

7.3.1. Baisse des prix et effet de richesse

Peu après la parution de la Théorie Générale éclate la première riposte : l'*effet de richesse* apparaît chez Pigou (1941, 1943, 1947). Ce fut une arme majeure contre la doctrine keynésienne. On l'appelle également *effet Pigou*.

L'idée de base est celle-ci : « the more accumulated wealth people have, the less keen they are to get more »¹. Cela revient à dire que la propension marginale à consommer est une fonction croissante du rapport des possessions sur le revenu. C'est évidemment la valeur REELLE du patrimoine et non sa valeur NOMINALE qui importe. Les variations du niveau général des prix influencent donc le phénomène.

PIGOU INTRODUIT L'EFFET DE RICHESSE

Voyons comment Pigou présente la question dans son article « The Classical Stationary State » (1943). L'article s'attaque à la thèse keynésienne selon laquelle un équilibre stationnaire de plein emploi peut s'avérer inaccessible, peu importe la baisse du salaire.

A cette fin, Pigou construit un modèle ad hoc d'équilibre stationnaire. Il commence par résumer la doctrine classique en cinq équations :

$$S(K, Y, i) = 0 \quad (7.30-A)$$

$$I(K, i) = 0 \quad (7.30-B)$$

$$Y = Y^* \quad (7.30-C)$$

$$\rho = i \quad (7.30-D)$$

$$\rho = \rho(K, Y) \quad (7.30-E)$$

La première équation explique l'offre réelle de capital ; elle croît avec le revenu réel Y et avec le taux d'intérêt i ; elle est aussi négativement liée au capital réel existant K . La deuxième équation explique la demande réelle de capitaux, négativement corrélée à K (productivité marginale décroissante) et au taux d'intérêt. En régime stationnaire, l'investissement et l'épargne nets sont nuls. La troisième équation impose que le revenu réel soit à son niveau de plein emploi Y^* , l'hypothèse classique habituelle. La quatrième équation énonce le principe fisherien que « the rate of interest must be equal to the representative man's rate of discounting future satisfactions »². Ce qui assure sa non négativité, puisque ρ est toujours positif. La cinquième équation détermine ρ .

Avec cinq équations pour les quatre inconnues (Y, K, i, ρ), le système semble surdéterminé. Il ne l'est pas, car la première équation n'est pas indépendante de la quatrième et de la cinquième. Le système a donc une solution.

La quatrième équation représente l'hypothèse très ancrée dans la théorie classique que « investment (i.e. saving) is made solely for the sake of the income that is expected to yield »³. Mais Pigou reconnaît qu'elle n'est pas réaliste. « People save (i.e. invest) partly from other motives, the desire for possession, conformity to tradition or custom

¹ Pigou [284] pp. 344-345

² Pigou [284] p. 345

³ Pigou [284] p. 346

and so on »⁴. En conséquence, les épargnants peuvent se satisfaire d'un taux d'intérêt inférieur à ρ . Dans ce cas, l'équation (7.30-A) pourrait n'être satisfaite que pour un taux d'intérêt inférieur à zéro. Or le taux d'intérêt ne peut descendre sous zéro. Pigou remplace les équations 7.30-D et E par :

$$i > 0 \quad (7.31)$$

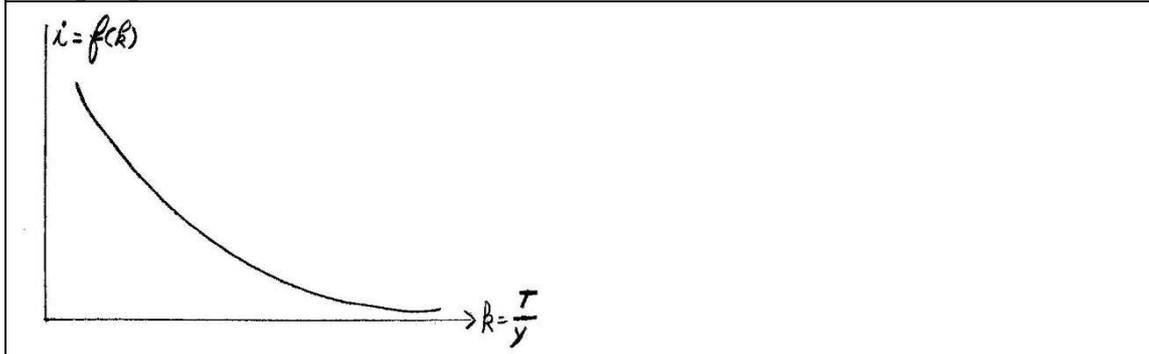
Le risque existe alors que prévale un équilibre de sous-emploi, parce que le taux d'intérêt ne peut pas tomber au niveau assurant le plein emploi, une situation qui donnerait raison aux keynésiens face aux néoclassiques. Pigou veut démontrer que ce cas est impossible.

