



**HAL**  
open science

# Fluctuations et cycles économiques dans les écrits de Keynes : essai sur le rôle des facteurs déterminants de l'investissement

Lionel Rischmann

► **To cite this version:**

Lionel Rischmann. Fluctuations et cycles économiques dans les écrits de Keynes : essai sur le rôle des facteurs déterminants de l'investissement. Economies et finances. Université de Strasbourg, 2013. Français. NNT : 2013STRAB008 . tel-01015393

**HAL Id: tel-01015393**

**<https://theses.hal.science/tel-01015393>**

Submitted on 26 Jun 2014

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Ecole Doctorale Augustin Cournot  
Sciences Économiques et de Gestion, et  
« Sciences, Technologies, Sociétés »  
(ED n° 221)

**UNIVERSITÉ DE  
STRASBOURG**



ÉCOLE DOCTORALE AUGUSTIN COURNOT  
BUREAU D'ÉCONOMIE THÉORIQUE ET APPLIQUÉE (BETA)

**THÈSE** présentée par :

**Lionel RISCHMANN**

soutenue le : 2 décembre 2013

pour obtenir le grade de : Docteur de l'Université de Strasbourg

Discipline : Sciences Économiques

**FLUCTUATIONS ET CYCLES ÉCONOMIQUES DANS  
LES ÉCRITS DE KEYNES : ESSAI SUR LE RÔLE DES  
FACTEURS DÉTERMINANTS DE L'INVESTISSEMENT**

THÈSE DIRIGÉE PAR :

EGE Ragip

Professeur, Université de Strasbourg

RAPPORTEURS :

BRIDEL Pascal

Professeur, Université de Lausanne

HAGEMANN Harald

Professeur, Universität Hohenheim

RIVOT Sylvie

Maître de conférences HDR, Université  
de Haute Alsace

AUTRES MEMBRES DU JURY :

DIMAND Robert W.

Professeur, Brock University

DOS SANTOS FERREIRA Rodolphe

Professeur, Université de Strasbourg



*L'Université de Strasbourg n'entend donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.*



# Remerciements

Mes premiers remerciements vont tout naturellement à mon directeur de thèse, Ragip Ege, sans le soutien et les conseils de qui cette thèse ne serait pas ce qu'elle est. Ayant encadré tout d'abord mon mémoire de master avant de m'encourager à poursuivre en doctorat, il m'a permis de travailler sur cet auteur aussi fascinant qu'obscur (au moins par moments) qu'est John Maynard Keynes. Sa patience face aux différents détours pris par l'élaboration de cette thèse et ses encouragements aux moments les plus critiques de la vie d'un doctorant ont grandement contribué à la poursuite de cette expérience enrichissante qu'est l'écriture d'une thèse.

J'adresse également mes plus sincères remerciements aux membres de mon jury, qui ont aimablement accepté d'y siéger et de lire cette thèse, et dont les commentaires contribueront sans aucun doute à l'amélioration et à l'approfondissement de mon étude de la pensée de Keynes : Pascal Bridel et Harald Hagemann, ainsi que Robert Dimand, Rodolphe Dos Santos Ferreira et Sylvie Rivot.

Je souhaiterais ensuite exprimer ma reconnaissance envers deux des enseignants qui m'ont donné le goût à la fois de l'économie en général et de l'histoire de la pensée économique en particulier. Véronique Mellinger, tout d'abord, m'a éveillé durant mes années de première et terminale aux principaux enjeux socio-économiques actuels, avec un recul critique et parfois humoristique qui a suscité ma curiosité scientifique quant à la problématique des politiques économiques. Par la suite, durant mes deux années de khâgne, Jean-Claude Val m'a permis de jeter un regard neuf sur la discipline, et m'a notamment fait découvrir pour la première fois la *Théorie Générale*, à travers une lecture de l'œuvre qui allait guider mes thématiques de recherche futures. Il s'est surtout engagé en son nom propre pour me faire intégrer à la fin de ma khâgne la Faculté de Sciences Economiques et de Gestion de Strasbourg, et je l'en remercie très chaleureusement.

