

## **5.1- LA REVOLUTION KEYNESIENNE**

A partir des années trente, l'université de Cambridge (Grande Bretagne) devient le foyer de contestation de la théorie néoclassique dominante.

### **KEYNES ET LA *THEORIE GENERALE***

Dans les années trente, le monde connaît la plus grande dépression de son histoire : le chômage bat tous les records. Or l'économie politique tant classique que néoclassique donne une description des rouages de l'économie qui exclut ce genre de crises. Elle enseigne que grâce notamment à la flexibilité des prix (en ce compris les salaires et le taux d'intérêt), tout déséquilibre entraîne un ajustement qui fait revenir le système à un nouvel équilibre. Or le chômage involontaire n'est rien d'autre qu'un déséquilibre sur le marché du travail, en l'occurrence un excès de l'offre sur la demande. En pareil cas, les économistes néoclassiques estimaient qu'une baisse du salaire suffisait à rétablir l'équilibre général et le plein emploi.

C'est dans ce contexte que l'économie politique connaît la plus grande secousse de son histoire. La « General Theory of Employment, Interest and Money » que John Maynard Keynes publie en 1936 est un coup de tonnerre dans le ciel de l'économie. Keynes fustige les économistes qui l'ont précédé, qu'il appelle les « classiques », mais qui comprennent aussi bien les néoclassiques que les classiques<sup>1</sup>. Ce livre comporte deux aspects qui sont totalement imbriqués : d'une part, il est une critique impitoyable de l'économie classique ; d'autre part, il propose un nouveau modèle macroéconomique.

Agé de cinquante-trois ans lorsque parut la Théorie Générale, Keynes avait déjà un curriculum glorieux. Il avait été élevé dans la tradition marshallienne, régnait sur Cambridge avec Pigou<sup>2</sup> et était devenu l'une des voix les plus écoutées dans le monde de l'économie politique. La *Théorie Générale* innove par rapport aux écrits antérieurs de Keynes, principalement son « Treatise on Money » (1930) vis-à-vis duquel il prit ses distances.

La Théorie Générale suscita immédiatement un débat intense parmi les économistes, débat qui sera d'autant plus passionné que ses implications sont politiques. En effet, Keynes condamne le *laissez faire* cher aux classiques ; lorsque le marché ne parvient pas à amener le plein emploi, il revient aux pouvoirs publics de soutenir la demande globale en dépensant plus, même au prix d'un déficit du budget de l'Etat. Keynes se tint personnellement en retrait de ces discussions, si ce n'est par quelques articles parus en 1937 (cf. infra) ; ensuite sa santé déclina. L'essentiel du débat se déroula dans les années cinquante à soixante-dix ; nous lui consacrons le titre VII.

---

<sup>1</sup> Bien que je considère la distinction des écoles classique et néoclassique comme essentielle, lorsque je traiterai de Keynes, j'utiliserai sa propre terminologie qui regroupe les deux écoles sous l'appellation « classiques ».

<sup>2</sup> La *Théorie Générale* prit un ouvrage de Pigou consacré au chômage (1933) comme modèle de l'économie classique, objet de ses critiques. La relation entre les deux hommes en souffrit.

### 5.1.1. Les mécanismes keynésiens

#### 1- Le marché de l'emploi et la rigidité des salaires nominaux

Vers la fin de son ouvrage, Keynes écrit : « Nous avons démontré que, en cas d'insuffisance de la demande effective, la main d'œuvre est sous-employée en ce sens qu'il y a des hommes sans emploi désireux de travailler pour moins que le salaire réel en vigueur »<sup>3</sup>. Le *chômage involontaire* est au centre de l'ouvrage. Keynes en exclut le *chômage frictionnel*. Concernant la thèse classique que le chômage ne serait pas involontaire, Keynes écrit : « Le volume de l'emploi connaît d'amples variations, sans qu'il y ait des changements apparents, ni dans les salaires minima exigés par la main-d'œuvre ni dans sa productivité. L'ouvrier n'est pas plus intransigeant en période de dépression qu'en période d'essor »<sup>4</sup>. Que le lecteur ne se méprenne pas : il ne s'agit pas de savoir s'il peut ou non y avoir du chômage volontaire mais s'il peut y avoir ou non du chômage involontaire.

Pour les classiques, le marché du travail se caractérise par une offre correspondant à la désutilité croissante du travail qui croise une demande correspondant à la productivité marginale décroissante du travail. L'égalisation de cette offre et cette demande détermine à la fois le niveau de l'emploi et le salaire. Le salaire ainsi déterminé est évidemment le *salaire réel*. Le *salaire nominal* n'est rien d'autre que le salaire réel multiplié par le niveau général des prix et la distinction entre les deux ne joue aucun rôle dans la théorie classique. Si à la suite d'une baisse de la productivité marginale du travail, un chômage devait advenir, la baisse du salaire nominal négocié entre les employeurs et les employés, réduirait le salaire réel jusqu'à ce qu'il atteigne le nouveau niveau compatible avec l'équilibre. Le chômage involontaire ne peut donc pas être durable.

Pour Keynes, la distinction entre le salaire nominal et le salaire réel est essentielle. Il considère que les classiques font erreur lorsqu'ils pensent que les négociations salariales sont capables de déterminer le salaire réel. Il considère que le critère de l'offreur de travail n'est pas le salaire réel mais le salaire nominal : « 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 »<sup>5</sup>. En voici la raison : les baisses du salaire nominal se négocieraient, secteur par secteur, entreprise par entreprise, salarié par salarié ; elles modifieraient donc toute l'échelle des salaires les uns par rapport aux autres. Une hausse des prix, quant à elle, érode tous les salaires de façon égale et suscitera donc moins de tensions. « En d'autres termes, la compétition autour des salaires nominaux influe surtout sur la répartition du salaire réel global entre les groupes de travailleurs et non sur le montant moyen par unité de travail, lequel dépend comme nous le verrons plus tard, d'une autre série de facteurs »<sup>6</sup>.

Il est donc illusoire de compter sur une baisse des salaires nominaux pour contrer le chômage.

---

<sup>3</sup> Keynes [186] p. 291

<sup>4</sup> Keynes [186] p. 35

<sup>5</sup> Keynes [186] p. 34

<sup>6</sup> Keynes [186] p. 40

## **2- La demande effective et la fonction d'emploi**

L'idée novatrice de Keynes est que le volume de l'emploi ne se détermine pas sur le marché du travail mais sur les marchés des produits et services. L'emploi est déterminé par le revenu national et le revenu national résulte de l'équilibre entre l'*offre globale* et la *demande globale*, c'est-à-dire l'offre et la demande de l'ensemble des biens. Mais plutôt que de traiter ces variables comme des grandeurs monétaires qu'il convertirait ensuite en emplois, Keynes préfère exprimer l'offre globale, la demande globale et le revenu national directement en unités d'emploi. Certes, tout niveau d'emploi pourrait correspondre à de multiples niveaux du revenu national en fonction de la nature et du volume du capital utilisé. Mais Keynes raisonne dans le court terme marshallien où le travail est le seul facteur variable, le capital étant donné.

Le graphique 5.1 expose l'*offre globale* (courbe  $Z$ ) et la *demande globale* (courbe  $D$ ). Suivant la logique marshallienne, l'abscisse indique une quantité et l'ordonnée un prix. La quantité en abscisse est exprimée en unités d'emploi<sup>7</sup> et non en quantité produite ou en unités monétaires.

Le prix d'offre globale peut être défini comme « le produit attendu qui est juste suffisant pour qu'aux yeux des entrepreneurs, il vaille la peine d'offrir ce volume d'emploi »<sup>8</sup>. De même, pour un emploi donné, le prix de demande est le produit<sup>9</sup> que les entrepreneurs peuvent raisonnablement espérer tirer de la production correspondant à ce niveau d'emploi.

Nous avons donc :  $Z = \varphi(N)$  et  $D = f(N)$  où  $N$  est le niveau de l'emploi. « Si pour un certain volume de l'emploi  $N$ , le produit attendu est supérieur au prix de l'offre globale, c'est-à-dire si  $D$  est supérieur à  $Z$ , il y aura un mobile qui incitera les entrepreneurs à accroître l'emploi et s'il le faut, à élever les coûts en se disputant les uns aux autres les facteurs de production, jusqu'à ce que l'emploi ait atteint le volume qui rétablit l'égalité entre  $Z$  et  $D$ . Ainsi le volume de l'emploi est déterminé par le point d'intersection de la courbe de la demande globale et de la courbe d'offre globale ; car c'est à ce point que la prévision de profit des entrepreneurs est maximum. Nous appellerons *demande effective*, le montant du produit attendu  $D$  au point de la courbe de demande globale où elle est coupée par celle de l'offre globale ».<sup>10</sup>

Sur le graphique 5.1,  $N_D$  est l'emploi réel, tel que déterminé par la demande effective. Il est déterminé indépendamment du plein emploi  $N_P$  qui égalise la productivité marginale avec la désutilité marginale du travail selon le schéma classique. Par hasard, les deux peuvent correspondre, mais ce n'est nullement assuré. Lorsque  $N_P > N_D$ , il y a du chômage involontaire. Keynes exclut que  $N_P$  puisse être inférieur à  $N_D$  (salaire inférieur à la désutilité marginale)<sup>11</sup>.

