

## Chapitre 4

# MONNAIE, INTÉRÊT ET REVENU

L'image du « voile monétaire » selon laquelle la monnaie ne modifierait en rien les relations réelles de l'économie a disparu. Tous les économistes s'accordent à reconnaître, à des titres divers et avec des nuances multiples, un rôle important à la monnaie dans toute l'économie.

Keynes présente la demande de monnaie comme résultant de trois motifs essentiels : les motifs de transaction et de précaution pour lesquels la demande est fonction du revenu et le motif de spéculation pour lequel la demande dépend du taux d'intérêt. La rencontre de cette demande de monnaie et de son offre (définie de manière exogène) détermine le niveau du taux d'intérêt.

L'idée selon laquelle même la demande de monnaie à des fins de transaction pourrait être élastique par rapport au taux d'intérêt a été émise par Alvin Hansen<sup>(1)</sup> et discutée par William J. Baumol<sup>(2)</sup> et James Tobin<sup>(3)</sup>.

(1) ALVIN HANSEN, *Monetary theory and fiscal policy*, New York, McGraw-Hill Inc., 1949, p. 55 à 70.

(2) WILLIAM J. BAUMOL, The transactions demand for cash : an inventory theoretic approach, *Quarterly journal of economics*, novembre 1952, p. 545-556.

(3) JAMES TOBIN, The interest elasticity of the transactions demand for cash, *Review of economics and statistics*, août 1956, p. 241-247.

En introduisant l'analyse connue sous le nom d'IS-LM, J. R. Hicks, dans le premier article de ce chapitre, démontre les interrelations entre marché monétaire et marché des biens et la détermination simultanée du taux d'intérêt et du revenu.

Le concept de préférence pour la liquidité introduit par Keynes a été très largement discuté dans la littérature. L'apport fondamental de James Tobin est de généraliser ce concept en le fondant sur un ensemble différent d'hypothèses plus réalistes.

La vieille théorie quantitative de la monnaie a été rajeunie par Milton Friedman et ses disciples, réunis sous l'étiquette de l'école de Chicago, qui ont dans les années cinquante et soixante lancé une « contre-révolution » pour s'opposer aux thèses keynésiennes et à leurs implications au niveau de la politique économique (cf. le fameux débat politique monétaire contre politique fiscale).

Le concept de monnaie a même été dépassé au profit de concepts plus globaux comme celui de liquidité générale de l'économie, préconisé par le rapport Radcliffe<sup>(1)</sup>, ou par des approches nouvelles telles que celles de Gurley et Shaw<sup>(2)</sup>.

### *Présentation de J. R. Hicks : M. Keynes et les « classiques » : proposition d'une interprétation*

*Les économistes classiques ne se sont pas reconnus dans les attaques que Keynes formulait à leur encontre. Cela résulte peut-être du fait que Keynes considère comme représentative de la pensée*

(1) *Report of the committee on the working of the monetary system*, London, H.M. Stationary office, 1959.

(2) J. G. GURLEY et E. S. SHAW, *Money in a theory of finance*, Washington, D.C., The Brookings institution, 1960.

classique La théorie du chômage du P<sup>r</sup> Pigou. Or, cette dernière paraît ne pas avoir été plus comprise et acceptée que la Théorie générale de Keynes par les économistes du moment.

J. R. Hicks pense que le meilleur moyen de trancher le débat est de construire une « théorie classique » n'intégrant pas les derniers apports de Pigou, afin d'apprécier l'apport effectif de la théorie keynésienne. Cette théorie trouve ses origines dans les œuvres de D. Ricardo, et peut-être même de A. Marshall, c'est-à-dire là où celle de Keynes trouve elle-même ses origines (cf. chap. I). La différence résulte du fait que Keynes a mis l'accent sur les limites que cette théorie impliquait, accent mis d'une manière telle qu'on a peine à reconnaître la théorie d'origine.

Confrontée aux fluctuations économiques, cette théorie classique « aménagée » connaît quelques difficultés ; notamment, le revenu nominal subit des fluctuations au cours du cycle des affaires que la théorie classique explique par les variations de la masse monétaire, du coefficient de proportionnalité entre le revenu et la masse monétaire ( $k$  dans l'équation  $M = kI$  connue sous le nom d'équation de Cambridge, plus souvent présentée sous la forme  $M = kY$ ) et les modifications du niveau des détentions. Keynes, introduisant le concept de préférence pour la liquidité, en arrive à la conclusion que la masse monétaire détermine le taux d'intérêt et non pas le revenu. L'auteur, introduisant alors la construction bien connue des courbes LL (relation revenu et taux d'intérêt représentant l'égalité entre l'offre et la demande de monnaie sur le marché monétaire) et IS (relation revenu-intérêt permettant de décrire sur le marché des biens l'égalité épargne-investissement) démontre que revenu et taux d'intérêt sont déterminés ensemble.

Il s'ensuit que l'apport de Keynes n'est valable que dans certaines circonstances qui font de sa théorie une « Théorie de la dépression ».

Simple prolongement de la théorie keynésienne ou apport nouveau ? Il apparaît bien, à la lecture de cet article, que l'apport de Keynes ne constitue « ni le début ni la fin de l'Economie dynamique ».