## REMERCIEMENTS

---

Si la vie d'un doctorant n'est pas toujours un long fleuve tranquille, la douceur occasionnelle du voyage sur ses eaux est en grande partie le fait de toutes les personnes qui vous y accompagnent. Je tiens donc à remercier l'ensemble des doctorants, enseignants et personnels du BETA-Strasbourg et de la FSEG, sans la présence amicale desquels ces cinq années auraient été autrement moins heureuses. Je pense en particulier aux doctorants du bureau 133, avec qui j'ai passé l'essentiel de mes journées, et parfois de mes soirées, au cours de toutes ces années : Audrey-Rose, Bruno, Charlotte, Emre, Frédéric, Frédo, Jean-Philippe, Nguyen, Olivier et Tayeb.

Je suis par ailleurs fortement reconnaissant envers le BETA-Strasbourg, l'école doctorale Augustin Cournot et la FSEG de m'avoir permis d'effectuer mon doctorat en leur sein et d'avoir financé mes cinq années de recherche, d'abord en tant qu'allocataire-moniteur puis en tant qu'ATER. A ce titre je remercie les directeurs présents et passés des dites composantes, ainsi que mes collègues m'ayant apporté leur soutien et leurs conseils, notamment Amélie Barbier-Gauchard, Eric Fries Guggenheim et Jalal El Ouardighi. Je tiens également à exprimer ma profonde gratitude envers Danielle Génévé, dont la patience et la disponibilité sans faille sont d'une grande aide pour tous les membres de l'école doctorale Augustin Cournot.

Je remercie les différentes personnes qui ont aimablement accepté de relire et de commenter certains passages ou chapitres de la présente thèse, et ce, à différents stades de son évolution : Pascale Erhart, Philippe Gillig, Gaëlle Le Dref, Audrey-Rose Menard, Frédéric Olland, Faustine Perrin, Naouel Rasouri-Kouider, Olivier Simard-Casanova, Florence Thépot et Adeline Welter.

Enfin j'ai une pensée spéciale pour mes parents, ma sœur, ma famille et mes amis qui m'ont soutenu durant mon doctorat – et plus généralement dans mes études – de plus de façons qu'il ne me serait possible de l'exprimer en quelques lignes : un grand merci à eux.

## REMERCIEMENTS

---

## REMERCIEMENTS

---

# Résumé

## Problématique

John Maynard Keynes est communément reconnu comme l'un des économistes les plus influents du XX<sup>e</sup> siècle, si ce n'est le plus influent, pour la contribution majeure qu'il a faite à la macroéconomie contemporaine à travers son ouvrage *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Publié en 1936 au Royaume-Uni, puis en 1937 en France sous le titre *La Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie*, cet ouvrage a inspiré la plupart des développements théoriques et empiriques en macroéconomie depuis la fin des années 1930 jusqu'aux années 1970 au moins. En particulier, Keynes a introduit le concept de chômage involontaire. Selon lui, la théorie néoclassique est, dans les circonstances telles que celles que connaissait le monde durant les années 1930, incapable de rendre compte de façon satisfaisante de l'existence d'un chômage de masse.

Toutefois, la méthode qu'il adopte dans l'ouvrage ne procéderait apparemment que d'une recherche de l'équilibre statique de sous-emploi, c'est-à-dire d'une analyse du niveau des facteurs expliquant l'existence à une date donnée d'un certain niveau d'emploi et donc de chômage. C'est du moins ce qu'il a été retenu de la *Théorie Générale* dans la plupart des analyses d'après-guerre. Or, dès le Chapitre 19 consacré aux « Variations dans les salaires nominaux », Keynes oriente en partie sa réflexion en termes dynamiques. Par ailleurs, une théorie du cycle se trouve à la fin de l'ouvrage, plus particulièrement au Chapitre 22 intitulé « Notes sur le cycle des affaires ». Dans ce chapitre, Keynes entend prouver l'importance de l'un de ses concepts centraux, l'efficacité marginale du capital, sur lequel est basée toute sa théorie de l'investissement dans la *Théorie Générale* dans la génération des fluctuations cycliques de l'emploi et de l'activité.

