

8.3.2. Le cycle causé par les phénomènes monétaires

Tout comme, d'ailleurs, les théories du surinvestissement, les théories monétaires du cycle ont une histoire ancienne. Mais elles connaissent leur heure de gloire entre les deux guerres, avec Hawtrey en Angleterre et avec l'école autrichienne représentée par Hayek¹ et Mises. Le présent sous-chapitre examinera d'abord la théorie monétaire du cycle qu'Hayek exposa dans deux essais, « Monetary Theory and the Trade Cycle » (1929) et « Prices and Production » (1931). Nous élargirons l'analyse à la conception de la monnaie chez Hayek. Le sous-chapitre abordera ensuite la critique de la théorie hayekienne par Kaldor et la controverse entre les deux économistes qui s'ensuivit (1939-1942).

HAYEK : CREDIT ET DETOURS DE LA PRODUCTION

La théorie hayekienne du cycle repose sur deux piliers :

- L'opposition wicksellienne entre le taux d'intérêt naturel et le taux monétaire.
- La tradition autrichienne des détours de la production.

Si l'octroi de crédits et la création monétaire associée sont excessifs, le taux monétaire tombe en deçà du taux naturel. Le taux d'intérêt trop bas et le crédit facile poussent à l'accroissement de l'intensité capitaliste de la production, autrement dit à une production plus détournée. Les aléas monétaires augmentent et réduisent tour à tour les détours de la production ; ce processus entraîne toute l'économie dans son sillage. Voilà le cycle hayekien brièvement résumé.

Après une dépression, lorsque l'économie reprend, les banques se laissent aller à l'excès de crédit. von

Mises en impute la responsabilité au pouvoir politique qui, par démagogie, préfère l'inflation à la dépression. Plus pondéré que son collègue, Hayek conçoit que le phénomène peut également être endogène. Pressées par la concurrence entre elles, les banques commerciales veulent profiter de l'accroissement de la demande de crédit des entreprises et n'hésitent pas à réduire leur coefficient de réserve monétaire pour ne pas rater le train. Ce faisant, elles peuvent accroître l'encours de crédit, en diminuant leur taux d'intérêt si nécessaire.

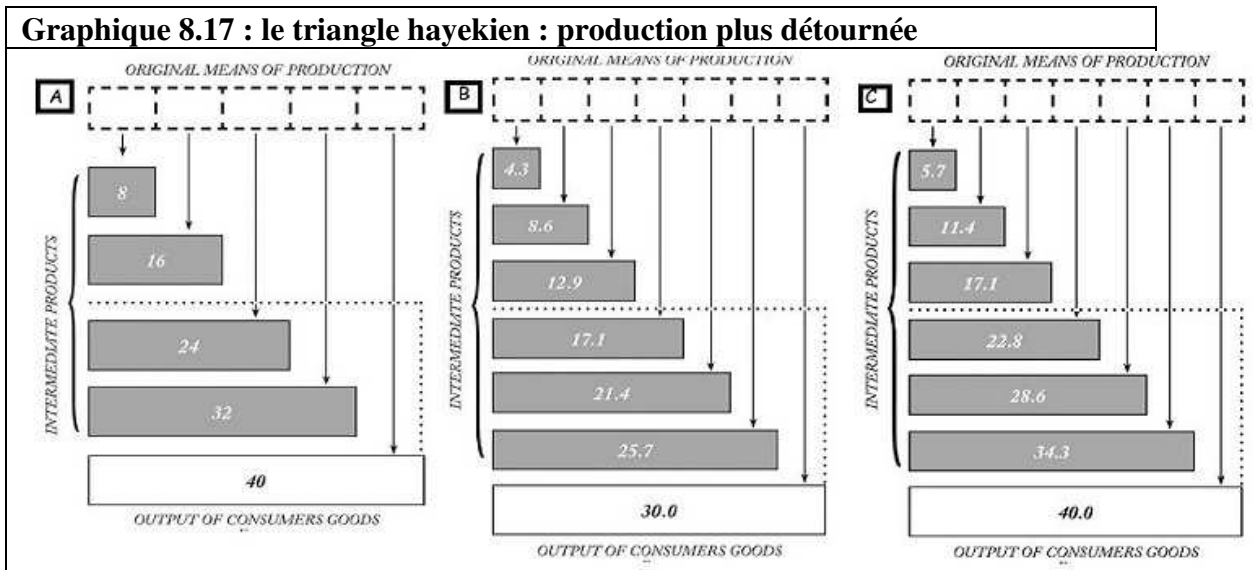
Hayek introduit dans « Prices and Production » ses fameux *triangles* qui lui permettent de visualiser les détours de la production et donc de comparer leur évolution selon que les capitaux proviennent de l'épargne ou du crédit monétaire (figure 8.17). Il s'agit d'un empilement vertical de rectangles de largeur croissante, formant grosso modo un triangle rectangle. Le rectangle du bas représente la production de biens de consommation. Plus on monte, plus les biens sont d'un ordre supérieur. La hauteur du rectangle correspond à la période de production absolue, exprimée comme une variable discrète dont l'unité est le stade (pour simplifier). Le supplément de largeur d'un rectangle par rapport à celui juste au-dessus correspond aux facteurs primaires ajoutés à ce stade de la production. Les nombres inscrits dans les rectangles indiquent la valeur (et non la quantité physique) que le produit atteint au stade considéré ; ils sont repris de l'exemple chiffré donné par Hayek. Le capital social vaut le total des rectangles autre