## M. Keynes et les « classiques » : proposition d'une interprétation <sup>(1)</sup> <sup>(2)</sup>

J. R. Hicks

I / Le moins charitable lecteur de Keynes admettra que la valeur de divertissement de la *Théorie générale de l'emploi* (*General theory of employment*) est considérablement rehaussée par son aspect satirique. Mais il est également manifeste que de nombreux lecteurs sont restés très déconcertés par cette Sottisiade (Dunciad). Même s'ils sont convaincus par les arguments de M. Keynes et s'ils reconnaissent humblement avoir été eux-mêmes des « économistes classiques » dans le passé, ils acceptent difficilement d'admettre qu'ils ont cru, avant leur régénérescence, les choses que M. Keynes les accuse d'avoir crues. Et il y en a sans doute d'autres qui considèrent leurs doutes historiques comme une pierre d'achoppement qui les a empêchés de trouver dans la théorie positive toutes les lumières qu'ils auraient pu obtenir sans ces doutes.

On peut trouver vraisemblablement une des raisons principales à cette situation dans le fait que M. Keynes considère comme typique de l'« Economie classique » les derniers écrits du P<sup>r</sup> Pigou, particulièrement *La théorie du chômage* (*The Theory of unemployment*). Or, *La théorie du chômage* est un ouvrage assez nouveau et excessivement difficile, de telle sorte qu'on peut affirmer qu'il n'a pas encore eu un grand effet sur l'enseignement courant de

<sup>(1)</sup> M. Keynes and the classics ; A suggested interpretation, *Econometrica*, vol. 5 (avril 1937), p. 147-159.

<sup>(2)</sup> Etabli à partir d'un article présenté à la réunion de l'Econometric Society à Oxford (septembre 1936) et qui a provoqué une discussion intéressante. Il a été modifié en conséquence, en partie à la lumière de cette discussion, et en partie à la suite d'autres discussions qui eurent lieu à Cambridge.

l'économie. Pour de nombreuses personnes, ses doctrines semblent tout aussi étranges et nouvelles que les doctrines de M. Keynes lui-même; et donc accuser l'économiste « ordinaire » d'avoir lui-même cru ces choses-là le déconcerte tout à fait.

Par exemple, la théorie du P<sup>r</sup> Pigou développe jusqu'à un degré excessif l'analyse en termes réels. Non seulement sa théorie est une théorie des salaires réels et du chômage, mais encore de nombreux problèmes que tout un chacun aurait préféré analyser en termes monétaires sont analysés par le P<sup>r</sup> Pigou en termes de « salaire-marchandises ». L'économiste classique « ordinaire » n'a rien à voir avec ce *tour de force*.

Cependant, si voulant tenir compte de l'économiste classique « ordinaire » nous disons que ce dernier aurait préféré analyser nombre de ces problèmes en termes monétaires, M. Keynes répondra qu'il n'y a aucune théorie classique des salaires nominaux et de l'emploi. Il est tout à fait exact qu'une telle théorie n'existe pas habituellement dans les manuels. Ceci tient uniquement au fait que la plupart des manuels ont été écrits à un moment où les modifications générales des niveaux des salaires nominaux dans un système fermé ne constituaient pas un problème important. Il est vraisemblable que la plupart des économistes ont pensé qu'ils avaient une assez bonne idée de ce qu'était la relation effective entre les salaires nominaux et l'emploi.

Dans ces circonstances, il semble intéressant d'essayer de construire une théorie « classique » typique, à partir d'un modèle antérieur à celui du P<sup>r</sup> Pigou et plus simple que lui. Si nous pouvons construire une telle théorie, et montrer qu'elle donne effectivement des résultats jusqu'ici considérés comme acquis, mais qui ne sont pas en accord avec les conclusions de M. Keynes, nous pourrions ainsi enfin avoir une base satisfaisante de comparaison. Nous pouvons espérer être à même d'isoler les innovations de M. Keynes, et par là de découvrir quelles sont les vraies propositions qui sont en litige.

Puisque notre objet est d'effectuer des comparaisons, j'essaierai d'établir ma théorie classique typique dans une forme semblable à celle dans laquelle M. Keynes a établi la sienne; par ailleurs, je ne tiendrai pas compte de toutes les complications secondaires qui ne se rapportent pas étroitement à la question objet du débat. Ainsi, je suppose avoir affaire à une courte période dans laquelle la quantité d'équipement physique de toutes les catégories disponibles peut être considérée comme donnée. Je suppose que le travail est homogène. Je suppose de plus que l'amortissement peut être négligé, de telle manière que la production des biens d'équipement corresponde à un investissement nouveau. Ceci est une simplification dangereuse, mais les importants problèmes soulevés par M. Keynes dans son chapitre sur le coût de l'utilisation n'entrent pas dans le cadre de nos préoccupations.

Commençons en supposant que  $w$ , le taux des salaires nominaux par tête, peut être considéré comme donné.

Soient  $x$  et  $y$  respectivement la production de biens d'équipement et de biens de consommation, et soient  $N_x$ ,  $N_y$  le nombre d'hommes employés à les produire. Puisque la quantité d'équipement physique spécialisé dans chaque industrie est donnée,  $x = f_x(N_x)$  et  $Y = f_y(N_y)$  pour lesquels  $f_x$  et  $f_y$  sont des fonctions *données*.

Soit  $M$  la masse monétaire d'un niveau *donné*.

On veut déterminer  $N_x$  et  $N_y$ .