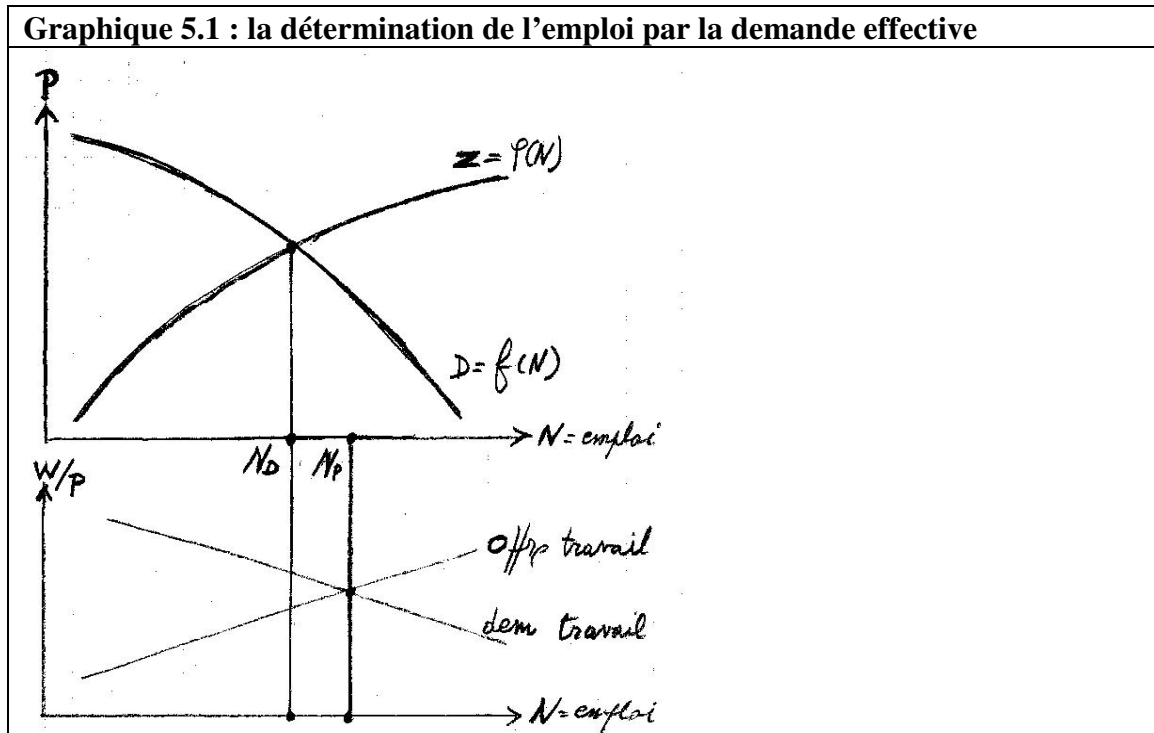
<sup>7</sup> La variable *emploi* tient compte des différences de salaire. Soient,  $w_1, w_2, \dots$  les différents salaires existants et  $S_1, S_2, \dots$  les rémunérations globales de ces catégories de main d'œuvre. L'emploi ( $N$ ) vaudra  $S_1/w_1 + S_2/w_2 + \dots$

<sup>8</sup> Keynes [186] p. 48

<sup>9</sup> Le terme « produit » qui explique l'ordonnée des deux courbes se limite ici à la *valeur ajoutée* par l'entreprise. Il est net de coût d'usage parce que selon Keynes, ce dernier est influencé par nombre de facteurs extérieurs à la problématique.

<sup>10</sup> Keynes [186] pp. 49-50

<sup>11</sup> Dans un ouvrage ultérieur, il envisagera cette possibilité génératrice d'inflation (cf. sous-chapitre 7.3.3).



Keynes reproche à l'économie politique classique de n'avoir pas une théorie de la production « as a whole », de négliger l'offre et la demande GLOBALES.

La demande globale se compose de la consommation plus l'investissement ; étudions maintenant comment se déterminent leurs volumes respectifs, en gardant à l'esprit que les facteurs qui les déterminent sont en dernière instance les déterminants de l'emploi.

### **3- La consommation et l'épargne**

Les agents partagent leur revenu entre la consommation et l'épargne. Par définition, l'épargne n'est rien d'autre que de la non-consommation.

La théorie keynésienne de la consommation est assez simple : la communauté (ou l'individu) dépense pour sa consommation une fraction de son revenu déterminée par des facteurs tant objectifs que subjectifs. Keynes appelle *propension à consommer* la relation fonctionnelle entre la consommation et le revenu. Il passe en revue les facteurs qui constituent la propension à consommer. Cette énumération rappelle les considérations de Fisher sur la préférence pour le présent. Une hausse de l'impatience doit normalement coïncider avec une hausse de la propension à consommer. Keynes considère que la propension à consommer est assez stable dans le temps.

La *propension marginale à consommer* est la part consommée d'un accroissement marginal du revenu. Si une augmentation du revenu de 100 entraîne une augmentation de la consommation de 80, la propension marginale à consommer vaut 0.8. D'après Keynes, la propension marginale à consommer est positive mais décroissante. Plus le revenu augmente, plus la part épargnée tend à croître. Les classes aisées épargnent une plus grande part de leur revenu que les moins nantis. Keynes pense que l'enrichissement d'un pays freine la propension à consommer de ses habitants.

Rappelons que dans la vision classique, c'est le taux d'intérêt qui détermine les parts respectives de la consommation et de l'épargne ; une hausse du taux d'intérêt augmente l'attrait de l'épargne et réduit la consommation. Keynes conteste la présence de pareils comportements. Selon lui, la propension à consommer est indépendante du taux d'intérêt. « Rares sont les personnes qui modifient leur train de vie parce que l'intérêt baisse de 5 à 4%, si leur revenu global reste le même. Les effets indirects peuvent être plus nombreux bien qu'ils ne soient pas tous dans le même sens »<sup>12</sup>.

#### 4- L'incitation à investir

Keynes met au centre de son raisonnement, un concept qu'il nomme *efficacité marginale du capital* (MEC pour *marginal efficiency of capital*). Il la définit comme le « taux d'escompte qui, appliqué à la série d'annuités constituée par les rendements escomptés de ce capital pendant son existence entière, rend la valeur actuelle des annuités égale au prix d'offre de ce capital ». Et ce dernier est défini comme « le prix juste suffisant pour décider un fabricant à produire une unité supplémentaire de ce capital, c'est-à-dire ce que l'on appelle parfois son coût de remplacement ». Chaque bien capital a donc sa propre MEC ; on peut considérer qu'en sélectionnant les biens capitaux dont la MEC est la plus élevée, on définit la MEC du capital en général. Keynes estime que sa MEC est un concept fort proche du RROC de Fisher. Comme le fera remarquer Lerner, l'appellation *efficacité marginale de l'INVESTISSEMENT* (MEI) eût été plus appropriée, car le concept s'applique au capital additionnel et non au stock total de capital.

A mesure que l'investissement augmente, la MEC diminue de par la conjonction de ces deux causes :

- le rendement du capital diminue lorsque sa quantité augmente
- l'accroissement de la demande de biens capitaux entraînera leur renchérissement.

Le graphique 3.20 traduit parfaitement la pensée de Keynes. Seront réalisés les investissements dont l'efficacité marginale est au moins égale au taux d'intérêt. Dans la *théorie des fonds prêtables* (cf. sous-chapitre 4.3.4), l'intersection des courbes d'offre et de demande de capitaux déterminaient simultanément le taux d'intérêt et le montant de l'investissement. Pour Keynes, le taux d'intérêt est déterminé ailleurs que sur le marché des fonds prêtables (cf. infra).

