 pour comprendre qu'une politique de grands travaux créait des emplois...

Il ne faut pas oublier non plus que les politiques contracycliques de l'après-guerre, étiquetées keynésiennes, furent justifiées par une vulgate dont on ne sait bien sûr pas ce que l'auteur de la *Théorie générale* en aurait pensé, sans même parler de l'amalgame fréquent entre les conséquences de M. Keynes et celles de M.... Beveridge (ou de Colbert !). Tout cela paraît d'autant plus difficile à démêler que le contexte n'était alors plus le même : la croissance et le quasi-plein emploi de l'après-guerre et non la dépression et le chômage de l'entre-deux-guerres. C'est d'ailleurs tout le problème du sens de la causalité entre l'efficacité des politiques keynésiennes et la croissance des « trente glorieuses » : laquelle explique l'autre ? [Cohen, 1994]. Nous allons nous en tenir à l'énoncé de quelques principes majeurs, à la fois récurrents dans l'œuvre, et qui s'avèrent toujours d'actualité.

Contre la déflation

Inflation ou déflation ? Certes, nous dit Keynes, « il n'est pas nécessaire de choisir entre ces deux démons ». Mais il n'y a pas pour autant symétrie : « tandis qu'une inflation de la demande effective au-delà du montant qui correspond au plein emploi agit seulement sur les prix, une déflation de ladite demande en deçà de ce montant fait baisser tout à la fois le volume de l'emploi et le montant des prix » [TG, p. 291]. Par conséquent, « des deux, la déflation est peut-être la pire, si l'on fait abstraction des inflations extraordinaires comme celle d'Allemagne, parce qu'il est plus grave dans un monde appauvri de provoquer le chômage que de frustrer le rentier dans ses espoirs » [Tract]. Pourquoi cette asymétrie ? Parce que les salariés peuvent refuser de travailler plus si le salaire offert leur paraît insuffisant, alors qu'ils ne peuvent pas contraindre les entreprises à les embaucher si le salaire offert leur paraît suffisant : « La main-d'œuvre

est toujours en mesure de refuser un supplément d'emploi qui ferait baisser le salaire réel au-dessous de la désutilité marginale du travail, alors qu'elle n'a pas le pouvoir de se faire offrir assez d'emploi pour empêcher le salaire réel de rester au-dessus de la désutilité marginale du travail » [TG, p. 291]. Plus généralement, l'asymétrie caractérise le degré d'élasticité des prix en réponse aux variations de l'offre et de la demande : les prix sont flexibles à la hausse, parce que les facteurs de production n'ont évidemment pas intérêt à s'opposer à une hausse de leur rémunération nominale, alors qu'ils ont tendance à être plus visqueux à la baisse, parce que ces mêmes facteurs s'efforcent de résister à une amputation de cette rémunération. Il s'ensuit qu'avec la déflation, parce que les ajustements de prix se font moins bien, les déséquilibres se propagent par les effets quantités : augmentation des stocks, sous-utilisation du capital, licenciements.

La déflation, que les classiques justifient par la croyance en l'ajustement par le marché, ou pour défendre artificiellement la parité d'une monnaie, explique au contraire la perpétuation du chômage si l'on se place dans une perspective circuitiste, comme le fait Keynes dans une allocation radiodiffusée de 1931 : « On pourrait supposer que le bon marché des produits est nécessairement un avantage ; et certaines personnes austères en sont effectivement convaincues. Le consommateur gagne ce que le producteur perd [...]. Mais il n'en est rien. En effet ceux d'entre nous qui travaillent, et nous formons l'immense majorité, ne peuvent consommer que s'ils ne cessent pas de produire. En sorte que tout ce qui entrave les processus de production entrave aussi les processus de consommation de manière infaillible. La cause en est que toutes sortes de facteurs empêchent les prix et les coûts de chaque chose de baisser dans la même proportion. Par exemple, les charges salariales de la plupart des industriels sont pratiquement identiques à ce qu'elles étaient auparavant. Voyons comment le processus aboutit à un cercle vicieux. Les cours de la laine et du blé dégringolent. Voilà une bonne chose pour le consommateur britannique de blé et de vêtements de laine, pourrait-on imaginer. Mais les producteurs de laine et de blé, recevant trop peu d'argent pour leurs produits, ne pourront plus acheter les marchandises britanniques dont ils se portent habituellement acquéreurs. Par voie de conséquence, ceux des consommateurs britanniques qui travaillent, d'autre part, à produire ces marchandises vont se trouver sans emploi. À quoi nous avance le bon marché des produits quand les revenus décroissent ? »

La déflation illustre également les effets, catastrophiques dans ce cas, des anticipations autoréalisatrices : « Une crainte générale d'une baisse des prix peut bloquer le processus de production complètement : le fait réel de la baisse des prix lèse les entrepreneurs ; par voie de conséquence, la seule crainte d'une baisse les incite à se prémunir en restreignant les opérations [...] toute anticipation du mouvement des prix, si elle est adoptée par un grand nombre d'agents économiques, tend à être cumulative dans ses effets [...] un ébranlement relativement faible à l'origine peut suffire à provoquer une fluctuation importante [...] le remède devrait être recherché dans un contrôle de l'étalon de valeur qui permettrait, toutes les fois que le cours des événements ferait prévoir un changement du niveau général des prix, de prendre des mesures appropriées pour qu'entre en jeu un facteur exerçant une influence contraire » [CW, IV, p. 33-34]. Ce sont les anticipations qui bloquent le mécanisme autorégulateur invoqué par les classiques : « Si les agents économiques étaient sûrs que les prix ne vont plus baisser, ils n'hésiteraient pas à acheter. Ils repoussent leurs achats, non pas parce qu'ils manquent de pouvoir d'achat, mais parce que leur demande peut être différée, et qu'ils pensent qu'ils pourront la satisfaire ultérieurement à un prix plus bas » [CW, XIX, p. 116]. On se trouve ici au cœur du message keynésien, hélas confirmé par l'histoire : il faut éviter par tous les moyens la déflation, ce processus auto-entretenu aux effets socialement destructeurs.