Thèse n° 1 : *S'il existe, l'équilibre ne peut être de sous-emploi*. Certes, avec l'équation (7.31) remplaçant 7.30-D et E, le système peut ne pas comporter de solution. Mais alors, le problème ne découle pas de la fausseté de (7.30-C) mais de l'incompatibilité de (7.31) avec le reste du système. Supposons un état stationnaire de sous-emploi avec un taux d'intérêt à peine supérieur à zéro. Pour démontrer la validité de (7.30-C), Pigou montre qu'une réduction suffisante du salaire réel peut toujours mener au plein emploi. Il dénonce l'opinion souvent entendue selon laquelle la diminution du salaire nominal entraînerait la réduction, non du salaire réel mais du niveau des prix. Dans ce scénario, le salaire réel resterait au dessus de son niveau d'équilibre et le revenu nominal chuterait.

L'argumentation de Pigou pour exclure l'éventualité d'une baisse du revenu nominal est assez tortueuse. Il invoque l'existence d'une relation fonctionnelle entre ledit revenu nominal et le taux d'intérêt ; le premier ne peut diminuer que moyennant la baisse du second. Or, par hypothèse, le taux d'intérêt est au minimum admissible ; il ne peut donc pas baisser.

Mais pourquoi le revenu nominal est-il rivé au taux d'intérêt ? Suivant la règle habituelle d'optimisation, l'intérêt des titres et la détention de monnaie doivent procurer une satisfaction marginale égale. L'équation quantitative cambridgienne nous dit que le coefficient k vaut l'encaisse REELLE (que Pigou note par la lettre T) divisée par le revenu réel Y . Il représente la tendance à thésauriser. Le graphique 7.6 présente son utilité marginale $f(k)$ sur laquelle le taux d'intérêt doit se régler. Il apparaît clairement que le taux d'intérêt doit évoluer dans le même sens que le revenu réel Y . Mais pour un néoclassique, si la masse monétaire est constante, la proportion entre le revenu nominal et le revenu réel l'est aussi ; le taux d'intérêt et le revenu nominal fluctuent donc de concert. En conséquence, les prix ne diminuant pas, la baisse du salaire nominal stimule l'emploi.

⁴ Pigou [284] p. 346

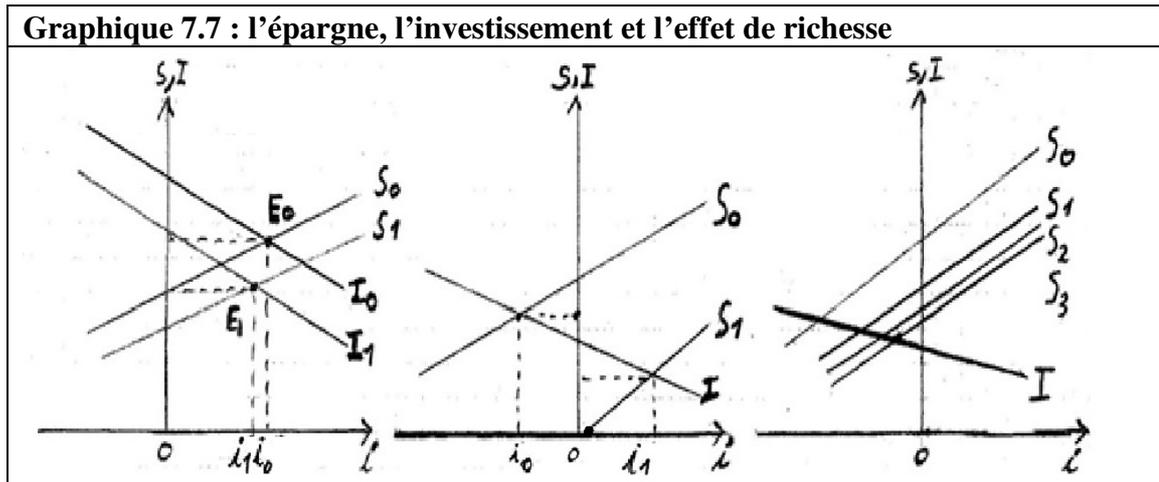
Graphique 7.6 : l'utilité des encaisses et le taux d'intérêt