Les revenus futurs procurés par un investissement, qui servent à calculer sa MEC, sont évidemment **incertains**. Ils font l'objet d'une évaluation par l'entrepreneur qu'on appelle *anticipation*. Cette incertitude occupe une place centrale dans la théorie keynésienne. Dans un article de 1937, Keynes énonce les principales différences entre les classiques et lui et il place le rôle dévolu à l'incertitude en première position. Avant lui, déplore Keynes, soit les économistes traitaient les choix économiques comme s'ils se présentaient dans un monde certain, soit ils neutralisaient l'incertitude avec le calcul des probabilités.

Selon Keynes, « Actually, we have, as a rule, only the vaguest idea of any but the most direct consequence of our acts »<sup>13</sup>. Quand nous ne disposons pas des informations nous permettant d'agir selon les canons de la théorie orthodoxe, nous devons nous contenter de comportements qu'elle jugerait irrationnels. Keynes cite trois comportements :

---

<sup>12</sup> Keynes [186] p. 111

<sup>13</sup> Keynes [183] p. 213

- L'attitude en retrait, l'inaction, le non-investissement, la thésaurisation, le refuge dans un actif sans revenu, la monnaie. « Partly on reasonable and partly on instinctive grounds, our desire to hold money as a store of wealth is a barometer of the degree of our distrust of our own calculations and conventions concerning the future ».
- La marche forcée en avant à propos de laquelle on préfère ne pas soupeser le pour et le contre. Le besoin d'agir, d'entreprendre prend le dessus. L'entrepreneur repose ses espoirs sur sa bonne étoile ou son ange gardien. C'est ce que Keynes qualifie d'« animal spirit ».
- La copie du jugement majoritaire. « Knowing that our own individual judgment is worthless, we endeavour to fall back on the judgment of the rest of the world which is perhaps better informed »<sup>14</sup>. Mais si un grand nombre d'investisseurs en bourse pensent selon le marché, l'édifice général devient très fragile. Il donne lieu à des corrections brutales vers le haut ou vers le bas, le marché étant pris d'une fièvre d'optimisme ou de pessimisme suivant le cas. Keynes dresse un tableau peu flatteur de la bourse qu'il compare à un casino. Les investisseurs plus qualifiés et plus compétents utilisent leur avantage, non pour indiquer le droit chemin vers les entreprises méritantes, mais pour tirer profit à court terme des erreurs de la majorité.

Selon Keynes, chacun de ces comportements est susceptible de créer de l'instabilité économique en empêchant l'équilibre classique de se réaliser.

### **5- L'ajustement par le revenu et le multiplicateur**

Rappelons-nous la théorie des *fonds prêtables*, hégémoniste avant la *Théorie générale*. Le taux d'intérêt s'ajustait de façon à égaliser l'épargne et l'investissement et donc aussi l'offre et la demande globales. Keynes attaque cette conception. Selon lui, l'investissement et l'épargne sont égaux PAR DEFINITION. L'équation (5.1-C) résulte tout simplement des deux premières qui sont tautologiques :

$$\text{Composition du revenu : } Y = C + I \quad (5.1-A)^{15}$$

$$\text{Définition de l'épargne : } S = Y - C \quad (5.1-B)$$

$$\text{donc : } S = I \quad (5.1-C)$$

où  $Y$  est le revenu national,  $C$  est la consommation nationale,  $S$  est l'épargne nationale et  $I$  est l'investissement national.

L'épargne et l'investissement de la société n'ont donc pas besoin des variations du taux d'intérêt pour s'égaliser. Certes, un individu peut faire varier son investissement et son épargne indépendamment l'un de l'autre. Mais ce fait ne peut être généralisé à la société dans son ensemble, car les dépenses des uns sont les revenus des autres. Si tous les agents veulent beaucoup épargner et peu investir, ils ne pourront réaliser cet objectif simultanément : l'économie subira une baisse du revenu. La faiblesse de  $I$  poussera  $S$  à la baisse et donc également  $Y$ . Quand le désir d'épargner et celui d'investir divergent, c'est le revenu qui s'ajuste pour maintenir l'égalité, et non le taux d'intérêt. Keynes ne considère pas l'épargne d'un œil très favorable et pense que des

<sup>14</sup> Keynes [183] p. 214

<sup>15</sup> Le revenu est ici apprécié sous l'angle de la dépense globale, qui se compose de l'investissement et de la consommation. Les dépenses publiques et le solde de la balance des paiements sont ignorés par souci de simplification.

mesures favorables à la consommation sont parfois nécessaires pour relancer une économie en crise.

Illustrons la différence entre les deux théories par un exemple chiffré schématique. Soit une économie dont le revenu est 100, qui se partage entre 80 de consommation et 20 d'investissement alors que le taux d'intérêt est de 5%. Imaginons que la demande d'investissement baisse pour ne plus valoir que 18. Les classiques supposent qu'une baisse du taux d'intérêt à 4% (par exemple) rétablira l'égalité entre I et S, et que le revenu se maintiendra à 100. Non, dit Keynes, c'est le revenu qui baissera, passant d'abord à 98 mais continuant à décroître, car la propension à consommer, un facteur assez stable, est de 0,8 ; si l'épargne vaut 18, la consommation baissera jusqu'à ce que le revenu s'établisse à 90, ce qui maintient la propension marginale à consommer.

Nous avons introduit implicitement le *multiplicateur*, un concept essentiel chez Keynes. Partant de l'idée que tout investissement a son épargne correspondante, et que le montant de l'épargne totale est lié à celui du revenu national par un rapport donné, Keynes en déduit la relation qui doit exister entre la variation de l'investissement et la variation consécutive du revenu.

En vertu de l'équation (5.1), on a :  $\Delta Y = \Delta C + \Delta I$ . Or par définition,  $\Delta C = c.\Delta Y$ , où  $c$  est la propension marginale à consommer. On peut donc en conclure que  $\Delta Y = 1/(1-c).\Delta I$ . Keynes appelle ce rapport  $1/(1-c)$  le *multiplicateur d'investissement*, désigné par la lettre  $k$ . On a donc :

$$\Delta Y = k.\Delta I \quad \text{où} \quad k = 1/(1-c) \quad (5.2)$$

Ce multiplicateur joue tant à la hausse qu'à la baisse (cf. notre exemple numérique ci-dessus).

C'est le revenu NOMINAL qui bénéficie du multiplicateur. Lorsque le plein emploi est atteint, le revenu réel ne peut augmenter et c'est le niveau général des prix qui concentre sur lui la totalité de l'accroissement. En fait, plus l'économie est éloignée du plein emploi, plus l'emploi bénéficiera de l'accroissement de l'investissement.

La valeur de  $k$  résultant de la formule (5.2) représente la valeur maximum de la fourchette dans laquelle il se situera. De nombreux facteurs relatifs à la complexité de l'économie réelle contrecarreront partiellement l'action du multiplicateur. Keynes en énumère quelques-uns : baisse de la propension marginale à consommer quand le revenu augmente, importations en provenance de l'étranger...

Le multiplicateur d'investissement est un phénomène encourageant pour les gouvernements désireux d'accroître l'emploi par une politique de travaux publics. Mais l'investissement additionnel doit évidemment représenter un accroissement NET de l'investissement total. Le phénomène ne jouera pas ou pas complètement si l'investissement neuf se réalise au détriment d'autres investissements, par exemple à cause d'une hausse du taux d'intérêt. Une politique monétaire adéquate devra peut-être accompagner l'investissement public.

Le système bancaire peut produire l'illusion que ses prêts sont à même de générer des investissements sans épargne correspondante. Selon Keynes, il n'en est rien. Soit un investissement financé par un crédit bancaire qui est réellement additionnel dans la mesure où il est certain que cet investissement n'aurait pas eu lieu sans ce crédit, ni aucun autre à sa place. « On ne peut forcer personne à rester en possession de la monnaie additionnelle correspondant à ce crédit bancaire nouveau ; il faut que quelqu'un préfère, pour certaines raisons, conserver un supplément de monnaie plutôt qu'une autre forme de richesse »<sup>16</sup>, et cela n'est possible que moyennant un accroissement du revenu, qui devra être supérieur au crédit bancaire. L'accroissement du revenu  $\Delta Y$  entraînera une variation de l'épargne  $(1-c).\Delta Y$  qui financera l'investissement additionnel.