¹ Hayek quitta l'Autriche pour professer à la *London School of Economics* à partir de 1930. La LSE comptait sur lui comme fer de lance dans la rivalité qui l'opposait à Cambridge.

que celui des biens de consommation (base du triangle). Hayek introduit les simplifications suivantes :

- égalité de l'accroissement à chaque stade (sinon, ce n'est plus un triangle)
- l'intérêt est ignoré. La valeur d'un rectangle par rapport au précédent devrait s'accroître non seulement de l'adjonction de facteurs primaires supplémentaires, mais aussi de l'intérêt sur les stades antérieurs (cf. Wicksell).
- le passage d'un stade à l'autre implique toujours un échange monétaire entre deux entreprises distinctes.

Dans ces conditions, la période de production moyenne vaut la moitié de la hauteur du triangle



Au départ, l'appareil productif de l'économie se présente tel que décrit par par la figure 8.17-A. Supposons que la demande de biens capitaux par les entreprises augmente, de telle façon que le rapport capital/ produit passe de 2 à 3. Le financement de ces investissements peut emprunter deux voies :

- 1- l'épargne volontaire (figure 8.17-B) : la société remplace une partie de la production des biens de consommation par la fabrication de biens capitaux. Ce déplacement implique nécessairement l'augmentation de la hauteur du triangle. Par hypothèse, la masse monétaire et sa vitesse de circulation sont restées constantes, tout comme l'offre de facteurs primaires. Le revenu NOMINAL global restant constant, les valeurs des différents stades diminuent parce qu'elles sont exprimées en monnaie dont la valeur unitaire s'accroît ; le prix des biens de consommation bénéficie de la productivité accrue des détours nouveaux et baisse plus encore que la valeur du triangle inférieur ; le revenu REEL hausse donc, même si cela ne transparaît pas dans les valeurs nominales.
- 2- le crédit monétaire (figure 8.17-C) : le revenu nominal augmente des 40 correspondant à l'accroissement du capital total ; le produit physique est le même qu'à la figure 8.17-B, mais sa valeur est plus élevée, car le prix des biens de consommation a moins diminué que dans le cas précédent.

Entre ces deux voies, il existe une différence fondamentale. L'évolution résultant de l'épargne est irréversible, car elle résulte d'un choix volontaire des investisseurs. Au

contraire, dans le cas du crédit, le sacrifice de l'épargne est consenti involontairement par les consommateurs subissant une hausse des prix². Hayek met en avant le concept d'*épargne forcée*. "(This sacrifice) comes about not because (consumers) want to consume less, but because they get fewer goods for their money income. There can be no doubt that, if their money receipts should rise again, they would immediately attempt to expand consumption to the usual proportion"³. Les détours de la production feraient alors marche arrière. Le changement de structure de la production n'est donc pas irréversible.