Premièrement, le niveau du prix des biens d'équipement = leur coût marginal =  $w(dN_x/dx)$ . Par ailleurs, le niveau du prix des biens de consommation = leur coût marginal =  $w(dN_y/dy)$ .

Le revenu résultant des échanges d'investissement (valeur de l'investissement, ou simplement Investissement) =  $wx(dN_x/dx)$ . Appelons-le  $I_x$ .

Le revenu résultant des échanges de consommation =  $wy(dN_y/dy)$ .

Le revenu total =  $wx(dN_x/dx) + wy(dN_y/dy)$ . Appelons-le  $I$ .

En conséquence,  $I_x$  est une fonction donnée de  $N_x$ ,  $I$  une fonction de  $N_x$  et de  $N_y$ . Une fois que  $I$  et  $I_x$  sont déterminés,  $N_x$  et  $N_y$  peuvent être déterminés.

Admettons maintenant « l'équation quantitative de Cambridge » suivant laquelle il existe une certaine relation définie entre le revenu et la demande de monnaie. Puis, d'une manière approximative, et en dehors du fait que la demande pour la monnaie puisse dépendre non seulement du revenu total mais aussi de sa distribution parmi les gens ayant une demande relativement importante ou relativement faible pour les détentions, nous pouvons écrire :

$$M = kI.$$

Aussitôt que  $k$  est donné, le revenu total est en conséquence déterminé.

Afin de déterminer  $I_x$ , nous avons besoin de deux équations. Une nous indique que le montant de l'investissement (considéré comme demande pour le capital) dépend du taux d'intérêt :

$$I_x = C(i).$$

C'est cette identité qui devient la courbe d'efficacité marginale du capital dans le travail de M. Keynes.

De plus, Investissement = Epargne, et l'épargne dépend du taux d'intérêt, ou si vous préférez du Revenu. En conséquence,  $I_x = S(i, I)$ . (Cependant, puisque le revenu est déjà déterminé, nous n'avons pas à nous préoccuper ici de l'introduction du revenu, à moins que nous ne choissions de le faire.)

Cependant, en les considérant comme un système, nous avons trois équations fondamentales,  $M = kI$ ,  $I_x = C(i)$ ,  $I_x = S(i, I)$ , pour déterminer trois inconnues  $I$ ,  $I_x$ ,  $i$ . Comme nous l'avons précédemment montré,  $N_x$  et  $N_y$  peuvent être déterminés à partir de  $I$  et de  $I_x$ . L'emploi total,  $N_x + N_y$ , est en conséquence déterminé.

Considérons quelques propriétés de ce système. Il découle directement de la première équation que  $I$  est pleinement déterminé aussitôt que  $k$  et  $M$  sont donnés; c'est-à-dire que le revenu total dépend directement de la masse monétaire. Cependant, l'emploi total n'est pas nécessairement déterminé immédiatement à partir du revenu puisqu'il dépendra généralement, dans une certaine mesure, de la proportion de revenu épargné, et donc de la manière dont la production se partage entre les échanges d'investissement et les échanges de biens de consommation. (S'il advenait que les élasticités de l'offre soient les mêmes pour chacun de ces types d'échange, un glissement de la demande entre eux entraînerait des mouvements de compensation entre  $N_x$  et  $N_y$  et en conséquence aucun changement ne se produirait au niveau de l'emploi total.)

Une augmentation de l'incitation à investir (c'est-à-dire un mouvement vers la droite de la courbe d'efficacité marginale du capital, que nous avons appelée  $C(i)$ ) tendra à accroître le taux d'intérêt, et ainsi à affecter l'épargne. Si le montant de l'épargne augmente, le montant de l'investissement augmentera aussi; le travail sera plus utilisé dans les activités d'investissement et moins utilisé dans les activités de consommation; il en résultera une augmentation de l'emploi total si l'élasticité de l'offre dans les échanges d'investissement est plus grande que l'élasticité des échanges de biens de consommation — et il en résultera une diminution dans le cas contraire.

Un accroissement de l'offre de monnaie augmentera nécessairement le revenu total, car les individus augmenteront leurs dépenses et leurs prêts jusqu'à ce que les revenus aient augmenté d'une manière suffisante afin de ramener  $k$  à son niveau antérieur. L'augmentation du revenu tendra à accroître l'emploi, à la fois dans la production des biens de consommation et dans la production des biens d'investissement. L'effet total sur l'emploi dépend du ratio mettant en rapport la croissance de ces industries; par ailleurs, cela dépend de la proportion d'accroissement de

revenu que les individus désirent épargner, proportion qui à son tour commande le taux d'intérêt.

Jusqu'ici, nous avons supposé le taux des salaires nominaux comme donné; cependant, tant que nous considérerons que  $k$  est indépendant du niveau des salaires, il n'y aura pas de problème non plus en ce qui concerne ce point. Une augmentation du taux des salaires nominaux entraînera nécessairement une diminution de l'emploi et une augmentation des salaires réels. En effet, un revenu nominal constant ne peut permettre d'acheter une même quantité de biens pour un niveau de prix plus élevé; et à moins que le niveau des prix n'augmente, le prix des biens ne couvrira pas leur coût marginal. Il y aura en conséquence une diminution de l'emploi; au fur et à mesure que l'emploi diminue, les coûts marginaux en termes de travail diminueront et en conséquence les salaires réels augmenteront. (Puisqu'une modification des salaires nominaux est toujours accompagnée d'une modification de même direction sinon de même proportion des salaires réels, aucun préjudice ne sera encouru, et un certain avantage sera peut-être même assuré, si on préfère travailler en termes de salaires réels. Naturellement, le plus grand nombre d'« économistes classiques » a adopté cette ligne de conduite.)