---

<sup>16</sup> Keynes [186] p. 103



**Histoire du multiplicateur**

Ce concept apparaît pour la première fois dans un article de l'économiste **Richard Kahn**, collègue cambridgien de Keynes, publié en 1931, où il défend une politique de travaux publics pour combattre la crise qui sévit. Kahn imagine un investissement, comme la construction d'une nouvelle route, financé par le système bancaire de façon à assurer qu'il augmente bien l'investissement total de la société. Il fournit à des anciens chômeurs un certain nombre d'emplois que Kahn qualifie de *primaires* car ils sont liés directement à la dépense publique initiale. Mais chaque emploi primaire entraîne lui-même la création d'un certain nombre d'emplois dits *secondaires* liés à la fabrication des biens que consommeront ces travailleurs nantis d'un nouveau pouvoir d'achat. Désignons ce nombre par la lettre *m*. Pour déterminer *m*, Kahn donne la formule :

$$m = [a.(W - U) + b.P] / (W + P + R)$$

*W* est le salaire des nouveaux embauchés, *U* les allocations de chômage (économisées), *P* le profit de l'entrepreneur qui fournit le travail, *R* les matières et produits intermédiaires importées pour les nouvelles productions, *a* la part du salaire qui achète des produits non importés et *b* la part du profit qui achète des produits non importés ( $b < a$ , à cause de l'épargne des capitalistes). Les emplois *secondaires* suscitent d'autres emplois *secondaires* de la même façon que les emplois *primaires*, ce qui donne lieu à une création en chaîne « though with diminished intensity. And so on ad infinitum »<sup>17</sup>. L'emploi *secondaire* total par emploi *primaire* vaut donc  $m + m^2 + m^3 + \dots$ , soit un total de  $m/(1-m)$ , que Kahn estime approximativement à 0,75 pour la Grande Bretagne à son époque. Cette formule n'est évidemment valide que moyennant l'hypothèse *toutes autres choses restant égales*, notamment les prix, les salaires, la productivité, les recettes fiscales. La courbe d'offre doit être parfaitement élastique, ce qui sera généralement le cas en période de chômage intense.

En 1932, l'économiste danois **Jens Warming** publie un article qui anticipe magistralement la conception keynésienne, où le multiplicateur trouve la forme que Keynes a retenue. La première section est intitulée « Activity creates capital », entendant que le capital naît dans la production, non dans l'épargne. L'investissement crée l'épargne qui le financera. Warming appelle *épargne latente*, celle qui serait générée par la mise au travail des chômeurs ; il ne tient qu'à la volonté des pouvoirs publics de la transformer en épargne réelle.

La banque qui accorde un crédit d'investissement travaille, non pas avec l'épargne déposée chez elle mais avec l'épargne latente. « The capital does not lie idle beforehand ». L'argent déposé à la banque n'est pas le capital, mais un reflet du capital, lui-même constitué des objets productifs ; il ne peut s'accroître qu'avec la valeur de ces objets.

L'erreur de la Loi de Say est de ne pas envisager le cas où beaucoup veulent épargner mais peu désirent emprunter. Dans ce cas, « the saving will go to waste ». Si j'épargne en période de dépression, je fais baisser la demande, donc la production, donc le revenu des autres, donc l'épargne des autres. "...then the saving will be neutralised by the consumption of property by people who have no income on account of the depression"<sup>18</sup>.

<sup>17</sup> Kahn [168] p. 173

<sup>18</sup> Warming [381] p. 217

## **6- L'intérêt et la préférence pour la liquidité**

Nous savons que le taux d'intérêt déterminera le montant de l'investissement (et donc du revenu national et de l'emploi) par l'égalisation avec l'efficacité marginale du capital. Mais où est déterminé le taux d'intérêt ? Sur le marché monétaire. La théorie de Keynes de la monnaie et du taux d'intérêt s'appelle *théorie de la préférence pour la liquidité* ; elle est donc la rivale de la *théorie des fonds prêtables*.

En matière d'épargne, l'agent a deux décisions successives à prendre : d'abord partager son revenu entre la consommation et l'épargne ; ensuite partager son épargne entre la détention de monnaie (thésaurisation) et l'achat de titres et créances. Comme nous l'avons vu, Keynes refuse au taux d'intérêt toute influence sur la première décision. « Il devrait être évident que le taux de l'intérêt ne peut être une récompense pour l'épargne ou l'abstinence en tant que telle. Lorsqu'un homme accumule ses épargnes sous forme d'argent liquide, il ne gagne aucun intérêt bien qu'il épargne tout autant qu'un autre »<sup>19</sup>. Par contre, Keynes attribue au taux d'intérêt un rôle déterminant dans la seconde décision ; son rôle économique est d'égaliser le désir de détenir des encaisses avec la masse monétaire disponible.

Les titres rapportent de l'intérêt, la monnaie n'en rapporte pas. Keynes pose donc la question : « Why should anyone outside a lunatic asylum wish to use money as a store of wealth ? »<sup>20</sup>. Il distingue quatre motifs :

- 1) *Le motif de transaction*. Une encaisse minimale est nécessaire pour effectuer les transactions courantes. Cela est vrai des entreprises et de l'Etat aussi bien que des particuliers.
- 2) *Le motif de précaution*. Il faut garder une réserve pour faire face à des dépenses imprévues pouvant survenir à tout moment. Conserver cette réserve sous forme de titres serait extrêmement risqué car à cause de l'incertitude sur les taux d'intérêt futurs, on ne sait jamais à quel prix ces titres pourraient être revendus.
- 3) *Le motif financier*<sup>21</sup>: Avant d'installer et de payer ses nouveaux équipements, l'entrepreneur-investisseur passe par un stade de récolte de fonds. Il met au point une méthode de financement en collaboration avec le marché des capitaux ou avec son banquier. Les fonds sont rassemblés, au moins partiellement, avant d'être dépensés ; ils cessent d'être présents chez cet entrepreneur dès qu'il a payé ses fournisseurs mais macroéconomiquement, le fonds existe en permanence et se déplace d'une entreprise à l'autre.
- 4) *Le motif de spéculation*. « Lorsqu'une personne pense que les valeurs futures du taux d'intérêt seront supérieures aux valeurs prévues par le marché, elle a un motif pour garder actuellement de l'argent liquide »<sup>22</sup>.

Sans l'incertitude, les motifs deux et quatre n'existeraient pas. Si on savait quand surviendrait la dépense imprévue, il serait préférable de garder sa réserve sous la forme d'une créance de durée adéquate. De même si on savait avec certitude la survenance et la date de la variation du taux. Mais avec l'incertitude, la conservation de ces réserves sous forme de titres risque d'entraîner une perte de valeur lors de la vente du titre, ce qui justifie la détention de monnaie.

---

<sup>19</sup> Keynes [186] p. 178

<sup>20</sup> Keynes [183] p. 216

<sup>21</sup> Ce motif a été ajouté dans un article publié en 1937.

<sup>22</sup> Keynes [186] p. 181

La demande de monnaie, ainsi justifiée, peut être divisée en deux compartiments :

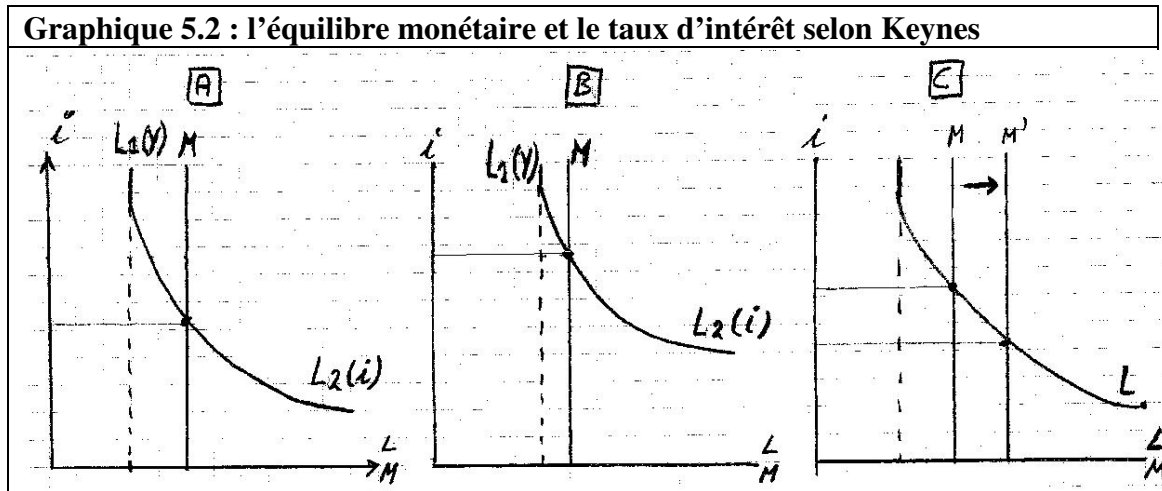
- la demande de monnaie de TRANSACTION, découlant des trois premiers motifs. Indépendante du taux d'intérêt, elle est fonction principalement du revenu de l'agent si on se place au niveau individuel et du revenu national si on se place au niveau macroéconomique. L'encaisse de transaction égale le revenu divisé par la vitesse de rotation de la monnaie dans les transactions, qui est une constante à court terme. Elle est notée  $L_1(Y)$ .
- La demande de monnaie de SPECULATION, au contraire, dépend de la relation entre le taux d'intérêt courant et l'état de la prévision. Comme l'indique le graphique 5.2, elle baisse quand le taux d'intérêt ( $i$ ) augmente. L'explication de Keynes s'appuie sur la diversité des opinions des agents concernant l'évolution future des taux d'intérêt. Avec un taux d'intérêt plus bas, plus d'agents à penseront que ça vaut la peine de détenir des encaisses. Elle est notée  $L_2(i)$ .