Contre l'austérité en situation de sous-emploi

Pour sortir de l'enlèvement dans la dépression, il faut agir sur la dépense, afin d'obtenir un effet multiplicateur et, si possible, sur les anticipations, conformément au principe de la demande effective. Afin d'emporter la conviction, Keynes ne craint pas la caricature : « Si le Trésor était disposé à emplir de billets de banque des vieilles bouteilles, à les enfouir à des profondeurs convenables dans des mines désaffectées qui seraient ensuite comblées avec des débris urbains, et à autoriser l'entreprise privée à extraire de nouveau les billets suivant les principes éprouvés du laissez-faire [...], le chômage pourrait disparaître. [...] À vrai dire, il serait plus sensé de construire des maisons ou quelque chose de semblable mais, si des difficultés politiques et pratiques s'y opposent, le moyen précédent vaut mieux que rien » [TG, p. 219].

Évoquant la réticence des collectivités locales à dépenser, Keynes explique pourquoi l'austérité, qui vise à augmenter le taux d'épargne, est « nuisible » dans une situation de sous-emploi : « En effet, la fonction de l'épargne est de rendre une certaine quantité de travail disponible pour la production des biens d'équipement, tels que maisons, usines, routes, machines, etc. Mais si un surplus important de chômeurs est déjà disponible pour des emplois de ce genre, le fait d'épargner aura seulement pour conséquence d'ajouter à ce surplus et donc d'accroître le nombre des chômeurs. En outre, tout homme mis en chômage de cette manière ou pour toute autre raison verra s'amenuiser son pouvoir d'achat et provoquera, à son tour, un chômage accru parmi les travailleurs qui auraient produit ce qu'il n'a plus les moyens d'acheter. Et c'est ainsi que la situation ne cesse d'empirer en un cercle vicieux. » D'où ce raccourci pédagogique : « La meilleure estimation que je puisse hasarder est que toutes les fois que vous économisez cinq shillings vous privez un homme de travail pendant une journée [...] par contre toutes les fois que vous achetez des marchandises vous contribuez à multiplier les emplois offerts aux travailleurs, avec cette réserve que les marchandises achetées doivent être britanniques, et fabriquées ici, si vous tenez à une amélioration de la situation de l'emploi dans ce pays » [Keynes, 1971, p. 53].

Pour et contre l'inflation

En ce qui concerne l'inflation, la position de Keynes est plus ambivalente. D'un côté, il est tout à fait conscient de l'importance de la stabilité monétaire : « Il n'y a pas de moyen plus subtil et plus efficace de renverser les fondements actuels de la société que de corrompre sa monnaie » [CW, II, p. 148]. De l'autre, il sait que la politique qu'il préconise pour réduire le chômage risque fort d'avoir des effets inflationnistes. Avant même d'atteindre le plein emploi, l'expansion s'accompagnera d'une « semi-inflation », conséquence de la hausse des coûts, sous l'effet des rendements décroissants, de goulots d'étranglement, de pénuries de main-d'œuvre de certaines qualifications, donc d'une offre insuffisamment élastique. L'une de ses manifestations principales sera la spirale salaires/prix : « Puisque chaque groupe de travailleurs tire avantage, toutes choses égales par ailleurs, d'une hausse de ses propres salaires, il s'exerce naturellement, de la part de la main-d'œuvre dans son ensemble, une

pression dans le sens de la hausse, à laquelle les entrepreneurs cèdent plus volontiers lorsqu'ils font de meilleures affaires » [TG, p. 301]. À partir du plein emploi, tout accroissement supplémentaire de la demande n'exercera plus qu'un effet sur les prix, de telle sorte que l'on connaîtra alors la « véritable inflation » (*true inflation*). Les classiques ont donc tort de considérer que « toute augmentation de la quantité de monnaie est nécessairement inflationniste » : avant le plein emploi, la relance par la demande agit sur la production, l'emploi et les prix.

Si l'on admet au contraire que l'expansion s'accompagne nécessairement d'une certaine dose d'inflation, il s'ensuit que les politiques monomaniaques d'éradication systématique de toute forme d'inflation condamnent nos économies à la croissance ralentie et au chômage persistant. Le simple bon sens permet pourtant de comprendre que l'inflation favorise l'expansion : « Pendant le lent processus de production les entreprises doivent encourir les dépenses en termes de monnaie (paiement des salaires et des autres coûts de production) dans l'espoir de récupérer ces frais ultérieurement par la vente du produit fini en échange de signes monétaires. Autrement dit, le monde des affaires, dans son ensemble, est nécessairement dans une position qui lui fait toujours gagner de l'argent en cas de hausse des prix et lui en fait toujours perdre en cas de baisse » [Keynes, 1971, p. 34]. Le véritable problème n'est donc pas l'inflation modérée qui accompagne l'expansion mais l'inflation salariale qui tend à dégénérer lorsque l'on réussit à maintenir durablement le plein emploi. Keynes en est parfaitement conscient : « Si les salaires monétaires montent plus rapidement que l'efficacité des salariés, il y a une difficulté accrue à maintenir le plein emploi. » Il considère même que l'inflation salariale est « l'un des obstacles majeurs qu'une politique de plein emploi doit surmonter ». La dérive observée à la fin des années soixante a confirmé cette prédiction.