Thèse n° 2 : **Il existe un équilibre de plein emploi.** Il ne s'agit plus de montrer que l'équation (7.30-C) ne peut pas être cause de déséquilibre mais qu'avec cette équation, le déséquilibre est impossible. Pigou suppose une situation où I et S sont poussés à la limite supérieure, avec forcément i très bas. Le plein emploi règne mais l'économie est en déséquilibre car à ce taux d'intérêt, le désir d'épargner reste élevé pour les raisons exposées ci-avant, alors que l'incitation à investir a atteint la nullité. Le retour à l'équilibre entre I et S implique la réduction de Y , ce qui provoque du chômage.

Le salut viendra de la baisse du salaire nominal qui permettra de maintenir l'emploi et suscitera la baisse des prix et du revenu NOMINAL. Mais la spirale infernale entre la baisse des salaires nominaux et celles des prix sera évitée grâce à l'*effet de richesse*. La baisse des prix accroît la valeur des encaisses réelles qui constituent une part du patrimoine. Mieux nantis, les agents n'auront plus besoin d'un taux d'intérêt négatif pour les dissuader d'épargner. Avec plus de consommation, l'équilibre entre I et S redevient compatible avec le plein emploi.

CRITIQUE DE L'EFFET PIGOU SELON PATINKIN

En 1948, Patinkin critique l'état stationnaire de Pigou dans son article « Price Flexibility and Full Employment ». Pour le mettre en perspective, il remonte au fameux graphique 4.23, base de la théorie néoclassique de l'épargne, de l'investissement et du taux d'intérêt. La figure de gauche du graphique 7.7 montre cet équilibre en inversant l'abscisse et l'ordonnée. On voit les courbes S_0 et I_0 correspondant à un revenu réel Y_0 déterminer un taux d'intérêt i_0 . Il y a une paire de courbes S et I pour chaque niveau du revenu ; si le revenu avait valu Y_1 (moins élevé), on aurait eu les courbes S_1 et I_1 avec le taux i_1 . L'existence de motifs d'épargne autres que l'intérêt amène un taux d'intérêt négatif sur la figure centrale ; mais le taux devient positif grâce à l'effet de richesse, qui fait prévaloir la nouvelle courbe S_1 , où l'épargne s'annule pour un taux d'intérêt juste positif.



Bien que tous les actifs sont concernés par l'effet de richesse, Patinkin comprend que Pigou se soit surtout préoccupé des encaisses monétaires, car le mécanisme pigovien peut se satisfaire de cette seule sorte de patrimoine.

Patinkin critique assez sévèrement le raisonnement pigovien. Pas tellement l'*effet de richesse* en tant que tel, dont l'*effet d'encaisse réelle*, qui lui est cher, peut être considéré comme un cas particulier, mais l'usage qu'en fait Pigou. Il émet principalement trois reproches :

Reproche n°1 : « The role of real wages in Pigou's system is very ambiguous »⁵. Il est tout à fait clair que l'*effet de richesse* peut fonctionner avec un salaire réel décroissant, constant ou même croissant dans le cas où le niveau des prix baisserait plus que le salaire nominal. Une telle idée est totalement en rupture par rapport à la macroéconomie classique, pour laquelle seule la baisse du salaire réel pouvait accroître l'emploi.