Sur le graphique 5.2-A, la demande d'encaisse de transaction est la ligne verticale pointillée, parfaitement inélastique par rapport au taux d'intérêt. A sa droite, la courbe descendante  $L_2(i)$  représente la demande d'encaisse de spéculation. La somme horizontale des deux donne la demande de monnaie totale qui doit s'égaliser avec l'offre de monnaie. L'offre de monnaie est verticale parce qu'indépendante du taux d'intérêt. C'est la courbe  $M$ . La Théorie Générale est muette à son sujet ; sans doute résulte-t-elle du pouvoir décisionnel des autorités monétaires, comme chez les classiques. L'équilibre monétaire, correspondant à l'intersection de l'offre et de la demande de monnaie, est donné par l'équation :

$$M = L_1(Y) + L_2(i) \quad (5.3)$$

Cet équilibre monétaire détermine le taux d'intérêt des titres, qui s'établira au niveau précis qui dissuadera les épargnants de détenir des encaisses supérieures à la masse monétaire. Si les agents, pris individuellement, se fondent sur le taux d'intérêt pour répartir leur patrimoine entre les encaisses et les titres, au niveau macroéconomique, la masse monétaire étant fixée, c'est le taux d'intérêt qui doit s'ajuster.

La figure B montre que lorsque la masse monétaire reste constante, un accroissement de la demande de monnaie élève le taux d'intérêt. La figure C montre que lorsque la demande de monnaie reste constante, un accroissement de l'offre abaisse le taux d'intérêt.



On notera la ressemblance superficielle de ce graphique avec le graphique 4.22 de Pigou. La différence essentielle vient de ce que la variable en ordonnée est ici le taux d'intérêt et non le niveau des prix. Pour les classiques, la monnaie n'influait pas les grandeurs réelles comme le taux d'intérêt mais seulement les prix.

Keynes analyse en détail les conséquences d'un accroissement de la masse monétaire. Il distingue trois cas :

- 1) Tout l'accroissement est absorbé par l'encaisse de transaction. Rappelons que Keynes réfute l'idée que les banques, en créant de la monnaie, puissent financer des investissements sans épargne correspondante des ménages. L'augmentation de  $M$  alimente nécessairement un accroissement du revenu des agents fournissant des services aux entreprises emprunteuses auprès des banques. L'encaisse de transaction des ménages haussera puisqu'elle est fonction de leur revenu. Les ménages affectent une fraction (donnée) du revenu supplémentaire à l'achat de titres, ce qui poussera leur valeur à la hausse et alimentera la trésorerie des entreprises. Le taux d'intérêt baisse donc<sup>23</sup>. Comme les agents sont confiants que cette baisse est durable, aucun d'eux n'accroîtra son encaisse de spéculation. Bref, l'encaisse de transaction a absorbé la totalité de la hausse de  $M$  et le taux d'intérêt a baissé. C'est le scénario idéal.
- 2) Très forte préférence pour la liquidité. Ce cas est exactement l'inverse du précédent. Un facteur essentiel est la confiance du public dans l'autorité monétaire. Si le public doute que celle-ci parvienne à réaliser durablement son objectif de réduire les taux d'intérêt, et s'il y a unanimité à ce propos, les agents conserveront en encaisse de spéculation toute la partie de l'accroissement monétaire qu'ils ne consomment pas directement. Ils n'achèteront pas de titres et le taux d'intérêt ne diminuera pas. Ce genre de situation a plus de chances de se produire lorsque les taux en vigueur sont déjà bas. C'est le scénario catastrophe.
- 3) Le taux d'intérêt baisse et l'encaisse de spéculation augmente. C'est la situation intermédiaire. Une fraction du public pense que la baisse du taux d'intérêt pourrait n'être qu'éphémère et préfère gonfler son encaisse de spéculation, alors qu'une autre fraction, plus confiante, achète des titres. Le taux d'intérêt baissera, mais moins que dans le premier cas. C'est le cas le plus probable.

<sup>23</sup> Celui qui ACHÈTE des titres OFFRE du capital. Le taux d'intérêt est le prix du capital et non des titres ; il diminue quand le prix des titres augmente.

### **7- Retour sur la question du salaire nominal**

Concernant le salaire *réel*, Keynes le considère comme parfaitement flexible. Il adhère au postulat classique selon lequel il dépend de la productivité marginale du travail, et que, donc, en dehors du progrès technique, sa baisse est nécessaire pour qu'augmentent la production et l'emploi. Par contre, concernant le salaire *nominal*, au début de l'ouvrage, comme nous l'avons vu, il postulait sa rigidité. Mais vers la fin de l'ouvrage, dans le fameux chapitre 19, il prétend que cette rigidité n'était qu'une hypothèse utile à l'exposé de sa théorie, mais que sa théorie est compatible avec un salaire nominal flexible aussi bien que rigide. C'est ce chapitre qui a fait couler le plus d'encre et dont l'exposé, pas toujours très clair, a donné lieu à des interprétations divergentes.

Keynes croit utile de rappeler les bases de la théorie classique du lien entre le salaire et l'emploi, réputée pour son leitmotiv que les baisses de salaire sont à même d'enrayer le déclin de l'emploi. Il existe plusieurs versions de cette théorie, mais le raisonnement de base est que la baisse du salaire nominal se répercute sur les prix, ce qui revigore la demande globale grâce à quoi celle-ci évite la chute qui aurait contrecarré l'effet de l'augmentation de l'offre globale.

Keynes reconnaît que lorsque la demande effective (mesurée en monnaie) reste constante, une réduction des salaires nominaux s'accompagne d'un accroissement de l'emploi ; la question est précisément de savoir si elle pourra se maintenir à son niveau antérieur. Certes, une industrie particulière peut (éventuellement) réduire ses salaires sans voir sa demande affectée, mais cette situation ne peut pas être transposée à l'économie globale. Il écrit : « nous avons démontré en effet que le volume de l'emploi est associé par une relation biunivoque au montant de la demande effective mesurée en unités de salaire et que la demande effective, étant la somme de la consommation et de l'investissement, ne peut pas varier si la propension à consommer, la courbe d'efficacité marginale du capital et le taux d'intérêt demeurent tous inchangés »<sup>24</sup>. Selon son influence sur ces trois facteurs, la baisse du salaire nominal affaiblira la demande globale ou ne l'affaiblira pas.

Décortiquant cette influence, Keynes attribue les effets suivants à la baisse du salaire nominal :

- Un premier effet négatif : le transfert de pouvoir d'achat des salariés vers des classes plus aisées va réduire la propension à consommer
- Un deuxième effet négatif : la baisse des prix va défavoriser les débiteurs et donc les entreprises.
- Un effet sur l'efficacité marginale du capital, qui sera positif si la baisse du salaire est perçue comme ponctuelle et qui sera négatif si elle fait anticiper des baisses futures en cascade.
- Un effet positif : la baisse des prix réduit l'encaisse nécessaire aux transactions, libérant des liquidités pour l'encaisse de spéculation. Le taux d'intérêt baissera, ce qui favorisera l'investissement.

---

<sup>24</sup> Keynes [186] p. 264

La conclusion est donc : « A la lumière de ces considérations, nous estimons que le maintien de la stabilité du niveau général des salaires nominaux constitue, tout bien pesé, la politique la plus sage pour un système fermé »<sup>25</sup>.

A propos du dernier effet cité ci-dessus, les adversaires de Keynes s'en empareront comme d'une arme favorable à leur théorie, qui sera paradoxalement baptisée *effet Keynes*<sup>26</sup>.

### **8- L'équation quantitative**

Keynes s'intéresse à la théorie quantitative résumée par l'équation de Fisher :  $M.V = P.T$  où,  $T$  étant considéré comme fixe, les variations de  $M$  entraînent des variations proportionnelles de  $P$ . La vision de Keynes diffère de ce schéma. A priori, on pourrait s'attendre à ce qu'en-dessous du plein emploi, ce soit  $T$  qui varie proportionnellement à  $M$  et qu'au plein emploi,  $P$  prenne le relai et varie en proportion de  $M$ .