Politiques monétaire et budgétaire

Les controverses entre monétaristes et keynésiens ont pu laisser croire que ceux-ci privilégiaient systématiquement la politique budgétaire. Keynes a pourtant consacré beaucoup plus de temps à analyser la politique monétaire. Dès 1922, il affirme sans équivoque : « Dans notre monde moderne de papier-monnaie et de crédit bancaire, il est impossible d'éviter la monnaie "dirigée",

que cela nous plaise ou non » [CW, IV, p. 121]. Mais il assigne à cette direction des buts variables : à l'objectif de court terme et de stabilisation des prix d'avant 1931, succède l'accent mis sur le long terme ensuite, la règle devenant de ne rien faire qui puisse perturber la convention soutenant un taux d'intérêt long faible. Finalement, Keynes se révèle hostile à une politique monétaire intempestive qui accroîtrait l'instabilité des taux courts et susciterait par conséquent des réactions spéculatives incompatibles avec la préservation d'une convention de taux long faible. Dans la *Théorie générale*, pour établir un lien direct entre la politique monétaire et les taux longs, ceux qui gouvernent, en temps normal, l'investissement, il préconise des opérations sur les « créances de toutes échéances » : « Le perfectionnement pratique le plus important que l'on puisse apporter à la technique de l'administration de la monnaie serait de substituer au taux de l'escompte unique sur les effets à court terme, une offre complexe obligeant la banque centrale à acheter et à vendre à prix fermes les effets de premier ordre de toutes échéances. » Tant que l'autorité monétaire se contente de contrôler le taux d'intérêt à court terme, « le taux d'intérêt à long terme dépend, non seulement de la politique actuelle de l'autorité monétaire, mais aussi des anticipations du marché concernant sa politique future » [TG, p. 202]. Transparaît ici clairement le souci de ce que l'on appelle aujourd'hui la crédibilité de la politique monétaire, ce qui n'a rien de très étonnant pour quelqu'un qui considère que le taux d'intérêt est un « phénomène hautement psychologique » et en déduit comme principe d'action pour l'autorité monétaire de « conquérir l'opinion publique ».

Mais Keynes ne manque pas de relever tous les facteurs contraires qui incitent à douter de l'efficacité de cette politique : en situation de trappe à liquidité, l'autorité monétaire perd « la direction effective du taux d'intérêt » ; avant même cette extrémité, l'effet d'une augmentation de la quantité de monnaie sur le taux d'intérêt peut fort bien être contrarié par une augmentation de la préférence pour la liquidité (l'action d'une banque centrale qui cherche à faire baisser les taux étant interprétée par les spéculateurs comme une confirmation de leurs inquiétudes...) ; et la baisse du taux d'intérêt peut fort bien ne pas agir sur l'investissement si la courbe d'efficacité marginale du capital s'affaisse en même temps ; enfin, la libre circulation des capitaux limite considérablement l'autonomie de la politique monétaire (d'où la proposition keynésienne de contrôler leurs

mouvements). Finalement, en dehors des périodes de forte récession, au cours desquelles l'arme monétaire semble particulièrement émoussée, Keynes conseille une politique graduelle : « Si l'on peut tirer quelque réconfort de réflexions plus encourageantes, il faut le chercher dans l'espoir que la convention, précisément parce qu'elle n'est pas ancrée dans une connaissance sûre, n'opposera pas toujours une résistance excessive à une dose modeste de persévérance et de résolution de la part des autorités monétaires. »

Sans exclure la politique monétaire, qui doit au moins l'accompagner, le recours à la politique budgétaire s'impose. Contre le « point de vue du Trésor », selon lequel toute dépense publique supplémentaire ne fera qu'évincer une dépense privée équivalente, Keynes déclare, devant le parti libéral, en 1928 : « Utilisons les ressources inactives pour accroître notre richesse. Lorsque les hommes et les machines sont inemployés, il est ridicule de dire qu'on ne peut pas se payer de nouvelles activités. C'est précisément avec ces hommes et ces machines que nous les paierons. » Autrement dit, le raisonnement orthodoxe ne vaut pas en situation de sous-emploi. La politique budgétaire sert à amorcer la pompe en situation de dépression (effet multiplicateur). Au-delà, si les politiques monétaire et budgétaire ne suffisent pas à restaurer le plein emploi, il faut aller jusqu'à accepter « une assez large socialisation de l'investissement » ; Keynes s'attend à voir « l'État, qui est en mesure de calculer l'efficacité marginale des biens capitaux avec des vues lointaines et sur la base de l'intérêt général de la communauté, prendre une responsabilité sans cesse croissante dans l'organisation directe de l'investissement ».

Toutefois, l'application de ces principes n'est pas systématique : il n'y a pas de dogme keynésien. Ainsi en va-t-il pour le déficit budgétaire : il vaut mieux, si possible, qu'il ne soit pas financé par la planche à billets et qu'il corresponde à des investissements productifs permettant de rembourser les emprunts nécessaires à son financement ; de plus, le budget de fonctionnement (traitements des fonctionnaires, dépenses courantes) ne doit pas être financé par l'emprunt, mais par l'impôt. Par définition, des politiques contracycliques doivent s'adapter à l'évolution de la conjoncture. On peut l'illustrer par deux articles que Keynes signe dans le *Times* en janvier et mars 1937 : bien que le taux de chômage soit alors supérieur à 10 %, il s'y inquiète du risque de surchauffe lié à l'effort budgétaire imposé par le réarmement. Quant à l'intervention de l'État, elle ne conduit pas au

socialisme, contrairement à ce que pense Hayek, parce qu'elle n'exige pas la propriété des moyens de production et n'exclut pas « tous les genres d'arrangements et de compromis permettant à l'État de coopérer avec l'initiative privée ». Dans son dernier article de juin 1946 paru dans *l'Economic Journal*, Keynes met d'ailleurs en garde contre un excès de dirigisme et rappelle les vertus de la concurrence.