Le crédit, l'épargne et les variations du taux d'intérêt associées influencent la structure de la production en modifiant le rapport entre la base et la hauteur du triangle hayekien. Ainsi, une baisse du taux d'intérêt fera passer le centre de gravité plus en hauteur. Pratiquement, l'ajustement de l'appareil productif dépend de la direction prise par l'investissement, plus en aval ou plus en amont ; mais il passe aussi par le transfert d'équipements *non spécifiques* d'un stade à l'autre. Chaque équipement a une productivité marginale potentielle dans les stades où il peut intervenir et prendra la direction qui conduira à l'égalisation de ces productivités marginales. Si l'économie connaît une poussée de l'intensité capitalistique, les entreprises des stades antérieurs verront leur prix de vente monter, ce qui accroîtra la productivité marginale de leurs biens capitaux, provoquant un afflux de nouveaux biens.

Après avoir rassemblé les pièces du puzzle, nous pouvons maintenant reconstituer le cycle conjoncturel. Tout commence avec des moyens supplémentaires que le crédit met à la disposition des entreprises, moyennant une baisse du taux d'intérêt. Les prix des biens d'ordre supérieur s'élèvent, ainsi que leur part dans la production qui devient donc de plus en plus détournée. Le cycle est dans sa phase d'expansion. Dans un premier temps, l'essor des productions d'ordre supérieur se nourrit du crédit, et n'obère pas la production des industries en aval. Toutefois, après un certain temps, il détournera des ressources de la production de biens de consommation qui s'en trouvera réduite. Et cela au moment où le revenu disponible des facteurs production, dopé par la croissance du revenu nominal fait hausser la demande de ces biens de consommation. Par le jeu de l'offre et de la demande, leur prix s'élève par rapport à celui des biens de production.

La production de biens de consommation, devenue plus profitable, attire les ressources à elle : la production devient moins détournée ! C'est le retournement conjoncturel. L'emploi chute dans les processus longs mais l'embauche ne commence qu'à pas timides dans les processus courts. Le chômage s'accroît. Hayek constate une asymétrie : la transition vers une production plus détournée ne cause pas de problèmes ; la transition vers une production moins détournée débouche sur la crise.

Paradoxalement, l'octroi de crédit à l'investissement aboutit en définitive à la même situation que si ce crédit avait été octroyé directement à la consommation. Cette évolution ne pourrait être évitée qu'en continuant à augmenter la masse monétaire par toujours plus de crédits aux entreprises ; mais il est évident qu'un tel processus ne peut durer indéfiniment.

² Dans l'exemple ci-dessus, le prix a haussé par rapport à son niveau d'équilibre qui était lui-même en baisse.

³ Hayek [144] p. 243

Pour assurer un progrès économique équilibré, il faut éviter que la consommation augmente sans accompagnement de l'épargne. La production doit augmenter proportionnellement aux différents stades. Le fait qu'en dépression, une partie du capital reste oisif ne signifie pas qu'il y ait pléthore de capital et excès d'épargne. Que du contraire ! Il faudrait épargner plus (et donc consommer moins) afin d'investir dans des productions qui rendraient rentable l'utilisation de ce capital apparemment excédentaire.

Le crédit à la consommation est à proscrire absolument. Le crédit à l'investissement est nuisible lorsqu'il fait paraître rentables des processus plus détournés que ce qui résulte de l'état naturel. D'une façon générale, Hayek est réticent aux stimulants artificiels.