La réalité est plus nuancée, A cause d'un ensemble de facteurs, l'augmentation de  $M$  entraînera une hausse conjointe de  $T$  et de  $P$  bien avant le plein emploi. Plus on se rapprochera du plein emploi, plus l'effet sur  $P$  l'emportera sur l'effet sur  $T$ . Comme le dit Keynes, les prix « montent progressivement, à mesure que l'emploi augmente ». Les facteurs favorisant la hausse des prix avant le plein emploi sont :

- La variation de la demande effective pourra être plus faible que celle de la masse monétaire. Ce facteur dépend largement de la variation du taux d'intérêt.
- Les rendements d'échelle décroissants nécessiteront que toute hausse de la production s'accompagne d'une hausse de prix.
- Les ressources nécessaires à la production des différentes branches ne sont pas interchangeables, d'où des goulots d'étranglements dans certains secteurs quand d'autres sont encore loin du plein emploi.
- Le salaire nominal tend à augmenter avant le plein emploi.

## **5.1.2. Le statut de la monnaie**

Le système classique était dichotomique. La monnaie n'avait aucun impact réel ; un accroissement de  $M$  ne pouvait aboutir qu'à une augmentation de  $P$ . En déplaçant la détermination du taux d'intérêt de la sphère réelle vers la sphère monétaire, Keynes a mis la monnaie au centre du système économique et rompu la dichotomie classique. La monnaie cesse d'être neutre : la préférence pour la liquidité peut être source de dépression, mais l'économie peut également être relancée par la monnaie.

Après avoir reconnu à la monnaie un rôle essentiel, Keynes, paradoxalement, doute de l'efficacité de la politique monétaire. C'est principalement le « scénario catastrophe » du §6 qui l'inquiète : « il se peut que, une fois le taux d'intérêt tombé à un certain

<sup>25</sup> Keynes [186] p. 273

<sup>26</sup> Au sujet de cet effet, Keynes estime qu'on peut arriver au même résultat avec une monnaie fixe et des salaires nominaux en baisse ou avec une croissance de la masse monétaire et des salaires nominaux rigides. Il ajoute : « Il faudrait être insensible à l'équité pour préférer une politique de salaires souple à une politique souple de la monnaie, si l'on ne peut invoquer en faveur de la première aucun avantage qui ne puisse être obtenu de la seconde » (Keynes [186] p. 272).

niveau, la préférence pour la liquidité devienne virtuellement absolue, en ce sens que presque tout le monde préfère l'argent liquide à la détention d'une créance qui rapporte un taux d'intérêt aussi faible. L'autorité monétaire perd alors la direction effective du taux de l'intérêt »<sup>27</sup>. Les successeurs de Keynes appelleront cette situation la *trappe des liquidités*.

\*

Le chapitre le plus mystérieux de la Théorie Générale est le chapitre 17 intitulé « Les propriétés essentielles de l'intérêt et de la monnaie ». Keynes semble y jeter les bases d'une nouvelle théorie de la monnaie distincte de celle que nous avons exposée au §6 ; distincte mais non contradictoire.

#### **Le taux d'intérêt propre**

Au début des années trente, viennent de paraître « Treatise on Money » de Keynes et « Prices and Production » de Hayek. Ces deux ouvrages apportent des explications opposées sur les fluctuations économiques. Hayek attaque l'ouvrage de Keynes. Celui-ci demande à Sraffa de riposter contre l'ouvrage de Hayek. L'une des idées maîtresses de Hayek imputait les fluctuations économiques aux banques qui prêtent la monnaie aux entreprises à des taux d'intérêt s'écartant du taux naturel (cf. Wicksell). Selon Hayek, dans une économie non monétaire, le taux d'intérêt refléterait toujours le taux naturel et l'économie serait ancrée de façon stable au plein emploi. Dans un article paru en 1932, Sraffa objecte que dans une économie non monétaire, chaque bien susceptible d'être prêté aurait son taux d'intérêt propre et qu'il y aurait des écarts entre eux. Ils ne seraient égaux qu'à l'équilibre. Le taux d'intérêt propre d'un bien dépend de l'écart entre son prix comptant et son prix à terme. L'abondance relative des biens influence ces écarts. Dans ces conditions, un taux d'intérêt naturel unique est une illusion. Ainsi naît le concept de *taux d'intérêt propre*, qui retrouvera une deuxième vie chez les néo-walrassiens, comme nous le verrons au sous-chapitre 6.4.1.

Le taux d'intérêt de la monnaie n'est pas un phénomène extraordinaire. Il n'est rien d'autre que le pourcentage d'excès d'une somme de monnaie livrable à terme par rapport à sa valeur au comptant. Mais un tel concept, « un taux d'intérêt mesuré au moyen de cette richesse elle-même prise comme étalon », est dérivable pour toute richesse durable susceptible d'être prêtée. Comme l'écart entre le prix à terme et le prix comptant est très variable d'une marchandise à l'autre, il ne faut pas s'attendre à ce que le *taux d'intérêt propre* soit le même pour le cuivre, le blé, les machines, la monnaie...

Quelles caractéristiques d'un bien tendent à donner un excès à son prix à terme par rapport à son prix comptant ? Keynes en mentionne trois :

- 1-  $q$  : le rendement en production ou l'utilité à l'utilisation.
- 2-  $c$  : le coût de conservation pour contrecarrer un processus naturel de détérioration. Il vient en négatif.
- 3-  $l$  : la prime qui récompense la liquidité de l'actif.

Par exemple, une maison aura  $q$  élevé et  $c$  et  $l$  faibles. Des bijoux auront  $c$  élevé et  $q$  et  $l$  faibles. La monnaie aura  $l$  élevé et  $c$  et  $q$  faibles.

Le taux d'intérêt propre vaudra  $q - c + l$ . En outre, Keynes représente par la lettre  $a$  l'appréciation du prix d'un bien quelconque par rapport à la monnaie. Comme les agents chercheront à faire entrer dans leur patrimoine en priorité les biens dont  $q -$

<sup>27</sup> Keynes [186] p. 215

$c + l$  est élevé, à l'équilibre, la détention des différents actifs apportera un avantage égal. Il y aura donc égalisation des différentes valeurs ( $a+q-c+l$ ).

Les biens qui seront mis en production sont ceux dont l'efficacité marginale dépasse le taux d'intérêt propre (les deux grandeurs étant calculées dans le même étalon). Keynes suppose une situation où nombre de biens satisfont cette condition et où la société accroît progressivement sa production de ces biens, ce qui réduit leur taux d'intérêt propre et plus encore leur efficacité marginale.

Keynes attribue à la monnaie la propriété que son taux d'intérêt décline très lentement, plus lentement que tous les autres. Il arrivera un moment où le taux d'intérêt de la monnaie sera plus élevé que toutes les efficacités marginales. Le taux d'intérêt trop élevé de la monnaie devient alors un obstacle à l'accroissement de la production.

Les caractéristiques de la monnaie qui freinent la décroissance de son taux d'intérêt sont :

- 1- Son *élasticité de production* est proche de zéro. Quand la valeur du cuivre augmente, l'industrie tente d'affecter plus de ressources en travail et en capital à sa production. Quand la valeur de la monnaie augmente, un scénario semblable est impossible.
- 2- Son *élasticité de substitution* est proche de zéro. Quand le prix du blé augmente, les agents tenteront de lui substituer d'autres produits, ce qui en diminuera la demande. Quand la valeur de la monnaie augmente, elle est plus chère à acquérir mais également plus désirable car son pouvoir d'achat augmente. Il n'y a donc pas de tendance à la baisse de sa demande.
- 3- La liquidité de la monnaie ne diminue pas avec son volume et son coût de conservation augmente peu.

Quand le public demande des autos, on met au travail des ouvriers dans l'industrie automobile. Quand il déplace sa demande vers la monnaie, par un accroissement de la préférence pour la liquidité, il démobilise un pan de l'appareil productif : « le chômage se développe parce qu'on demande la lune. Les hommes ne peuvent être employés lorsque l'objet de leur désir (i.e. la monnaie) est une chose qu'il n'est pas possible de produire et dont la demande ne peut être facilement restreinte »<sup>28</sup>.