La réforme des règles du jeu économique international

De Versailles à Bretton Woods, Keynes a consacré de nombreux efforts à rechercher un ordre financier international stable qui garantisse un ancrage des valeurs nominales (la stabilité de l'étalon des valeurs) tout en sauvegardant l'autonomie des politiques économiques intérieures. L'une de ses préoccupations est d'empêcher le retour à ces politiques de déflation qui, dans l'entre-deux-guerres, ont souvent été menées au nom de la conquête des marchés extérieurs. Keynes ne veut plus que « le commerce international soit un expédient désespéré pour préserver l'emploi intérieur des pays en stimulant les ventes et en restreignant les achats au dehors ; moyen qui, lorsqu'il réussit, ne fait que transférer le problème du chômage au pays le moins bien placé dans la lutte » [TG, p. 382]. À l'opposé de ces politiques de déflation, finalement désastreuses pour tous (situation de dilemme du prisonnier), il préconise des politiques intérieures de plein emploi qui se soutiennent les unes les autres (jeu coopératif).

Le plan d'organisation monétaire internationale, qu'il propose au Trésor britannique en 1941, confirme cette orientation [Denizet, 1987]. L'une des priorités est de partager l'effort de rééquilibrage des balances commerciales entre les débiteurs, jusqu'alors seuls à supporter la charge de l'ajustement, et les créanciers (de fait, les États-Unis), en imposant des pénalités, non seulement aux pays dont les déficits dépassent un certain seuil, mais aussi aux pays qui accumulent des excédents et les thésaurisent au-delà d'un certain montant. L'autre est de parachever la construction des systèmes bancaires nationaux par la création de l'étage manquant, à l'échelon international. Cette idée supposait de créer une banque centrale mondiale, c'est-à-dire une banque centrale des banques centrales, que Keynes se contenta, probablement pour des raisons tactiques, de présenter comme une chambre de compensation (*Clearing*

Union), bien qu'elle fût dotée du pouvoir, certes limité par un système de quotas, de créer des *bancors*, cet embryon de monnaie supranationale réservée aux règlements entre banques centrales (*bancor* = monnaie de *banque*, créée par jeu d'écritures sur les comptes des banques centrales nationales auprès de la *Clearing Union* + monnaie dont la valeur est définie par un certain poids d'*or*). L'expérience malheureuse de la désorganisation du système monétaire international au cours des années 1930, après l'échec des tentatives de retour à l'étalon-or, justifiait, à l'époque, l'instauration d'un système de changes fixes. Ce que voulait également Keynes, mais sans exclure la possibilité de dévaluations, et en insistant sur la nécessité d'un contrôle strict des mouvements de capitaux. « Selon moi, la possibilité de diriger notre économie dépend de la liberté que nous aurons à fixer le taux d'intérêt approprié sans nous référer aux taux qui prévalent ailleurs dans le monde. Le contrôle des mouvements de capitaux est un corollaire de cette affirmation » [CW, xxv, p. 148]. Une affirmation dont les crises financières à répétition de la fin des années 1990 ont une nouvelle fois confirmé le bien-fondé. Pour l'essentiel, malgré les concessions obtenues par Keynes, c'est le plan de l'Américain White, prévoyant la création d'un Fonds de stabilisation des changes et d'une Banque pour financer la reconstruction et le développement, qui sera ratifié par les accords de Bretton-Woods (juillet 1944). Bien que son discours de clôture de la conférence valût à Keynes une ovation réconfortante, la mise en œuvre du nouveau système confirmera cette hégémonie américaine qu'il souhaitait contenir. Malgré la crise de 1971, puis l'institutionnalisation des changes flottants en 1976, le dollar est demeuré la monnaie internationale de référence et les droits de tirages spéciaux (DTS créés en 1969) ne sont qu'un très pâle reflet des *bancors*. De nombreux aspects du plan Keynes sont donc toujours d'actualité...

Logiques sociales des politiques économiques

Les meilleurs économistes n'oublient pas que, derrière les relations abstraites entre des agrégats, il y a la réalité des rapports sociaux et des luttes entre des groupes aux intérêts antagonistes. C'est tout particulièrement vrai pour Keynes. On peut déjà le montrer avec son analyse de l'inflation et de la déflation. Derrière la première, il voit « l'impécuniosité des gouvernements

et l'irrésistible influence politique de la classe des débiteurs » [Keynes, 1971, p. 21]. En effet, « la faculté de taxer le public en dépréciant la monnaie a toujours été inhérente à la souveraineté de l'État depuis que Rome en fit la découverte ». Par l'inflation « chaque génération peut déshériter partiellement les héritiers de la génération précédente ». Plus important, la hausse des prix « stimule l'esprit d'entreprise et est bénéfique aux hommes d'affaires » parce qu'elle dévalorise les dettes et renchérit les stocks. Inversement, la déflation favorise les détenteurs de revenus fixes, les rentiers, ceux qui bénéficient de la rareté du capital. On occulte toute une partie de la réalité lorsque l'on oublie les effets redistributifs de l'inflation et de la déflation, donc la lutte pour le partage de la richesse créée entre des groupes sociaux qui ont intérêt soit à l'une, soit à l'autre.