Je pense que l'on admettra que nous avons ici une théorie tout à fait raisonnablement homogène, théorie également compatible avec les déclarations d'un groupe facilement reconnaissable d'économistes. Il est admis comme conséquence de cette théorie qu'il vous est possible d'accroître l'emploi par l'inflation directe; votre décision en vue de favoriser ou non cette politique dépend encore de votre jugement quant aux réactions probables des salaires, et également — dans un cadre national — de votre vision du modèle international.

Historiquement, cette théorie remonte à Ricardo bien qu'elle ne soit pas actuellement ricardienne; elle est, probablement, plus ou moins la théorie soutenue par Marshall. Cependant, même avec Marshall, elle commençait déjà à faire l'objet de réserves

importantes; ses successeurs ont été encore plus dans ce sens. Ce que M. Keynes a fait est de mettre une emphase importante sur les restrictions de la théorie, au point d'effacer presque entièrement la théorie originale. Suivons ce processus de développement.

II / Lorsqu'une théorie comme la théorie « classique » que nous venons de décrire est appliquée à l'analyse des fluctuations industrielles, elle rencontre des difficultés de différentes natures. Il est évident que le revenu nominal total subit de grandes variations au cours du cycle des affaires, et la théorie classique ne peut expliquer cela que par des variations de  $M$  ou de  $k$ , ou en troisième et dernière possibilité que par des modifications de la distribution.

1) La variation de  $M$  est la plus simple et la plus évidente, et a été largement utilisée. Cependant, les variations de  $M$  que l'on peut relever pendant un cycle des affaires sont des variations qui s'instaurent entre banques — ce sont des variations dans les prêts bancaires; si nous devons nous appuyer sur elles il est nécessaire et urgent que nous expliquions la relation entre l'offre de monnaie des banques et le taux d'intérêt. On peut le faire d'une manière grossière en considérant les banques comme des personnes qui ont une forte tendance à utiliser la monnaie en la prêtant plutôt qu'en la dépensant. Leur comportement, en conséquence, tend tout d'abord à abaisser les taux d'intérêt, et c'est seulement après, quand la monnaie passe dans les mains de ceux qui vont la dépenser, qu'elle augmente les prix et les revenus. « La nouvelle monnaie, ou l'accroissement de monnaie, ne va pas à des personnes privées, mais aux centres bancaires; en conséquence, elle accroît en premier lieu la volonté des prêteurs à prêter et abaisse le taux d'escompte. Mais, par la suite, elle augmente les prix; et en conséquence tend à augmenter le taux d'escompte » (1). Cette proposition n'est satisfaisante qu'en apparence; cependant, si nous nous étions

(1) MARSHALL, *Money, Credit, and commerce*, p. 257.

efforcés de donner une vue plus précise de ce processus, nous aurions très rapidement été en butte à des difficultés. Qu'est-ce qui détermine le montant de monnaie nécessaire pour provoquer une chute déterminée du taux d'intérêt ? Qu'est-ce qui détermine la longueur de la période pour laquelle le taux sera faible ? Il n'est pas facile de répondre à ces questions.

2) Dans la mesure où nous privilégions les changements de  $k$  notre analyse sera valide jusqu'à un certain point. Les modifications de  $k$  peuvent être reliées aux changements dans la confiance, et il semble réaliste de penser que la croissance des prix en période de prospérité résulte du fait que l'optimisme encourage la réduction des détentions; par ailleurs, la baisse des prix en période de régression intervient du fait du pessimisme et du fait que l'incertitude incite à l'accroissement des détentions. Mais, parvenu à ce point, il paraît normal de se demander si  $k$  n'a pas abdiqué son statut de variable indépendante, et ne se trouve pas exposé à l'influence des autres variables dans nos équations fondamentales.

3) Cette dernière considération est soutenue, d'une manière très forte, par une autre considération d'un caractère plus purement théorique. Sur la base de la théorie de la valeur pure, il est évident que le sacrifice direct consenti par une personne qui détient un stock de monnaie est le sacrifice de l'intérêt; ainsi, il est difficile de croire que le principe marginal ne joue absolument pas en ce domaine. Comme l'a dit Lavington :

« La quantité de ressources que (un particulier) détient sous forme de monnaie sera telle que l'unité de monnaie qui vaut la peine et seulement la peine d'être détenue sous cette forme lui procure un rendement de commodité et de sécurité égal au rendement de satisfaction découlant de l'unité marginale dépensée en biens consommables, et aussi égal au taux d'intérêt net » (1).

(1) LAVINGTON, *English capital market*, 1921, p. 30; voir aussi PIGOU, *The exchange-value of legal-tender money*, in *Essays in applied economics*, 1922, p. 179-181.

La demande de monnaie dépend du taux d'intérêt ! La scène est prête pour M. Keynes.