### 5.1.3. Est-il possible de combattre le chômage et comment ?

La demande globale se compose de la consommation et de l'investissement. Ses soubresauts funestes trouvent leur cause dans les vicissitudes du second plutôt que dans celles de la consommation. Celle-ci est déterminée mécaniquement à partir du revenu et de la propension à consommer. Par contre, la hauteur de l'investissement dépend de l'efficacité marginale du capital et du taux d'intérêt, deux facteurs très aléatoires. Le premier est sujet à l'incertitude générale de l'économie et le second subit la volatilité de la préférence pour la liquidité. Keynes met principalement l'accent sur l'efficacité marginale du capital, plus que le taux d'intérêt. Il écrit : « Le mieux à notre avis est de considérer le cycle économique comme la conséquence d'une variation cyclique de l'efficacité marginale du capital »<sup>29</sup>. Il ajoute : « la baisse de l'efficacité

---

<sup>28</sup> Keynes [186] p. 242

<sup>29</sup> Keynes [186] p. 311



marginale du capital peut être si profonde qu'aucune réduction possible du taux d'intérêt ne suffirait à la contrebalancer »<sup>30</sup>.

Constatant l'énorme fébrilité des marchés financiers, leur instabilité dans la manière de digérer l'information économique, leur « esprit capricieux », il conclut : « Dans un régime de laissez-faire, la suppression des larges fluctuations de l'emploi exigerait un profond changement des conditions psychologiques des marchés financiers, qu'il n'y a aucune raison de prévoir. Nous concluons qu'on ne peut sans inconvénient abandonner à l'initiative privée le soin de régler le flux courant de l'investissement »<sup>31</sup>.

Keynes préconise les investissements publics et le soutien aux investissements privés. Grâce au multiplicateur, tout investissement additionnel se ressent positivement tant dans l'industrie des biens d'équipement que dans celle des biens de consommation. En situation de sous-emploi, on ferait construire d'inutiles pyramides, dit Keynes, que le bien-être augmenterait quand même grâce au multiplicateur. Cette adaptation des achats publics à la situation économique s'appelle la *politique budgétaire*. La principale alternative est la *politique monétaire* qui consiste à agir sur le taux d'intérêt par le contrôle de la masse monétaire. Comme nous l'avons vu, Keynes se montre circonspect quant à l'efficacité de cette dernière ; il ne la rejette pas mais la considère comme un second choix.

Keynes s'oppose à l'idée d'une politique contracyclique du taux d'intérêt. Selon lui, la hausse des taux, qui pourrait tenter les autorités en situation de tension conjoncturelle, consisterait à s'attaquer au malade plutôt qu'à la maladie. La tension conjoncturelle est due aux excès de spéculation et aux illusions des marchés financiers qui orientent mal les investissements, là où l'Etat, plus raisonnable, garderait la tête froide et viserait l'intérêt de la communauté. En cas de boom, la meilleure politique consiste à renforcer l'attrait de la consommation par rapport à celui de l'investissement, par exemple en augmentant les revenus des classes moins favorisées.

Quant au taux d'intérêt, il doit rester le plus bas possible en toutes circonstances. Keynes souhaite d'ailleurs la disparition de la classe des rentiers. Il se dit préoccupé par les deux vices du monde économique moderne : le chômage et le manque d'équité dans la répartition de la fortune et du revenu. « Pour notre part, nous pensons qu'on peut justifier par des raisons sociales et psychologiques de notables inégalités dans les revenus et les fortunes, mais non des disproportions aussi marquées qu'à l'heure actuelle »<sup>32</sup>. Le taux d'intérêt bas n'empêcherait pas la formation de l'épargne nécessaire aux investissements, car celle-ci est indépendante du taux d'intérêt.

Keynes reste attaché à l'initiative et à la propriété privées, mais attend de l'Etat qu'il encadre l'investissement. « Hors la nécessité d'un contrôle central pour maintenir en équilibre la propension à consommer et l'incitation à investir, il n'y a pas plus de raison qu'auparavant de socialiser la vie économique »<sup>33</sup>. En fait, la pensée politique de Keynes, très modérée, associait des idées de gauche et de droite ; on peut le qualifier de centriste. Il est peut-être éclairant de savoir qu'il adhéra au *Liberal party*.

---

<sup>30</sup> Keynes [186] p. 314

<sup>31</sup> Keynes [186] p. 317

<sup>32</sup> Keynes [186] p. 367

<sup>33</sup> Keynes [186] p. 372

### 5.1.4. La controverse Ohlin - Keynes : *ex-ante* ou *ex-post*

En 1937, Bertil Ohlin publie un article intitulé « Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment », qui, comme son nom ne l'indique pas, est une réponse à la Théorie Générale. L'article s'articule sur deux idées : d'abord attirer l'attention des économistes sur l'existence d'une école méconnue qui, sans attendre la révolution keynésienne, avait quitté les chemins de la stricte orthodoxie pour analyser les problèmes macroéconomiques. « There are surprising similarities as well as striking differences between that apparatus and the conclusions reached in Sweden on the one hand and Mr. Keynes' General Theory »<sup>34</sup>. Ensuite, l'article jette un regard critique sur la nouvelle théorie keynésienne.

Les principaux économistes de Stockholm sont Lindahl, Myrdal et Ohlin lui-même. L'Anglais Robertson est dans leur sillage. Wicksell est leur père spirituel, mais la génération suédoise de la grande crise va bien au-delà de ses théories.

La vision suédoise de l'économie se veut dynamique. Lindahl est le pionnier d'une méthode qui fera florès, consistant à découper du temps en une succession de périodes, pour analyser comment les grandeurs économiques évoluent. Dans cette optique, la distinction entre les variables *ex-post* et les variables *ex-ante* est centrale. L'analyse *ex-post* est un peu comme le livre comptable enregistrant les valeurs prises effectivement par les variables au cours d'une période (forcément terminée). L'analyse *ex-ante* est plus comportementaliste et « forward-looking » : elle porte sur les plans d'action que les agents économiques élaborent pour la période en cours ou les périodes futures. Ces plans sont basés sur la connaissance du passé et l'anticipation du futur.

Comment s'imbriquent les facteurs *ex-ante* et *ex-post* dans le domaine de la relation épargne-investissement ? Notons par  $I_a$  l'investissement planifié et  $S_a$  l'épargne planifiée (données *ex-ante*) ; « There is no reason for assuming that they should be equal ».  $I_p$  et  $S_p$  sont respectivement l'investissement et l'épargne *ex-post* pour la même période ; ils sont nécessairement égaux entre eux. Comment passe-t-on d'une possible inégalité à une nécessaire égalité ? « The answer is that the inequality of  $S_a$  and  $I_a$  sets in motion a process which makes realized income differ from expected income, realized savings from planned savings and realized new investment differ from the corresponding plan »<sup>35</sup>. Ce sont le revenu, l'épargne et l'investissement inattendus (ou inintentionnels) qui font la différence. Ils sont notés  $Y_u$ ,  $S_u$ ,  $I_u$ . On a :

$$\begin{aligned} S_a &\neq I_a && (5.4) \\ [S_a + S_u = S_p] &\text{ et } [I_a + I_u = I_p] \\ S_p &= I_p \end{aligned}$$

Au cours d'une période  $n$ , on peut assister à l'augmentation de l'investissement *ex-post* par rapport à la période  $n-1$ , même si l'épargne planifiée de la période  $n$  est au même niveau que l'épargne *ex-post* de la période  $n-1$ .

Ohlin récuse la thèse classique selon laquelle c'est le taux d'intérêt qui égalise l'épargne et l'investissement. D'une part, l'épargne et l'investissement *ex-ante* peuvent diverger. D'autre part, l'épargne et l'investissement *ex-post* s'équivalent, quel que soit

<sup>34</sup> Ohlin [271] p. 53

<sup>35</sup> Ohlin [271] p. 65

le taux d'intérêt. Ohlin rejette également la théorie wicksellienne du taux d'intérêt naturel. Quelle est alors l'explication de la détermination du taux d'intérêt ? « The rate of interest is simply the price of credit, and it is therefore governed by the supply of and demand for credit »<sup>36</sup>.

La théorie suédoise conteste également le principe orthodoxe liant le salaire réel et l'emploi dans le sens que toute augmentation de l'un postule ou entraîne la diminution de l'autre. Ohlin remarque sarcastiquement qu'on le retrouve même dans la *Théorie Générale*. Selon lui, aucune théorie statique ne peut expliquer le chômage conjoncturel.