Une analyse sociopolitique de phénomènes économiques

Mais c'est surtout la critique de l'argument classique en faveur de la baisse des salaires qui révèle tout l'intérêt d'une analyse sociopolitique de phénomènes qui ressortissent apparemment de la seule analyse économique. Pour le comprendre, il faut en revenir à la configuration de la fin des années 1910 et du début des années 1920 : à la suite d'une réduction de la durée du travail hebdomadaire sans modification des salaires nominaux, puis d'une déflation au cours de laquelle les prix ont baissé plus vite que les salaires, les coûts salariaux ont considérablement augmenté et c'est la raison pour laquelle les classiques leur imputent la cause du chômage. Pourtant, dès la fin 1922, Keynes explique qu'il est vain de rechercher un retour à l'équilibre par la baisse des salaires et qu'il est préférable d'accepter une hausse des prix, ce qui implique en même temps une dévaluation de la livre : « Le maintien du chômage à un niveau élevé est, dans une large mesure, dû au fait que le niveau des salaires est décalé par rapport à tout le reste. La seule façon pour que les salaires reviennent en phase est d'accepter un relèvement des prix » [CW, XIX, p. 65]. Comme on le voit, Keynes ne nie pas le diagnostic classique, il récuse la thérapeutique. Pourquoi ?

La réponse se trouve dans le chapitre XIX de la *Théorie générale*. Les entrepreneurs, qui veulent anticiper l'évolution de la demande effective, se préoccupent plus de l'évolution des salaires au plan macroéconomique que de leur niveau. Si la baisse des salaires nominaux constatée aujourd'hui est interprétée comme annonçant une baisse plus importante encore

demain, alors l'effet sur l'emploi sera négatif et la prophétie pessimiste se réalisera. Keynes précise que c'est souvent le cas lorsque les salaires nominaux « fléchissent lentement » : baisse des salaires et hausse du chômage forment alors un cercle vicieux. Pour que la reprise advienne il faudrait donc que la baisse actuelle soit interprétée comme annonçant très probablement une hausse future : « Au début d'une période de déclin de la demande effective une réduction soudaine et importante des salaires nominaux, qui les amènerait à un niveau si bas que personne ne pourrait croire à sa persistance indéfinie, serait l'éventualité la plus favorable à la restauration de la demande effective. » Or, nous dit Keynes, une baisse aussi importante est incompatible avec une société libérale : « Une telle politique ne pourrait réussir que dans une société soumise à une forte autorité, capable d'imposer des réductions de salaires soudaines, profondes, générales. Sa mise en œuvre pourrait se concevoir en Italie, en Allemagne, ou en Russie, mais non en France, aux États-Unis ou en Grande-Bretagne. »

La critique majeure adressée par Keynes aux économistes classiques n'est pas que leur solution est théoriquement irrecevable, mais qu'elle est politiquement inacceptable [Rallet, 1997]. Il met ainsi en évidence le paradoxe des ultra-libéraux : leur libéralisme économique sans concession exige en fait un État autoritaire, politiquement anti-libéral. Le verdict est sans appel : sachant qu'il faut choisir entre une « politique de salaires souple » et une « politique monétaire souple », qui reviennent « analytiquement au même », sachant que l'application de l'une est « trop difficile » alors que l'application de l'autre est « comparativement aisée », « connaissant la nature humaine, et les institutions existantes, il faudrait être dépourvu de bon sens pour préférer une politique de salaire souple à une politique souple de la monnaie ». Mais le « bon sens » n'est pas toujours bien partagé.

Pour redoubler son argumentation, Keynes en appelle alors aux intérêts politiques et sociaux de ceux qui seraient tentés par une politique de baisse des salaires : « Sauf dans une communauté socialisée où les salaires sont fixés par décret, il n'y a aucun moyen de réaliser une réduction uniforme des salaires dans toutes les catégories de la main-d'œuvre. La baisse ne peut être obtenue qu'au prix d'une série de fléchissements graduels et désordonnés, qu'aucun critère de justice sociale ou d'opportunité économique ne justifie, et qui ne s'accomplissent d'ordinaire qu'après des luttes vaines et désastreuses, où ceux qui se

trouvent dans la position de négociation la plus faible pâtissent comparativement aux autres. » On retrouve ici un argument déjà entrevu : les salariés sont d'autant plus déterminés à résister qu'ils réagissent à un sentiment d'injustice ; or la baisse des salaires sera nécessairement ressentie comme injuste parce qu'elle ne pourra pas être uniforme, induisant par conséquent une variation des salaires relatifs, un bouleversement de la hiérarchie, et parce que la capacité des différents groupes de salariés à s'organiser et à se défendre est très inégale. Les partisans de la politique de réduction des salaires souhaitent-ils les grèves, les luttes sociales, « l'agitation ouvrière » ? Probablement pas, d'autant que cette agitation « nuit, sur le plan politique, à la confiance ».

L'euthanasie des rentiers

Une autre illustration est fournie par le sort réservé aux rentiers. L'enjeu est ici la baisse du taux d'intérêt. Pour une courbe donnée de l'efficacité marginale du capital, il se peut que le niveau de l'investissement qui garantisse le plein emploi ne soit compatible qu'avec un taux d'intérêt très faible, voire nul : « Il est probable que le taux de l'intérêt baissera régulièrement si l'on parvient à maintenir un état plus ou moins continu de plein emploi. » Or, cette fois encore, derrière la relation entre les variables, se profile un groupe social, ici la classe des rentiers, qui s'oppose à cette politique visant la baisse du taux d'intérêt, celui-ci étant sa source principale de revenu. Plus généralement, si l'on admet que le taux d'intérêt pur ne s'explique pas par la récompense d'une vertu, l'abstinence, mais, de façon plus réaliste, par la rareté du capital, et si l'on admet que l'éradication du chômage et l'élévation du niveau de vie exigent au contraire une abondance de capital, il apparaît clairement que l'intérêt particulier des rentiers s'oppose à l'intérêt général. N'est-ce pas suffisant pour proposer leur disparition ? Keynes pense que cela suffit : « Malgré la disparition des rentiers il y aurait encore de la place pour l'entreprise et pour l'habileté dans l'estimation de rendements escomptés susceptibles d'être évalués différemment. Car ce qui précède s'applique essentiellement au taux d'intérêt pur, net de toute prime de risque ou d'allocation, et non au rendement brut des actifs, prime de risque comprise » [TG, p. 221]. Se profile ici une autre distinction entre groupes sociaux, celle qui sépare les rentiers des entrepreneurs, les capitalistes oisifs des capitalistes actifs. La « disparition de la rente du