Ainsi, aux trois équations de la théorie classique :

$$M = kI, \quad I_x = C(i), \quad I_x = S(i, I),$$

M. Keynes commence par opposer les trois équations :

$$M = L(i), \quad I_x = C(i), \quad I_x = S(I).$$

Celles-ci diffèrent des équations classiques de deux manières. D'un côté, la demande de monnaie est conçue comme dépendant du taux d'intérêt (préférence pour la liquidité). D'un autre côté, toute influence possible du taux d'intérêt sur le montant épargné à partir d'un revenu donné est négligée. Bien que cela signifie que la troisième équation devienne l'équation du multiplicateur, qui tend des pièges si surprenants, ce deuxième amendement n'est pourtant qu'une simplification, en définitive sans conséquence (1). C'est la doctrine de la préférence pour la liquidité qui est essentielle.

Ainsi, c'est maintenant le taux d'intérêt, et non le revenu, qui est déterminé par la masse monétaire. Le taux d'intérêt établi par rapport à la courbe d'efficacité marginale du capital détermine la valeur de l'investissement; ce qui détermine le revenu par l'intermédiaire du multiplicateur. Le volume de l'emploi (pour des taux

(1) On peut vérifier ceci rapidement si nous considérons les équations :

$$M = kI, \quad I_x = C(i), \quad I_x = S(I),$$

qui comprennent le second amendement de M. Keynes sans le premier. La troisième équation est déjà l'équation du multiplicateur, mais un multiplicateur dont les ailes ont été rognées. En effet, puisque  $I$  dépend encore uniquement de  $M$ ,  $I_x$  dépend ici uniquement de  $M$ , et il est impossible d'accroître l'investissement sans accroître la volonté d'épargner ou sans accroître la masse monétaire. Le système ainsi créé est en conséquence identique à celui que quelques années auparavant on dénommait généralement « le point de vue du ministère des Finances » (*treasury view*). Cependant, la préférence pour la liquidité nous transporte du « point de vue ministère des Finances » à la *Théorie générale de l'emploi*.

donnés de salaires) est ensuite déterminé par la valeur de l'investissement et du revenu qui n'est pas épargné, mais dépensé en biens de consommation.

C'est ce système d'équation qui conduit à la surprenante conclusion suivant laquelle un accroissement de l'incitation à investir ou de la propension à consommer ne tendra pas à accroître le taux d'intérêt, mais seulement le niveau de l'emploi. Cependant, en dépit de ceci, et en dépit du fait qu'une bonne partie des arguments sont utilisés en termes de ce système, et de ce seul système, *ce n'est pas la « Théorie générale. »* Nous pouvons l'appeler, si cela nous plaît, la *Théorie spéciale* de M. Keynes. La *Théorie générale* est quelque chose qui est notablement plus orthodoxe.

Comme Lavington et le P<sup>r</sup> Pigou, M. Keynes ne croit pas en définitive que la demande pour la monnaie puisse être déterminée par une seule variable — fût-elle le taux d'intérêt. Il met plus l'accent sur cette variable que les autres ne l'ont fait, mais pas plus pour lui que pour les autres elle ne peut être considérée comme variable unique. La dépendance de la demande pour la monnaie par rapport à l'intérêt n'apporte en définitive rien de plus que des amendements au vieux concept de dépendance du revenu. Cependant, mettant l'accent sur le motif de « spéculation », nous devons insister tout autant sur le motif de « transaction ».

En conséquence nous avons pour la *Théorie générale* :

$$M : L(I, i), I_x = C(i), I_x = S(I).$$

Avec cette révision, M. Keynes fait un grand pas en arrière vers l'orthodoxie marshallienne, et sa théorie devient difficilement distincte des théories marshalliennes révisées et amendées qui, comme nous l'avons vu, ne sont pas neuves. Y a-t-il réellement une quelconque différence entre elles, ou bien l'ensemble n'est-il qu'un simulacre d'affrontement? Utilisons les ressources d'un diagramme (fig. 1).

Par rapport à une quantité donnée de monnaie, la première

équation,  $M = L(I, i)$  nous donne une relation entre le revenu ( $I$ ) et le taux d'intérêt ( $i$ ). Ceci permet de tracer la courbe (LL) qui aura une pente ascendante puisqu'une augmentation de revenu tendra à accroître la demande pour la monnaie, et une augmentation du taux d'intérêt tendra à la diminuer. De plus, les deux autres équations prises ensemble nous donnent une autre relation entre le revenu et l'intérêt. (La courbe d'efficacité marginale du

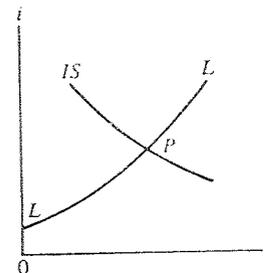


Fig. 1

capital détermine la valeur de l'investissement pour tout taux d'intérêt donné, et le multiplicateur nous indique quel niveau de revenu sera nécessaire afin de rendre l'épargne égale à la valeur de l'investissement.) La courbe IS, mettant en évidence la relation entre le revenu et l'intérêt qui doit être maintenu afin de rendre l'épargne égale à l'investissement, peut en conséquence être tracée.

Le revenu et le taux d'intérêt sont maintenant déterminés ensemble au point P, le point d'intersection des courbes LL et IS. Ils sont déterminés ensemble tout comme le sont les prix et la production dans la théorie moderne de l'offre et de la demande. En vérité, l'innovation de M. Keynes, en ce domaine, est étroitement parallèle à l'innovation des Marginalistes. La théorie quantitative essaie de déterminer le revenu sans l'intérêt, exactement comme la théorie de la valeur travail a essayé de déterminer le prix

sans référence à la production; chacune doit céder la place à une théorie admettant un plus haut degré d'interdépendance.