Venons-en maintenant aux commentaires d'Ohlin à l'égard de la Théorie Générale. La même année 1937, Vassili Leontief avait déploré que Keynes s'écartait de la tradition macroéconomique en ne respectant pas le *postulat d'homogénéité*, un concept que Leontief mit en avant pour désigner une hypothèse commune mais implicite jusqu'alors : que l'offre et la demande des différents biens particuliers sont insensibles au niveau des prix ABSOLUS ; seuls comptent les prix RELATIFS. Or l'offre de travail keynésienne dépend explicitement du salaire NOMINAL. Ohlin fait le même constat... avec satisfaction ; Keynes s'est heureusement débarrassé d'un ensemble de postulats tacites de l'économie classique, parmi lesquels le postulat d'homogénéité, qui mettent hors jeu les variations cycliques de la production et les processus d'inflation et de déflation. Une théorie macroéconomique digne de ce nom considère les effets réels et les effets nominaux d'un événement comme deux objets complémentaires dignes d'attention. L'analyse keynésienne satisfait cette exigence et peut dès lors servir de base à l'étude du cycle conjoncturel.

Ces éloges sont toutefois assortis de critiques. Comme celle des classiques, la théorie keynésienne reste une théorie d'équilibre, ce qui la rend « old fashioned ». Face à ce statisme, Ohlin préconise une vision dynamique, seule capable d'expliquer le cycle conjoncturel<sup>37</sup>.

Rapidement, il apparaît que la principale pierre d'achoppement est la supposée incapacité de Keynes à distinguer l'ex-ante et l'ex-post. Plus précisément, à reconnaître l'existence de l'épargne et l'investissement ex ante. Effectivement, Keynes s'y refuse ; dans sa réponse, il rappelle son hostilité envers toute théorie de l'intérêt fondée sur l'offre et la demande de fonds prêtables et s'en tient à la thèse de l'inévitable égalité entre  $I$  et  $S$ . Il conteste par ailleurs que la conception de Ohlin innove par rapport à la théorie des fonds prêtables traditionnelle.

L'épargne ex-ante semble à Keynes être un concept vide de sens : avant de percevoir un revenu et de s'abstenir du consommer, l'épargnant n'effectue aucune démarche particulière. Par contre, l'investissement ex-ante est un facteur très important ; Keynes dit maintenant regretter de l'avoir négligé précédemment. Avant d'installer et de payer ses nouveaux équipements, l'entrepreneur-investisseur passe par un stade de récolte de fonds. C'est à cette occasion que Keynes introduit le **motif financier** de demande de monnaie, absent dans la Théorie générale. Comme toute demande de monnaie, celle-ci fait monter le taux d'intérêt si la masse monétaire ne suit pas le mouvement. D'où

---

<sup>36</sup> Ohlin [271] p. 221

<sup>37</sup> Comme Ohlin, Leontief s'était également étonné du caractère statique de la théorie keynésienne.

l'illusion, fausse, que l'augmentation de l'investissement fait hausser le taux d'intérêt parce qu'il est une demande de fonds prêtables.

Ohlin accepte l'idée keynésienne que le taux d'intérêt égalise l'utilité marginale de la détention de titres avec celle de la détention de monnaie. Mais il estime que ce rôle n'est pas contradictoire avec celui que le taux d'intérêt joue pour égaliser l'offre et de la demande de fonds prêtables ; il lui est complémentaire. Ohlin conçoit ces deux ajustements dans le cadre d'un équilibre général où comme les autres prix, le taux d'intérêt influence les diverses offres et demandes. Il rejette la conception keynésienne qui met le marché de la monnaie sur un piédestal, au-dessus de l'équilibre général, agissant comme unique déterminant du taux d'intérêt. Mais Keynes réinsiste sur le caractère unique du marché de la monnaie : « The investment market can become congested through shortage of cash. It can never become congested through shortage of saving. This is the most fundamental of my conclusions within this field »<sup>38</sup>.

### 5.1.5. Le salaire et la marge face au cycle conjoncturel

Comme nous l'avons vu au sous-chapitre 5.1.1., Keynes adhère à la conception dominante de son époque concernant l'évolution du salaire réel. En basse conjoncture, la baisse de la production fait croître la productivité marginale et donc le salaire réel, même si le salaire nominal est en baisse. A l'opposé du salaire nominal, le salaire réel évolue contracycliquement. Marshall semble être à l'origine de cette idée. Peu après la parution de la Théorie Générale, deux articles publiés l'un par Dunlop et l'autre par Tarshis relèvent une corrélation statistique positive entre le salaire nominal et le salaire réel et remettent en cause l'ancienne conception. En 1939, Keynes consacre à cette question un article intitulé « Relative Movements of Real Wages and Output ». Il reconnaît avoir eu tort d'adhérer à l'opinion dominante, mais – ajoute-t-il- la nouvelle vérité est plutôt favorable à la Théorie Générale, car elle montre que l'amélioration de l'emploi n'implique pas nécessairement une baisse du salaire réel. Diffusés plus tôt, ces éléments neufs auraient permis à la Théorie Générale de simplifier son argumentation.

La suite de l'article de Keynes est exploratoire. En l'absence de données empiriques complémentaires, il est difficile de déterminer avec précision les fautes de raisonnement de l'ancienne théorie, mais Keynes se hasarde à certaines hypothèses qu'il souhaiterait voir testées. Son analyse se situe à la frontière entre la micro et la macroéconomie, une zone arpentée par de nombreux économistes face à la crise économique persistante. Keynes se demande si l'hypothèse de la courbe de coût marginal réel croissante n'est pas en cause. En tout cas –constate-t-il- un économiste comme Kalecki préfère postuler une courbe horizontale. Keynes émet également des doutes sur la théorie qui lie le prix au coût marginal ; ne serait-il pas plutôt guidé par le coût moyen à long terme ? Ses réflexions à ce sujet l'amènent à des idées proches de la thèse hétérodoxe du *full cost* qui sera analysée au chapitre 5.5.

Keynes se réfère également à des statistiques montrant que la part des salaires dans le revenu national est étonnamment stable dans le temps, par-delà les fluctuations conjoncturelles. S'en trouve affaiblie la thèse couramment acceptée que la marge de profit incluse dans le prix évolue procycliquement. Une thèse qu'on retrouvait notamment dans l'ouvrage de Harrod « The Trade Cycle » (1936). Il y développe sa

---

<sup>38</sup> Keynes [182] p. 669

théorie de *l'élasticité de la demande décroissante* : lorsque leur revenu augmente, les agents sont moins sensibles à l'avantage d'acheter au meilleur prix ; la demande est donc plus élastique pendant la dépression que pendant le boom conjoncturel ; la marge bénéficiaire y est donc supérieure, comme l'indique l'équation (4.3). A peine publiée, cette théorie est combattue par Joan Robinson et par Kalecki. Tous deux avancent des arguments favorables à une évolution contracyclique de la marge bénéficiaire<sup>39</sup>. La concurrence devient plus rude lors du boom, d'une part parce que la survie de la firme est moins menacée, d'autre part parce que l'expansion des marchés suscite l'entrée de nouvelles firmes. Cette concurrence accrue y comprime les marges. Avec beaucoup de précautions, Keynes prend le parti de Kalecki et Robinson.

**Kalecki et les parts du travail et du capital dans le revenu national**

L'article de Kalecki « The Determinants of Distribution of National Income » (1938) s'intéresse également à ce fait empirique de la constance des parts des classes sociales dans le revenu national. Selon Kalecki, la part du capital est une fonction croissante de deux variables : le degré de monopole de Lerner lié à la part de la marge dans le prix et le rapport du prix des matières premières sur les salaires. Comme nous l'avons vu, le premier est supposé contracyclique alors que le second est procyclique. La constance des parts découle de la compensation entre ces effets opposés. Keynes salue l'intérêt de cette analyse mais reproche à Kalecki de ne pas expliquer pourquoi les deux effets se compensent presque parfaitement.

---

<sup>39</sup> Encore aujourd'hui, les économistes sont divisés sur la forme cyclique des marges. Même les données empiriques avancées par les uns et les autres ne concordent pas. On pourrait en conclure que la forme cyclique des marges est sensible aux circonstances, qu'elle peut varier selon le lieu et le temps. Dans l'article « Market Structure and Macroeconomic Fluctuations » (1986), Robert Hall insiste sur un autre phénomène, dont la constatation empirique est assez largement acceptée : le caractère procyclique de la productivité. Il écrit : « The fact that drives all my results is well known and uncontroversial : for many industries and all broad aggregates, output can rise substantially with only a modest increase in measured labor input » ([129] p. 304). Il en impute la cause au *pouvoir de marché*, très répandu, qui autorise certaines pratiques telles la *rétenion de main d'œuvre* (labor hoarding), consistant à garder une partie de l'effectif sous-utilisé lorsque l'activité est réduite. Ce phénomène devrait favoriser une évolution procyclique des marges.