capital », donc l'« euthanasie du rentier », c'est-à-dire « l'euthanasie du pouvoir oppressif et cumulatif que le capitaliste retire de l'exploitation de la rareté du capital », n'aura pas d'incidence sur la croissance économique tant que continueront à être raisonnablement rémunérés « l'intelligence, le dynamisme, la compétence du financier, de l'entrepreneur, et *tutti quanti* (dont la passion pour leur métier est telle que l'on pourrait obtenir leur travail à bien meilleur marché qu'aujourd'hui) » [TG, p. 376].

Ici encore, l'actualité de Keynes est frappante. La politique monétaire a été, depuis le milieu des années 1980 en France, le bras armé de la « revanche des rentiers », et s'est traduite à la fois, en espèces sonnantes et trébuchantes pour les bénéficiaires de taux d'intérêt réels élevés, et en augmentation du nombre de chômeurs... Comme le rappelle Pierre-Noël Giraud [1998], ce que l'on appelle la « tyrannie des marchés financiers » est en fait la tyrannie des rentiers (qui sont de plus en plus souvent les épargnants des classes moyennes vieillissantes). L'un des principaux obstacles à un retour au keynésianisme se trouve là : les rentiers s'y opposent parce qu'ils ne sont pas candidats à l'euthanasie...

Cette sociologie économique ou cette économie sociologique sont si intéressantes que l'on regrettera que Keynes n'en ait pas un peu plus abusé. C'est Kalecki qui prolongera l'analyse en expliquant pourquoi la classe des affaires, bien qu'elle ait intérêt aux dépenses publiques, n'est pas favorable à une politique qui parviendrait à maintenir durablement l'économie au niveau du plein emploi, une configuration trop favorable aux salariés... [Kalecki, 1971].

Conclusion

« Le système ne s'autorégule pas. »

L'inefficacité relative des politiques de relance à la fin des années 1970, dont ont profité les héritiers des économistes classiques pour effectuer leur « retour », n'était pas due à une faiblesse congénitale de la théorie keynésienne, mais au fait que la récession masquait une crise plus profonde, celle d'un régime de croissance, comme l'ont montré les régulationnistes [Boyer ; 1979, 1983, 2004]. Une thérapeutique adaptée à une crise de débouchés, celle des années 1930, ne pouvait que décevoir si le bon diagnostic était une crise de rentabilité [Lipietz, 1987]. Mais le coût en chômeurs supplémentaires des politiques de désinflation compétitive puis de rigueur monétariste, dans la zone euro, montre aussi que l'analyse keynésienne n'a pas perdu toute pertinence. Les défaillances du *policy-mix*, l'abandon d'une régulation de la demande au service de l'expansion et de l'emploi expliquent une part du différentiel de croissance et de chômage entre l'Euroland et les États-Unis, pays dans lequel, en dépit de discours académiques dissonants, le pragmatisme impose le recours aux bonnes vieilles recettes keynésiennes...

À la différence de Marx ou de Schumpeter, Keynes ne nous a presque rien dit sur la dynamique longue du capitalisme. À une exception près : à l'en croire, nos sociétés développées devraient en avoir bientôt fini avec le « problème économique » (sa prédiction datait de 1930 et portait sur un horizon de cent ans !). Il leur resterait par conséquent à faire face au « problème véritable et permanent : comment employer la liberté arrachée aux contraintes économiques ? » Mais ces « contraintes » n'ont pas disparu : peut-être parce que l'inversion des moyens et des fins a fait de l'économie l'horizon indépassable de sociétés dont elle a conquis l'imaginaire.

Repères bibliographiques

- AGLIETTA Michel, « Monnaie », *Encyclopédie économique*, Economica, Paris, 1990.
- *Les Devises clés*, Agalma/La Découverte, Paris, 1986.
- ARENA Richard, GRAZIANI Augusto (éd.), *Production, circulation et monnaie*, PUF, Paris, 1985.
- ARENA Richard, TORRE Dominique (éd.), *Keynes et les nouveaux keynésiens*, PUF, Paris, 1982.
- ASIMAKOPOULOS Athanasios, *Keynes's General Theory and Accumulation*, Cambridge University Press, New York, 1991.
- BARRÈRE Alain, *La Crise n'est pas ce que l'on croit*, Economica, Paris, 1981.
- (éd.), *Keynes aujourd'hui : Théories et politiques*, Economica, Paris, 1985.
- *Macroéconomie keynésienne*, Dunod, Paris, 1990.
- BIDARD Christian et al., *J. M. Keynes, P. Sraffa*, Éditions Cujas, Paris, 1998.
- BOISSIEU Alain DE, « Économie d'endettement, économie de marchés financiers et taux d'intérêt », in *Keynes aujourd'hui*, 1985.
- BOYER Robert, « La crise actuelle : une mise en perspective historique », *Critiques de l'économie politique*, n° 7/8, septembre 1979.
- *Théorie de la régulation*, La Découverte, « Repères », Paris, 2004.
- BOYER Robert, MISTRAL Jacques, *Accumulation, inflation et crises*, PUF, Paris, 2^e édition, 1983.
- BOUSSEYROL Marc, *Introduction à l'œuvre de Keynes*, Ellipses, Paris, 2000.
- COHEN Daniel, *Les Infortunes de la prospérité*, Julliard, Paris, 1994.
- DAVIS John B., « J.M. Keynes on history and convention », in *A « Second Edition » of the General Theory* edited by G.C. Harcourt, P.A. Riach, Routledge, Londres/ New York, 1997.
- DELEPLACE Ghislain, « Ajustement de marché et taux d'intérêt spécifiques chez Keynes et Sraffa », in *La Théorie générale de Keynes : un cinquantenaire*, L'Harmattan, Paris, 1988.
- DELEPLACE Ghislain, MAURISSON Patrick (éd.), *L'Hétérodoxie dans la pensée économique*, « Cahiers d'économie politique », Anthropos, Paris, 1985.
- *Histoire de la pensée économique*, Dunod, Paris, 1999.