LA THEORIE MONETAIRE DE HAYEK

Hayek critique les théories monétaires qui prévalaient à son époque, principalement celle de Fisher. Il est un des premiers économistes néoclassiques à se départir de la vision dichotomique. Il affirme qu'une variation du stock monétaire affecte les prix relatifs et le revenu réel, et ce de façon directe, c'est-à-dire autrement que par le biais de l'effet sur le niveau général des prix. Contrairement à Wicksell qui voulait favoriser la stabilité des prix par l'égalité entre le taux d'intérêt naturel et le taux courant, Hayek estime que ces deux objectifs sont inconciliables. La stabilité des prix n'est compatible avec des variations de la production que si le stock monétaire suit ces variations, ce qui bouscule l'équilibre entre l'offre et la demande de capitaux et donc le taux d'intérêt.

Il y a toutefois un théoricien monétaire qui recueille l'admiration de Hayek : Cantillon, pour sa théorie selon laquelle l'effet d'une variation du stock monétaire dépend de son itinéraire : par quelles poches est-elle entrée. Ces variations, presque toujours, modifient les rapports de prix entre les différents stades de la production. Il en résultera une déformation de la structure de la production et une modification de son volume.

Le dernier chapitre de « Prices and Production » s'intitule « Pour ou contre une monnaie élastique ». Selon Hayek, l'*élasticité du système monétaire* est la facilité avec laquelle la masse monétaire répond à certains stimuli. Une élasticité élevée a, certes, l'avantage de la souplesse. Mais comme l'a montré la section précédente, l'instabilité économique peut lui être imputée. Plutôt que la *monnaie élastique*, Hayek défend ce qu'il appelle la *monnaie neutre*, c'est-à-dire celle qui n'induit pas d'écart entre le taux d'intérêt naturel et le taux courant. Comme on l'a dit, la monnaie neutre ne mène pas nécessairement à la stabilité des prix, objectif que Hayek ne préconise pas. Selon lui, la meilleure manière d'assurer la neutralité monétaire est l'invariabilité du stock monétaire. Il écrit : "It would appear rather that the fall of prices proportionate to the increase in productivity, which necessarily follows when, the amount of money remaining the same, production increases, is not only entirely harmless but is in fact the only means of avoiding misdirections of production"⁴.

Hayek reconnaît néanmoins un motif qui justifie valablement l'ajustements du stock monétaire. C'est l'adaptation à ce qu'il appelle le *coefficient de transaction monétaire*.

⁴ Hayek [144] p. 283

Celui-ci mesure la part relative des flux productifs visualisés dans les triangles, qui se réalise sous la forme d'un échange monétaire. Ce ratio dépend de l'organisation générale des affaires, notamment du degré d'intégration verticale des entreprises⁵.

Concluons avec ces citations :

- "bankers need not be afraid to harm production by overcaution".
- "It is probably an illusion to suppose that we shall ever be able entirely to eliminate industrial fluctuations by means of monetary policy"⁶.

LA CONTROVERSE ENTRE HAYEK ET KALDOR

Cette controverse se déroule en trois phases : en 1939, **Kaldor** publie « Capital Intensity and the Trade Cycle », un article critiquant la conception du cycle exposée dans « Prices and Production ». Peu de temps plus tard, Hayek publie son essai « Profits, Interest and Investment ». Dans quelle mesure est-il et se veut-il une réponse à Kaldor ? L'explication du cycle qui y apparaît s'écarte apparemment de celle de « Prices and Production », mais Hayek prétend que les deux essais concordent. En 1942, Kaldor revient à a charge, pointant la discordance entre les deux essais de Hayek et critiquant le second.

Dans « Prices and Production », l'intensité capitalistique de la production varie procycliquement. Selon Kaldor, c'est l'inverse qui est vrai.

- Concernant le CAPITAL EXISTANT, en période de boom, les recrutements font monter le nombre d'emplois sur le capital existant ; en dépression, des équipements restent sous-utilisés, faute de bras.
- Concernant le NOUVEAU CAPITAL, le taux d'intérêt élevé et le salaire réel modéré, caractéristiques du boom, favorisent les technologies intenses en travail. En dépression, c'est l'inverse.