Patinkin estime que l'ambiguïté aurait été réduite si Pigou avait déterminé le niveau des prix dans son système, moyennant une équation et une inconnue supplémentaire

Reproche n°2 : Patinkin souscrit au SENS de la relation pigovienne entre le niveau des prix et l'épargne. Mais l'INTENSITE de cette relation lui semble largement exagérée par Pigou. Il faut envisager l'hypothèse où, dans le cours de sa progression, la baisse des prix épuise son potentiel. « The savings function moves less and less to the right, until eventually it might respond only infinitesimally, no matter how much prices fall »⁶. Cette situation est illustrée par la figure de droite du graphique 7.7. La courbe S_3 est la position limite que l'épargne peut atteindre dans sa chute. Patinkin démontre mathématiquement la possibilité d'une telle situation. En fait, cette situation adviendra, si l'agent a atteint un niveau de consommation suffisamment élevé pour que l'utilité marginale de cette consommation tombe en dessous de l'utilité qu'il retire de la thésaurisation. Dans ce cas, l'accroissement des encaisses réelles donnerait lieu à thésaurisation et ne serait pas consommé.

⁵ Patinkin [277] p. 186

⁶ Patinkin [277] p. 188

Reproche n°3 : Pigou prend comme hypothèse que l'autorité monétaire maintient le stock monétaire constant pour permettre la baisse des prix et des salaires nominaux. Ce qui ne signifie pas qu'il recommande cette politique ; il s'agit d'une hypothèse de travail. Selon Patinkin, l'autorité qui appliquerait cette politique ferait fausse route. Le risque est celui d'une spirale déflationniste. La baisse des prix peut induire l'anticipation de baisses ultérieures. La consommation serait postposée, la demande globale faiblirait et le chômage s'accroîtrait au lieu de se réduire. La spirale déflationniste serait accélérée par deux phénomènes :

- l'incertitude favoriserait la tendance à thésauriser.
- L'accroissement du fardeau de la dette supporté par les débiteurs causerait des faillites

Une politique économique comptant sur l'effet Pigou pour faire reculer le chômage pourrait se révéler désastreuse. L'expérience montre que cette crainte est fondée : pendant les années trente, la baisse des prix fut sensible au point d'accroître considérablement les encaisses réelles, mais le revenu réel chuta.

MONNAIE INTERNE ET MONNAIE EXTERNE

En 1944, **Kalecki** adressa une autre critique à l'*effet de richesse*. Le stock monétaire peut être décomposé en deux parts :

- la monnaie EXTERNE dont la contrepartie est le stock d'or, les devises ou les créances sur les pouvoirs publics.
- La monnaie INTERNE, dont la contrepartie se compose de titres privés et créances sur le secteur privé⁷.

Selon Kalecki, un accroissement en termes réels de la monnaie interne appauvrit les débiteurs du système bancaire en même temps que s'accroît la richesse des détenteurs d'encaisses. Seule la monnaie externe peut produire un effet de richesse.

Cet argument fut assez largement accepté, au point que dans un article de 1947, Pigou lui-même admit cette restriction. L'acceptation ne fut pourtant pas unanime. Par exemple, Pesek & Saving (1967) estiment que la source interne ou externe de la monnaie importe peu ; quelle qu'en soit l'origine, la monnaie est un bien désiré parce qu'elle est source d'utilité ; à ce titre, elle mérite d'être considérée intégralement comme une richesse. Ils critiquent vertement les économistes comme Gurley & Shaw qui considèrent la monnaie principalement comme une dette.

L'argument de Kalecki peut être étendu à d'autres actifs que la monnaie. Les titres privés ne sont pas une richesse nette dans la mesure où l'existence d'une créance implique celle d'une dette. Concernant l'effet des baisses de prix, Patinkin note : « to every stimulated creditor corresponds a discouraged debtor »⁸. Le problème est extrêmement complexe, car l'effet d'une baisse des prix sur les débiteurs et sur les créanciers n'est pas nécessairement symétrique⁹.

⁷ La terminologie *monnaie interne* et *monnaie externe* est de Gurley & Shaw (1960).