- DENIZET Jean, « Keynes en 1943 : négociateur et prophète », in *Keynésianisme et sortie de crise*, Dunod, Paris, 1987.
- Documents pour l'enseignement économique et social*, « Circuit et pédagogie de l'économie », CNDP, Paris, numéro spécial, octobre 1988.
- DOS SANTOS FERREIRA Rodolphe, « Keynes et le développement de la théorie de l'emploi dans une théorie monétaire », *Nouvelle Histoire de la pensée économique*, tome II, sous la direction d'Alain Béraud et Gilbert Faccarello, La Découverte, Paris, 1999.
- « La relation salaire-emploi sous l'éclairage de la concurrence imparfaite », *Cahiers d'économie politique*, n° 34, 1999.
- « Keynes et le développement de la théorie de l'emploi », in *Nouvelle histoire de la pensée économique*, La Découverte, Paris, 2000, tome III.
- DOSTALER Gilles, « Aperçus sur la controverse entre Keynes et Hayek », *Économies et Sociétés*, n° 6, juin 1990.
- *Keynes et ses combats*, Albin Michel, Paris, 2005.
- DUMÉNIL Gérard, *Marx et Keynes face à la crise*, Economica, Paris, 1977.
- DUPUY Jean-Pierre, *Introduction aux sciences sociales*, Ellipses, Paris, 1992.
- *Le Sacrifice et l'Envie*, Calmann-Lévy, Paris, 1992.
- FAVEREAU Olivier, « L'incertain dans la révolution keynésienne : l'hypothèse Wittgenstein », *Économie et Société*, mars 1985.
- *La Théorie générale : de l'économie conventionnelle à l'économie des conventions*, « Cahiers d'économie politique », n° 14-15, L'Harmattan, Paris, 1988.
- « Quand les parallèles se rencontrent : Keynes et Wittgenstein, l'Économie et la Philosophie », *Revue de métaphysique et de morale*, mai 2005.
- FISHER Irving, « La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation » (1933), traduit par Bruno Amable, *Revue française d'économie*, n° 3, été 1988.
- FITOUSSI Jean-Paul, *Le Fondement microéconomique de la théorie keynésienne*, Éditions Cujas, Paris, 1974.
- *Macroéconomie : théorie, faits et politiques*, FNSP, Paris, 1990.
- *Le Débat interdit. Monnaie, Europe, Pauvreté*, Arléa, Paris, 1995.
- « La croissance a-t-elle un avenir ? », *Politique internationale*, n° 72, été 1996.
- GAFFARD Jean-Luc, « La théorie générale de Keynes : une lecture hicksienne », in *La Théorie générale de Keynes : un cinquantenaire*, L'Harmattan, Paris, 1988.
- GRAZIANI Augusto, « Keynes' finance motive », *Économies et Sociétés*, n° 9, septembre 1987.
- GUERRIEN Bernard, *La Théorie néo-classique*, Economica, Paris, 1985.
- HAYEK Friedrich A., *Law, Legislation and Liberty*, Routledge & Kegan, Londres, 1976, trad. fr., 1995.
- HÉNIN Pierre-Yves, *L'Équilibre macroéconomique*, Economica, Paris, 1993.
- *Macrodynamique, fluctuations et croissance*, Economica, Paris, 1981.
- HENRY Gérard Marie, *Keynes*, Armand Colin, Paris, 1997.
- HERLAND Michel, *Keynes et la macroéconomie*, Economica, Paris, 1991.
- HICKS John R., « Mr Keynes's theory of employment », *Economic Journal*, 1936.
- « Mr Keynes and the classics », *Econometrica*, 1937.
- *Value and Capital*, Clarendon Press, Oxford, 1939.
- *La Crise de l'économie keynésienne*, Fayard, Paris, 1988.
- HIRSCHMAN Albert O., *The Passions and the Interests*, Princeton University Press, Princeton, 1977, trad. fr., 1980.
- KALECKI Michal, *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy*, Cambridge University Press, Cambridge, 1971.
- *Theory of Economic Dynamics*, A. M. Kelley, New York, 1969.
- KEYNES John Maynard, *Essais sur la monnaie et l'économie*, traduction de *Essays in Persuasion*, incluant des extraits du *Tract on Monetary Reform*, et « La fin du laissez-faire », Payot, Paris, 1971.
- *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, volume VII des *Collected Writings of J.M.K.*, Cambridge University Press, Cambridge, 1993.
- *La Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt, de la monnaie*, Petite bibliothèque Payot, Paris, 1971 (traduction de Jean de Lartengaye, qui date de 1948).
- « The general theory of employment », *Quarterly Journal of Economics*, 1937 ; volume XIV des *Collected Writings* ; traduit par Nicolas Jabko dans la *Revue française d'économie*, vol. V, quatrième trimestre, 1990.
- « Alternative theories of the rate of interest », *The Economic Journal*, juin 1937 ; volume XIV des *Collected Writings*.
- *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, 30 volumes édités par Donald Moggridge, Cambridge University Press, Cambridge, 1971-1979.
- *The End of Laissez-faire*, Agone, Marseille, 1999.
- *Les Conséquences économiques de la paix*, traduction de David Todd, Gallimard, Paris, 2002a.
- *La Pauvreté dans l'abondance*, Gallimard, Paris, 2002b.
- KNIGHT Frank H., *Risk, Uncertainty and Profit*, University of Chicago Press, Chicago, 1921.
- LARCENEUX André, « La genèse du concept de macroéconomie : Schumpeter, Marx, Keynes », *L'Hétérodoxie dans la pensée économique*, « Cahiers d'économie politique », Anthropos, Paris, 1985.
- LAVIALLE Christophe, « Projet pragmatique et projet radical chez Keynes », *Revue économique*, juillet 1997.
- LAVOIE Marc, « La théorie générale et l'inflation de sous-emploi », in *Les Écrits de Keynes*, Dunod, Paris, 1985.
- *Macroéconomie : théorie et controverses post-keynésiennes*, Dunod, Paris, 1987.
- LÉVY Pierre, « La théorie keynésienne de l'intérêt » in *Collections des travaux du séminaire Decta III*, université de Bordeaux-I, 1989.
- LIPIETZ Alain, « Régulation monopoliste et politique keynésienne face à la double crise du fordisme », *Keynésianisme et*