Certes, la confiance qui inonde l'économie pendant l'expansion exerce un effet semblable à une baisse du taux d'intérêt, puisqu'elle abaisse la prime de risque, mais la tendance à la baisse de l'intensité capitalistique l'emporte⁷. Quoi qu'il en soit, au vu de la marge assez étroite de variation du taux d'intérêt, Kaldor déduit que les fluctuations cycliques de l'intensité capitalistique sont mineures.

Par unité d'accroissement de la capacité productive, il faut plus de capital investi lorsque l'intensité capitalistique est élevée que lorsqu'elle est basse. D'une certaine façon, les investissements à haute intensité capitalistique freinent l'accroissement de la capacité productive, alors que les investissements à basse intensité capitalistique l'élèvent. Compte tenu de l'évolution contracyclique de l'intensité capitalistique, Kaldor conclut que la capacité productive augmente plus que l'investissement durant le boom et moins que lui durant la dépression.

⁵ Dans un essai ultérieur (1939), il acceptera également que la masse monétaire s'adapte à l'offre des facteurs primaires.

⁶ Hayek [144] p. 298

⁷ Il n'est peut-être pas inintéressant de connaître l'avis de **Harrod** sur cette question : « What probably happens is that, while the rate at which production as a whole becomes more capitalistic is higher in the boom, just because there is more replacement and new investment going on, the amount by which methods of production become more capitalistic per unit of new investment is less in the boom than in the slump » ([131] p. 94).

C'est cet accroissement débridé de la capacité productive pendant le boom qui causera le recul de l'investissement et le retournement conjoncturel, pour deux raisons :

- La croissance du revenu entraîne celle de la propension marginale à épargner, ce qui empêche la demande des biens de consommation de suivre l'offre ;
- Les investissements du boom aboutissent à une pénurie de main d'œuvre.

En définitive, le boom ne cesse pas parce que l'intensité capitaliste est devenue excessive, comme l'affirmait Hayek, mais à cause de son insuffisance.

Kaldor critique également le concept d'épargne forcée et rappelle la position keynésienne : toute épargne est volontaire⁸.

Dans l'essai de **Hayek** « Profits, Interest and Investment », l'intensité capitaliste devient contracyclique, comme chez Kaldor, et la monnaie et le crédit sont à peine mentionnés. Cet essai semble moins intéressant que « Prices and Production » et la place nous manque pour l'exposer en détail.

Le concept central est ce que Hayek appelle – un peu improprement selon Kaldor – l'*effet Ricardo* : “Its substance is contained in the familiar Ricardian proposition that a rise in wages will encourage capitalists to substitute machinery for labour and vice versa”⁹. Il s'agit bien entendu du salaire REEL, sujet aux variations du prix des biens de consommation. Précisément, ces prix jouent un rôle important dans le scénario.

Avec l'effet Ricardo, la hausse du prix du bien final décourage les longs détours de la production pour deux raisons :

- La hausse du prix des biens de consommation fait baisser le salaire réel.
- L'augmentation du prix du bien final, lorsque le coût reste constant, accroît la profitabilité des détours courts plus que celle des détours longs¹⁰.

Précisément, dans la deuxième phase du boom, lorsque la consommation s'est déjà bien redressée, la pression de la demande de biens de consommation pousse leur prix à la hausse. Dès lors, les entreprises de ce secteur vont combiner leur équipement avec plus de travail et acheter des machines moins chères qui économisent une quantité de travail moindre. Les entreprises du haut du triangle hayekien commencent à souffrir de ces choix, ce qui entraîne du chômage. Le retournement conjoncturel est amorcé ; il s'accroît lorsqu'en conséquence baissent la demande et le prix des biens de consommation.

⁸ Comme nous l'avons vu au sous-chapitre 5.1.1, Keynes ne croyait pas que des investissements pouvaient être financés par le système bancaire sans qu'une épargne correspondante soit suscitée.