⁸ Patinkin [277] p. 182

⁹ Si les créanciers sont des ménages et les débiteurs sont des entreprises, l'effet est d'autant plus difficile à analyser que les motivations des comportements diffèrent complètement. A mon avis,

Le capital physique et les biens durables ne voient pas leur valeur réelle augmenter lorsque les prix diminuent, car leur valeur nominale suit normalement l'évolution des prix. En fin de compte, il ne reste que deux actifs sujets à l'effet de richesse : la monnaie externe et la dette publique¹⁰. Comme nous le verrons dans la section suivante, la possibilité d'un effet de richesse sur la dette publique sera également mise en doute.

Dans son article « Wealth, Saving and the Rate of Interest » paru en 1951, **Metzler** aborde la question sous un tout autre angle. Plutôt que de discuter la réalité de l'effet de richesse, Metzler préfère poser la question : quelles sont les implications pour l'économie politique si on en accepte l'existence ? D'après lui, elles sont considérables. L'effet de richesse représente une rupture par rapport à la tradition classique et néoclassique. « Thus, in salvaging one feature of classical economics- the automatic tendency of the system to approach a state of full employment, Pigou and Haberler have destroyed another feature, namely, the real theory of interest rate »¹¹.

- La théorie classique du taux d'intérêt est une théorie REELLE, car ce sont des facteurs réels, l'épargne et l'investissement, qui le déterminent.
- La théorie keynésienne du taux d'intérêt est une théorie MONÉTAIRE, car celui-ci dépend de l'offre et la demande de monnaie.
- Si on l'assortit de l'*effet de richesse*, la théorie classique reste réelle pour les variations de la *monnaie externe* mais devient monétaire pour les variations de la *monnaie interne* : comme chez Keynes, l'*open market policy* est capable de diminuer durablement le taux d'intérêt.

Partons d'un achat de titres par la banque centrale et voyons-en les conséquences chronologiquement. Il y aura d'abord une première phase keynésienne où les liquidités apportées aux agents poussent à la demande de titres et donc font baisser le taux d'intérêt. Mais une deuxième phase suit presque immédiatement qui annule les effets de la précédente. Le niveau des prix hausse sous l'effet de la demande globale dopée par les liquidités ajoutées. Face à ces prix qui haussent, les entrepreneurs ont besoin de plus de capitaux pour continuer à fonctionner comme avant. La demande de capitaux rejoint l'offre qui l'avait précédée dans sa hausse et le taux d'intérêt revient à son niveau initial.

L'*open market policy* transfère des titres des détenteurs privés vers la banque centrale et affecte donc le patrimoine mobilier des épargnants en tant que groupe social. Ceux-ci ont cédé une part de leur portefeuille mais les titres qu'ils conservent gagnent de la valeur du fait de la baisse du taux d'intérêt. Inversement, les épargnants ont obtenu des liquidités en échange des titres mais l'inflation grignote la valeur de ces avoirs monétaires.

l'accroissement de la dette réelle des entreprises n'entraîne pas d'effet direct sur la consommation et l'épargne. Toutefois, l'insolvabilité peut dérégler considérablement l'économie.

¹⁰ En supposant que l'« appauvrissement » de l'Etat n'affecte pas négativement la consommation.

¹¹ Metzler [257] p. 95

Metzler suppose que la dévalorisation des encaisses est plus sévère que les gains en capital sur les titres. Les ménages s'appauvrissent donc. Le processus décrit par Metzler entre dans sa troisième phase et c'est ici qu'intervient l'*effet de richesse*. La propension à épargner des ménages appauvris augmente. La hausse de l'épargne qui s'ensuit pousse le taux d'intérêt à la baisse. Contrairement à la baisse constatée dans la première phase, celle-ci est durable ; le nouvel équilibre est stable.

Si la création monétaire avait porté sur la monnaie EXTERNE, le processus se serait arrêté à la deuxième phase. Toutes les grandeurs nominales auraient augmenté dans la même proportion que les prix ; la richesse réelle n'aurait donc pas varié, pas plus que sa répartition entre les titres et les encaisses, et l'effet de richesse n'aurait pas joué.

Metzler tire cette conclusion intéressante : « The power of the banking authorities to alter the equilibrium interest rate is attributable not to their influence upon the nominal quantity of money but to their influence upon the quantity and value of privately held securities »¹².