III / Cependant, si ceci est la vraie *Théorie générale*, comment M. Keynes peut-il en venir à faire ses remarques concernant une augmentation de l'incitation à investir qui n'augmenterait pas le taux d'intérêt? Il doit ressortir de notre diagramme qu'une élévation de la courbe d'efficacité marginale du capital doit entraîner une élévation de la courbe IS; et en conséquence, en même temps qu'elle augmentera le revenu et l'emploi, elle augmentera aussi le taux d'intérêt.

Ceci nous amène à ce qui est la chose la plus importante du livre de M. Keynes par de nombreux côtés. Il est non seulement possible de montrer qu'une offre de monnaie donnée détermine une certaine relation entre le revenu et l'intérêt (ce que nous avons exprimé par la courbe LL), mais il est également possible d'apporter des précisions quant à l'allure de la courbe. Elle tendra vraisemblablement à être presque horizontale vers la gauche, et presque verticale vers la droite. Ceci tient au fait qu'il existe : 1) un certain minimum au-dessous duquel le taux d'intérêt ne descendra vraisemblablement pas, et (bien que M. Keynes ne le précise pas) il existe 2) un maximum au niveau du revenu qu'il est possible de financer pour un montant donné de monnaie. Nous pouvons, par exemple, imaginer la courbe approchant ces limites d'une manière asymptotique (fig. 2).

En conséquence, si la courbe IS se situe bien vers la droite (soit à cause d'une forte incitation à investir, soit à cause d'une forte propension à consommer), P se situera sur cette partie de la courbe qui a une pente franchement ascendante, et la théorie classique sera une bonne approximation, ne nécessitant pas plus de modifications que celles apportées par les derniers Marshalliens. Un accroissement de l'incitation à investir augmentera le taux d'intérêt, comme dans la théorie classique, mais il aura aussi quelque effet

secondaire en augmentant le revenu et en conséquence l'emploi. (M. Keynes, en 1936, n'est pas le premier économiste de Cambridge à avoir une foi modérée dans les Travaux publics.) Cependant, si le point P se situe à la gauche de la courbe LL, la formulation *spéciale* de la théorie de M. Keynes devient valide. Une élévation de la courbe d'efficacité marginale du capital n'augmente que l'emploi

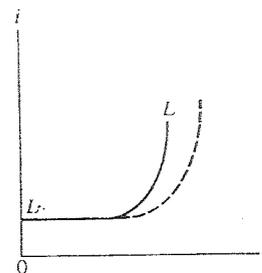


Fig. 2

et n'élève pas du tout le taux d'intérêt. Nous sommes dans un monde tout à fait différent du monde classique.

La démonstration de ce minimum est en conséquence d'une importance vitale. Elle est si importante que je m'aventurerai à paraphraser la preuve adoptée par M. Keynes, en l'établissant d'une manière assez différente <sup>(1)</sup>.

Si le coût de détention de la monnaie peut être négligé, il sera toujours profitable de détenir de la monnaie plutôt que de la prêter, si le taux d'intérêt n'est pas supérieur à zéro. En conséquence, le taux d'intérêt doit être toujours positif. Dans un cas extrême, le taux d'intérêt du court terme le plus court serait très près de zéro. Mais s'il en est ainsi, le taux à long terme doit être

(1) KEYNES, *General Theory*, p. 201-202.

supérieur, car il doit prendre en compte le risque que le taux à court terme puisse croître pendant la durée de vie du prêt, et l'on doit observer que le taux à court terme ne peut que s'accroître, il ne peut diminuer <sup>(1)</sup>. Ceci signifie non seulement que le taux à long terme doit être une sorte de moyenne des taux à court terme probables sur toute sa durée, et que cette moyenne doit être supérieure au taux à court terme courant. Il faut aussi considérer le risque le plus important, à savoir qu'un prêteur à long terme peut désirer obtenir des liquidités avant la date convenue du remboursement, et si le taux à court terme a augmenté pendant ce temps il peut être amené à supporter une perte substantielle de capital. C'est ce dernier risque qui provoque le « motif de spéculation » de M. Keynes et qui interdit aux taux des prêts d'une durée indéfinie (qu'il a toujours présents à l'esprit comme le taux d'intérêt) de tomber très près de zéro <sup>(2)</sup>.

Il faut noter que ce minimum du taux d'intérêt s'applique non seulement à une courbe LL (tracée pour correspondre à une quantité de monnaie particulière), mais aussi à toute courbe semblable.

<sup>(1)</sup> Il est tout à fait concevable que les gens s'accoutument tellement à l'idée de très faibles taux à court terme qu'ils ne soient pas impressionnés par ce risque; mais c'est très improbable. En effet, le taux à court terme peut croître, soit à cause des améliorations des affaires et de l'accroissement du revenu, soit à cause de la détérioration des affaires et de l'accroissement du désir de liquidité. Je doute qu'un système monétaire élastique au point d'autoriser ces deux possibilités soit réellement envisageable.