⁹ Hayek [141] p. 8

¹⁰ Pour bien le comprendre, il faut considérer l'application d'un facteur primaire à des instants différents, comme on la retrouvait chez Böhm Bawerk ou chez Wicksell. Imaginons une production impliquant une application de travail valant 100 unités deux ans avant la commercialisation et une application de 100 six mois avant la commercialisation. Si le taux d'intérêt vaut 6%, la première doit rapporter un profit de 12 et la seconde un profit de 3. Si maintenant le prix augmente de 2%, la première rapportera 14, soit un accroissement de 17% et la seconde 5, soit un accroissement de 67%.

La reprise viendra parce que l'investissement ne peut pas tomber plus bas que les nécessités du renouvellement du capital. La reprise et le début de l'expansion sont caractérisés par des investissements importants, tant en largeur qu'en profondeur. La situation reste saine tant que l'offre des biens de consommation suit leur demande. Ce ne sera pourtant pas le cas indéfiniment. Hayek montre que le taux de profit trop bas stimule l'augmentation du revenu et défavorise l'industrie des biens de consommation. S'ensuit une pression de la demande de biens de consommation sur l'offre, une augmentation de leur prix et un accroissement du taux de profit. L'épargne n'arrive plus à suivre l'investissement. La demande de biens de consommation se fait pressante. Nous revoici au point où nous avons pris le cycle en marche.

Je en mentionnerai pas les critiques de Kaldor (1942) à l'encontre de cette théorie, exposée ici trop brièvement ; elles sont plus véhémentes que celles de 1939 à l'encontre de « Prices and Production ». Dans son commentaire sur cette critique, Hayek persiste à prétendre qu'il n'a qu'une seule théorie, qui a juste un peu évolué.

Kaldor reconnaît une continuité sur deux points :

- Ce qu'il appelle l'*effet d'accordéon*. L'intensité capitaliste connaît un cycle de gonflement-dégonflement lié au cycle conjoncturel, synchronisé avec lui dans « Prices and Production » et inversé dans « Profits, Interest and Investment ». Cette appellation *effet d'accordéon* est devenue l'étiquette par laquelle est souvent désignée la théorie hayekienne du cycle.
- C'est l'excès de consommation qui retourne la conjoncture vers le bas et non son insuffisance comme le pensent la majorité des économistes.

Kaldor ne croit pas à l'effet d'accordéon. Il assène un argument qui me paraît imparable et évident. Du fait de l'innovation technologique, la mécanisation connaît un trend croissant à long terme. A aucun moment, les firmes n'ont avantage à lui faire violence pour des raisons temporaires. Kaldor montre également, que même dans l'hypothèse improbable où l'effet se manifesterait, il ne pourrait atteindre l'ampleur nécessaire pour conduire au cycle conjoncturel. Selon lui, les variations du taux d'investissement au cours du cycle reflètent des mouvements de sa largeur, non de sa profondeur.

LA DENATIONALISATION DE LA MONNAIE

Comme nous avons esquissé la théorie monétaire de Hayek, une digression s'impose pour évoquer sa proposition de mettre fin au monopole de l'Etat sur l'émission de monnaie fiduciaire. Faisons un bond de quarante ans, jusqu'en 1976 quand paraît son essai « Denationalisation of Money : The Argument Refined ». Pour Hayek, virulent opposant de toujours à l'intervention de l'Etat dans l'économie, cette proposition est une évidence. Il s'étonne qu'elle n'ait jamais été examinée sérieusement auparavant.

Les banques commerciales qui le souhaitent dispenseraient des crédits, gèreraient les comptes de leurs clients et émettraient des billets de banque dans une monnaie qui est leur propre création ; il coexisterait donc de nombreuses monnaies indépendantes. Les

monnaies publiques existantes disparaîtraient rapidement, incapables de faire jeu égal avec des monnaies mieux gérées parce que privées¹¹.