- sortie de crise, Dunod, Paris, 1987.
- MALINVAUD Edmond, *Essais sur la théorie du chômage*, Calmann-Lévy, Paris, 1983.
- MARIS Bernard, *Keynes ou l'économiste citoyen*, Paris, Presses de la FNSP, Paris, 1999.
- MATTICK Paul, *Marx et Keynes*, Gallimard, Paris, 1972.
- MESSORI Marcello, « Le circuit de la monnaie », in *Production et circulation de monnaie*, ouvrage collectif, PUF, Paris, 1985.
- ORIO Lucien, QUILÈS Jean-José, *L'Économie keynésienne, un projet radical*, Nathan, Paris, 1993.
- ORLÉAN André (éd.), *Analyse économique des conventions*, PUF, Paris 1994.
- PARGUEZ Alain, « La théorie générale : la révolution inachevée dans la théorie du capital et de la monnaie », in *Keynes aujourd'hui*, chap. XIII, 1985.
- « La dynamique de la monnaie », *Économies et Sociétés*, n° 1, 1984.
- « Hayek et Keynes face à l'austérité », in *Friedrich Hayek*, Economica, Paris, 1989.
- PATINKIN Don, *Anticipations of the General Theory*, University of Chicago Press, Chicago, 1982.
- PIÉGAY Pierre, ROCHON Louis-Philippe (éd.), *Théories monétaires post-keynésiennes*, Economica, Paris, 2003.
- POSTEL Nicolas, *Les Règles dans la pensée économique contemporaine*, CNRS éditions, Paris, 2003.
- POULON Frédéric, « Keynes et Robertson : naissance d'un désaccord », *Économies et Sociétés*, n° 9, septembre 1987.
- « Les définitions keynésiennes », in *Collections des travaux du séminaire Decta III*, université de Bordeaux-I, 1989.
- *Économie générale*, Dunod, Paris, 1990.
- « Le circuit keynésien, principaux concepts », in *Keynes et Sraffa*, Cujas, Paris, 1998.
- *La Pensée économique de Keynes*, Dunod, Paris, 2000.
- POULON Frédéric, LE HÉRON Edwin (éd.), *Collections des travaux du séminaire Decta III*, université de Bordeaux-I, année 1988-1989.
- POULON Frédéric et 13 économistes, *Les Écrits de Keynes*, Dunod, Paris, 1985.
- QUILÈS Jean-José, *Avant-propos à Comment payer la guerre*, L'Harmattan, Paris, 1996.
- RALLET Daniel, « Relire Keynes », *DEES*, CNDP, Paris, n° 106, 1997.
- ROBINSON Joan, *Hérésies économiques*, Calmann-Lévy, Paris, 1972.
- *Contributions à l'économie contemporaine*, Economica, Paris, 1985.
- SALAS Robert, « L'analyse économique des conventions du travail », *Revue économique*, FNSP, n° 2, mars 1979.
- SCHUMPETER Joseph, *Histoire de l'analyse économique*, 3 vol., Gallimard, Paris, 1983.
- SNOWDON Brian, VANE Howard, WYNARCZYK Peter, *La Pensée économique moderne*, Édiscience, Paris, 1997.
- TOBIN James, « An overview of *The General Theory* », in *A « Second Edition » of the General Theory* edited by G.C. Harcourt, P.A. Riach, Routledge, Londres/New York, 1997.
- VANDEVELDE Franck, *Monnaie, chômage et capitalisme*, Presses universitaires du Septentrion, Lille, 2005.
- VENTELOU Bruno, *Lire Keynes et le comprendre*, Vuibert, Paris, 1997.
- VERGARA Francisco, *Introduction aux fondements philosophiques du libéralisme*, La Découverte, Paris, 1992 (La Découverte/Poches, 2002).
- VILLIEU Patrick, *Macro-économie : consommation et épargne*, La Découverte, « Repères », Paris, 1997, nouvelle édition 2002.
- VROEY Michel de, « Le concept de chômage involontaire. De Keynes aux nouveaux keynésiens », *Revue économique*, PNFPP, juillet 1997.
- WRAY Randall L., « L'approche post-keynésienne de la monnaie », in *Théories monétaires post-keynésiennes*, Economica, Paris, 2003.
- ZERBATO Michel et 12 économistes, *Keynésianisme et sortie de crise*, Dunod, Paris, 1987.