<sup>(2)</sup> Quoi qu'il en soit, quelque chose de plus que le « motif de spéculation » est nécessaire pour expliquer le système des taux d'intérêt. Le plus court de tous les courts termes doit évaluer la valeur relative, à la marge, de la monnaie et de tel effet de commerce; l'effet de commerce repose sur l'escompte, principalement à cause de « la commodité et de la sécurité » qu'apporte la détention de monnaie — et à cause de l'inconvénient qui peut résulter du manque de monnaie immédiatement disponible. C'est la possibilité que vous puissiez désirer escompter l'effet de commerce qui compte, non pas la possibilité de le faire dans des conditions défavorables. Le « motif de précaution » est ici prédominant, et non pas le « motif de spéculation ». Mais les conditions futures de réescompte sont essentielles quand elles font la différence entre les taux à court et long terme.

Si l'offre de monnaie est augmentée, la courbe LL se déplace vers la droite (comme la courbe en pointillé de la figure 2), mais les parties horizontales de la courbe sont presque les mêmes. En conséquence, c'est à nouveau cette stagnation à la gauche du diagramme qui contrarie la théorie classique. Si IS se situe à la droite, nous pouvons alors effectivement accroître l'emploi en augmentant la quantité de monnaie; cependant, si IS se situe à gauche, nous ne pouvons le faire; les moyens monétaires n'aggraveront pas la baisse du taux d'intérêt.

Ainsi, la *Théorie générale de l'emploi* est l'Economie de la dépression.

IV / Afin d'élucider la relation entre M. Keynes et les « classiques », nous avons inventé une petite construction. Il ne semble pas que nous ayons épuisé les utilisations possibles de la construction, aussi concluons en la laissant fonctionner d'elle-même.

Avec cette construction à notre disposition, nous ne sommes plus obligés de faire certaines simplifications que M. Keynes fait dans son exposé. Nous pouvons réintroduire le  $i$  manquant dans la troisième équation et permettre n'importe quel effet possible du taux d'intérêt sur l'épargne; et, ce qui est plus important, nous pouvons remettre en question la dépendance unique de l'investissement sur le taux d'intérêt, qui semble assez suspecte dans la seconde équation. L'élégance mathématique voudrait que nous ayons obligatoirement  $I$  et  $i$  dans les trois équations, pour que la théorie soit effectivement générale. Pourquoi ne seraient-elles pas ainsi :

$$M = L(I, i), \quad I_x = C(I, i), \quad I_x = S(I, i)?$$

Une fois que nous introduisons la question du revenu dans la seconde équation, il est clair que c'était la chose à faire. M. Keynes, de par son outil de mesure de toutes choses en termes d'« unités-salaires » n'a pas d'autre possibilité que de ne pas en tenir compte,

ce qui signifie qu'il admet les changements dans la courbe de l'efficacité marginale du capital quand il y a un changement dans le niveau des salaires nominaux, mais que les autres modifications de revenu n'affectent pas la courbe, ou tout au moins ne l'affectent pas de la même manière immédiate. Mais pourquoi établir cette distinction? Il y a sûrement de bonnes raisons de supposer qu'une augmentation de la demande pour les biens de consommation découlant d'une augmentation de l'emploi stimulera directement bien souvent une augmentation de l'investissement, tout au moins dès que l'espoir de voir se poursuivre l'accroissement de la demande se manifestera. S'il en est ainsi, nous devrions inclure I dans la deuxième équation, bien que l'on doive admettre que l'effet de I sur l'efficacité marginale du capital sera changeant et irrégulier.

La *Théorie générale* généralisée peut être établie de cette manière. Supposons avant toute chose un montant total de revenu monétaire donné. Traçons la courbe CC représentant l'efficacité marginale du capital (en termes monétaires) pour un revenu donné; soit la courbe SS représentant la courbe d'offre de l'épargne pour ce revenu *donné* (fig. 3). Leur intersection déterminera le taux d'intérêt qui rend l'épargne égale à l'investissement pour ce niveau de revenu. Nous l'appellerons « le taux d'investissement ».

Si le revenu augmente, la courbe SS se déplacera vers la droite; CC se déplacera vraisemblablement vers la droite également. Si SS se déplace plus que CC, le taux d'intérêt de l'investissement diminuera; si CC se déplace plus que SS, il augmentera. (L'ampleur des augmentations et des diminutions dépend cependant des élasticités des courbes CC et SS.)

La courbe IS (tracée sur un diagramme séparé) met maintenant en évidence la relation entre le revenu et le taux d'intérêt de l'investissement correspondant. Elle doit être confrontée (comme dans nos constructions précédentes) avec une courbe LL mettant

en évidence la relation entre le revenu et le taux d'intérêt « nominal »; ce n'est que maintenant que nous pouvons tenter de généraliser notre courbe LL. Au lieu de supposer, comme auparavant, que l'offre de monnaie est donnée, nous pouvons supposer qu'il existe un système monétaire donné — tel que jusqu'à un point, mais seulement jusqu'à un point, les autorités monétaires préféreront créer de la monnaie nouvelle plutôt que de permettre

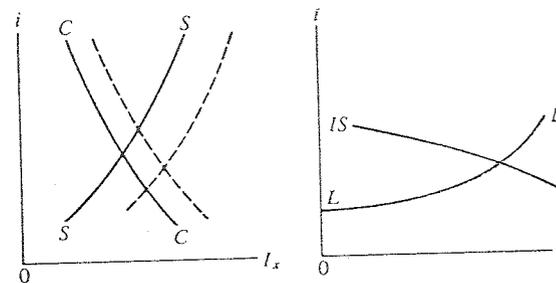


Fig. 3

l'augmentation des taux d'intérêt. Une telle courbe LL généralisée ne s'inclinera alors que graduellement vers le haut — l'élasticité de la courbe dépendant de l'élasticité du système monétaire (au sens monétaire ordinaire).