Supposons que nous pouvons observer le système en fonctionnement et décrivons-le. La « banque Hayek » émet des « ducats » ; à cette fin, elle dispose de deux canaux : elle achète au public intéressé d'autres monnaies et elle consent des prêts en ducats. A l'origine, elle avait déterminé un panier de produits, le plus probablement des matières premières cotées, qui servira de référence pour sa valeur tout au long de son existence. Le robinet des émissions s'ouvre plus ou moins grand selon l'évolution du cours de la monnaie par rapport à la valeur de ce panier. L'objectif de la banque est de garder ce rapport constant. Le public est abondamment informé des écarts, notamment par la presse. Si la banque Hayek applique une politique d'émission trop laxiste par des taux d'intérêt débiteurs trop bas, le public se méfie de sa monnaie ; par le jeu de l'offre et la demande le cours du ducat baissera par rapport à celui des autres monnaies. Si la banque Hayek a une obligation primordiale, c'est bien d'échanger les ducats qui lui reviennent ; l'incapacité de l'assumer implique la faillite. Une telle perspective suffit à insuffler les bons réflexes aux banquiers. Hayek croit à la discipline imposée par les marchés. En plus du droit d'émettre de la monnaie, il préconise la dérégulation de l'activité bancaire.

Le système monétaire prôné par Hayek fonctionne sans banque centrale. Quant au concept de politique monétaire, il devient sans objet.

Tous les salariés ne reçoivent pas leur salaire dans la même unité monétaire. Les commerçants sont motivés pour accepter un large éventail de monnaies. L'étiquetage des prix est, certes, un peu compliqué. Le paiement électronique facilite les transactions.

On ne peut exclure qu'une monnaie mal gérée défaille complètement. Les droits et obligations à long terme libellés dans cette monnaie ne s'effaceraient pas pour autant ; les tribunaux y veilleraient. Par contre, les détenteurs de liquidités seraient délestés de leur avoir.

Le but ultime de cette réforme est de prévenir l'inflation, que Hayek considère comme le mal absolu. L'inflation rend approximative la comptabilité des entreprises et donc les actions fondées sur elle. Elle favorise l'accroissement des dépenses publiques au-delà des recettes, puisque l'emprunt sera remboursé au rabais. Or l'histoire monétaire se révèle être la sempiternelle répétition d'un scénario de dépréciation des monnaies. Parlant de l'inévitabilité de l'inflation sous le régime actuel, il écrit : « But I believe that it will lead to the destruction of our civilisation unless we change the political framework »¹². L'avantage d'opérer toutes ses transactions avec une seule monnaie monopolistique a un coût que le public trouvera excessif lorsqu'il le comprendra. Avec la concurrence entre les monnaies, l'inflation ou la déflation généralisées se révéleront

¹¹ On connaît la *loi de Gresham* selon laquelle « les mauvaises monnaies chassent les bonnes », entendant par là que les acteurs économiques voudront écouler les mauvaises monnaies dans leurs transactions afin de conserver les bonnes. C'est un peu le scénario inverse que prédit Hayek, mais il rappelle que la loi de Gresham s'applique à des monnaies entre lesquelles existe une parité fixe.

¹² Hayek [142] p. 84

impossibles. Pastichant Adam Smith, Hayek écrit : « Good money can come only from self-interest, not from benevolence »¹³.

Comme la politique monétaire, la théorie quantitative est également frappée d'obsolescence. Hayek reste fidèle à sa conception monétaire de « Prices and Production », si ce n'est qu'il ne croit plus qu'une monnaie peut être neutre. Il reproche aux monétaristes d'ignorer l'effet de la monnaie sur les prix relatifs et sur la structure de la production.

Pour contrer les effets indésirables de l'inflation sur la répartition des revenus, Milton Friedman avait préconisé l'indexation des contrats, envisageant non seulement les salaires mais tous les revenus fixes, y compris l'intérêt des fonds d'Etat. Hayek dénonce cette solution. En allégeant certains maux causés par l'inflation, on la rend plus tolérable, ce qui affaiblira la motivation pour l'extirper.

A plus d'une reprise, Friedman exprimera son scepticisme à l'égard de la réforme monétaire proposée par Hayek. Il doute que le public abandonne les monnaies auxquelles il est habitué.

*

Böhm Bawerk : voir extrait 14

Théorie autrichienne du capital : voir extrait 61.

¹³ Hayek [142] p. 131