*

APPENDICE: LE MODELE DE METZLER

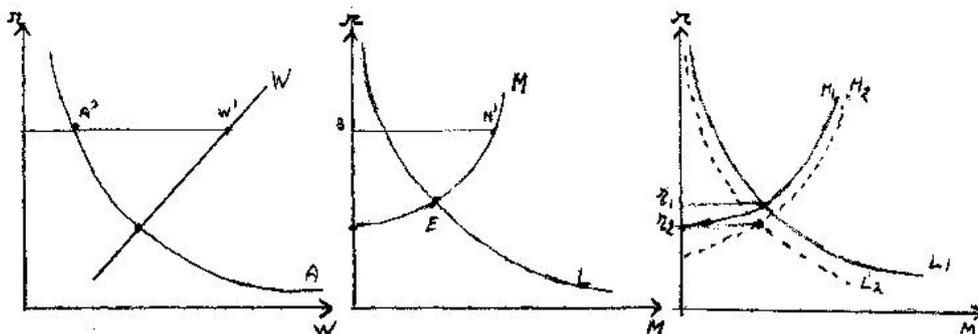
Metzler démontre son idée à l'aide d'un modèle à deux actifs : la monnaie et les actions. Il y a donc deux marchés : le marché des actions et le marché des biens ; l'équilibre de ce dernier correspond à l'équilibre entre l'épargne et l'investissement. Le graphique 44-1 illustre la démonstration.

Sur la figure de gauche, la courbe W relie les différentes combinaisons de la richesse (W) et du taux d'intérêt (r) pour lesquelles l'égalité entre I et S est assurée. Lorsque r augmente, l'épargne tend à dépasser l'investissement. Lorsque W augmente, l'investissement tend à dépasser l'épargne de par l'effet de richesse. Les deux doivent donc croître et décroître de concert. Quant à la courbe A , elle donne la valeur totale des actions détenues par le secteur privé ; elle est évidemment fonction décroissante du taux d'intérêt.

Comme il n'y a que ces deux actifs, la part du patrimoine non détenue sous forme d'actions doit l'être sous forme d'encaisses. Sur la figure centrale, la courbe M indique la quantité de monnaie à détenir pour respecter la condition $W = M + A$. L'écart entre cette courbe et l'axe vertical équivaut en tout point à l'écart entre les courbes W et A sur le graphique de gauche. L'équilibre monétaire implique l'égalité entre la monnaie détenue (courbe M) et la demande de monnaie qui est exprimée par la courbe L bien connue. L'équilibre est donné par le point E à l'intersection des deux courbes. Cet équilibre est stable.

¹² Metzler [257] p. 107

Graphique 44-1 : Effet de l'open market policy sur le taux d'intérêt, avec l'effet de richesse



Les deux premiers graphiques montrent comment s'obtient l'équilibre E. La courbe M est dessinée de telle façon que les segments A'W' et BM' se valent. Le troisième graphique montre un déplacement de l'équilibre.

Supposons que la banque centrale crée de la monnaie en achetant des actions. Ce transfert réduit la quantité d'actions détenues par le secteur privé. La courbe A recule vers la gauche ; l'écart avec W s'accroît ; la courbe M se déplace donc vers la droite. Simultanément, la courbe L recule vers la gauche, car une proportion constante entre les actions et la monnaie implique que les agents se retrouvent avec un excédent de monnaie.

La figure de droite montre que les déplacements simultanés des courbes M et L entraînent une baisse du taux d'intérêt de r_1 à r_2 . Le nouvel équilibre est stable ; la baisse du taux d'intérêt est définitive. Ce qui n'était pas le cas d'une première baisse du taux d'intérêt causée par l'augmentation du prix des actions due à l'open market policy. Cette baisse initiale avait stimulé la demande globale et donc déclenché une poussée inflationniste, dont le résultat était le retour au taux d'intérêt initial (cf. le processus cumulatif de Wicksell). Mais ici intervient l'effet de richesse : la hausse des prix a appauvri le public, qui épargnera donc plus, ce qui réduira le taux d'intérêt.

Sans l'effet de richesse, la courbe W serait horizontale au niveau du seul et unique taux d'intérêt capable d'égaliser I et S. La courbe M n'aurait même pas de signification.

*

Ce débat s'imbriquera avec celui relatif à l'endettement : voir extrait 45