Comme précédemment, le revenu et l'intérêt sont déterminés là où les courbes IS et LL se coupent — là où le taux d'investissement de l'intérêt égale le taux monétaire. Tout changement dans l'incitation à investir ou la propension à consommer déplacera la courbe IS; tout changement dans la préférence pour la liquidité ou la politique monétaire déplacera la courbe LL. Si, à la suite d'un tel changement, le taux d'investissement s'élève au-dessus du taux monétaire, le revenu tendra à augmenter; dans le cas contraire, le revenu tendra à diminuer; l'ampleur des augmentations ou

des diminutions du revenu dépend des élasticités des courbes <sup>(1)</sup>.

Quand elle est ainsi généralisée la théorie de M. Keynes commence à ressembler fortement à celle de Wicksell; naturellement, ceci n'est pas très surprenant <sup>(2)</sup>. Il y a en fait un cas particulier où elle s'assimile parfaitement à la construction de Wicksell. S'il y a le « plein emploi » en ce sens que toute augmentation de revenu entraîne immédiatement une augmentation dans les taux de salaires monétaires, il est alors possible que les courbes CC et SS soient déplacées vers la droite exactement de la même manière, de telle sorte que IS soit horizontal. (Je dis possible, parce qu'il n'est pas invraisemblable, en fait, qu'une augmentation dans le niveau des salaires puisse entraîner le sentiment que les salaires augmenteront à nouveau dans le futur; s'il en est ainsi, CC vraisemblablement se déplacera plus que SS, de telle manière que IS sera incliné vers le haut.) Cependant, ceci étant, si IS est horizontal, nous avons effectivement une parfaite construction wicksellienne <sup>(3)</sup>; le taux d'investissement devient le *taux naturel* de Wicksell; en effet, dans ce cas, il peut être considéré comme déterminé par des causes réelles s'il existe un système monétaire parfaitement élastique; et si le taux monétaire est fixé au-dessous du taux naturel, il y a inflation cumulative; il y a déflation cumulative s'il est fixé au-dessus.

(1) Puisque  $C(I, i) = S(I, i)$

$$\frac{dI}{di} = - \frac{\partial S/\partial i - \partial C/\partial i}{\partial S/\partial I - \partial C/\partial I}$$

Le marché d'investissement de l'épargne ne sera pas stable à moins que  $\partial S/\partial i + (-\partial C/\partial i)$  soit positif. Je pense que nous pouvons supposer cette condition remplie.

Si  $\partial S/\partial i$  est positif,  $\partial C/\partial i$  est négatif,  $\partial S/\partial I$  et  $\partial C/\partial I$  sont positifs (situation la plus vraisemblable), nous pouvons dire que la courbe IS sera plus élastique; plus les élasticités des courbes CC et SS sont grandes, et plus  $\partial C/\partial i$  est important par rapport à  $\partial S/\partial i$ . Quand  $\partial C/\partial i > \partial S/\partial i$ , la courbe IS a une pente ascendante.

<sup>(2)</sup> Cf. KEYNES, *General Theory*, p. 242.

<sup>(3)</sup> Cf. MYRDAL, *Gleichgewichtsbegriff*, in *Beiträge zur Geldtheorie*, Hayek édit.

Cependant, ceci apparaît maintenant comme un cas spécial; nous pouvons utiliser notre construction afin de nourrir de plus grandes possibilités. S'il y a un montant important de chômage, il est très vraisemblable que  $\partial C/\partial I$  sera très petit; dans ce cas, on peut compter sur le fait que IS aura une pente orientée vers le bas. C'est ici une sorte d'économie du déclin pour laquelle M. Keynes est très largement concerné. Cependant, on ne peut échapper à l'impression qu'il puisse y avoir d'autres conditions pour lesquelles les prévisions sont faites d'un amadou qu'une légère tendance inflationniste enflamme très facilement. Dans ce cas  $\partial C/\partial I$  peut être important et une augmentation de revenu tend à accroître le taux d'intérêt de l'investissement. Dans ces circonstances, la situation est instable pour tout taux monétaire donné; ce n'est qu'un système monétaire imparfaitement élastique — une courbe LL ascendante — qui peut empêcher la situation d'échapper complètement à tout contrôle.

Ainsi, ces considérations sont quelques-uns des éléments que nous pouvons obtenir à partir de la charpente de notre construction. Cependant, même si elle peut prétendre être un faible prolongement de la charpente semblable réalisée par M. Keynes, elle ne constitue encore qu'un apport rudimentaire. En particulier le concept de « revenu » s'avère très difficile à étudier; la plupart de nos courbes ne sont pas réellement déterminées, à moins d'avoir quelque précision tant en ce qui concerne la distribution du revenu que son ampleur. En fait, ce qu'elles expriment ressemble quelque peu à une relation entre le système de prix et le système des taux d'intérêt; et vous ne pouvez obtenir cela par une courbe. De plus, toutes les questions possibles concernant l'amortissement ont été négligées, ainsi que toutes les questions concernant l'échelonnement dans le temps du processus étudié.

La *Théorie générale de l'emploi* est un ouvrage utile; mais il n'est ni le début, ni la fin de l'économie dynamique.