A l'inverse du Chapitre 19, le Chapitre 22 n'a quasiment pas été étudié ni par-

ticulièrement commenté parmi les disciples de Keynes, aussi bien parmi les Post-Keynésiens qu'au sein de l'école de la synthèse néoclassique. Paul Krugman, dans son introduction à l'édition originale de 2007 de la *Théorie Générale*, explique cette situation par le caractère secondaire de l'analyse dynamique des cycles dans la pensée de l'auteur : « Although Keynes speculated about the causes of the business cycle in Chapter 22 of *The General Theory*, those speculations were peripheral to his argument. »

Notre thèse entend discuter cet argument, non seulement à l'égard de la *Théorie Générale*, mais plus généralement de l'ensemble des œuvres économiques de Keynes, depuis les années 1910 jusqu'à la fin des années 1930. Nous entendons ainsi répondre aux questions suivantes :

- La question des cycles est-elle vraiment un aspect secondaire de la pensée de Keynes, aussi bien dans ses œuvres de jeunesse que dans la *Théorie Générale* (considérée comme le « parachèvement » de son évolution intellectuelle) ?
- Le traitement par Keynes de cette question a-t-il été négligé parce qu'il n'était pas adapté, ou complet, ou pertinent, ou suffisamment novateur ? Ou bien l'a-t-il été parce que l'auteur lui-même estimait qu'il s'agissait d'un problème mineur par rapport à ses autres préoccupations, telles que la question de la monnaie ou du chômage ?
- Si tel est le cas, pourquoi l'auteur fait-il aussi régulièrement référence non seulement à la question des cycles, mais plus généralement au problème des fluctuations économiques ?
- La question de l'investissement, présente implicitement ou explicitement dans l'ensemble des œuvres économiques de Keynes, est-elle traitée de la même manière dans la première partie de sa vie (1910–1930) que dans la seconde (1930–1937) ? Sinon, dans quelle mesure l'évolution de sa conception de l'investissement a-t-elle pu amener, guider ou suivre l'évolution de sa conception des fluctuations d'une part, et des convictions économiques et politiques d'autre part ?

## Méthodologie

Notre étude repose essentiellement sur une lecture et une interprétation de la littérature primaire en version originale anglaise, composée pour l'essentiel des trente

## RÉSUMÉ

---

volumes des *Collected Writings of John Maynard Keynes* publiés de 1971 à 1989 sous la direction de Donald E. Moggridge. Ces volumes représentent la quasi-intégralité des écrits de l'auteur, publics ou privés, publiés ou non, dans des domaines aussi variés que l'économie, la politique ou l'esthétique. Nous nous focalisons exclusivement sur les ouvrages à caractère économique, notamment ceux directement ou indirectement concernés avec la théorie économique, à savoir : le *Tract on Monetary Reform* (volume IV), le *Treatise on Money* (volumes V et VI), la *General Theory of Employment, Interest and Money* (volume VII) ; ainsi que les volumes XI, XII, XIII, XIV et XXIX.

La littérature secondaire ne s'étant que peu intéressée à la question des fluctuations et des cycles chez Keynes, nous y faisons essentiellement appel pour l'interprétation des éléments théoriques fondamentaux de chacun des ouvrages mobilisés, notamment pour l'analyse statique de l'équilibre dans le *Treatise* et dans la *Théorie Générale*.

### Argumentaire

Notre thèse est qu'il existe une récurrence dans la pensée de Keynes en matière de fluctuations, à savoir que l'investissement est le facteur majeur guidant les fluctuations économiques.

### Première partie

La première partie est dédiée aux écrits de jeunesse de l'auteur. Par « écrits de jeunesse », nous entendons l'ensemble des écrits, publiés ou non du vivant de Keynes, qui datent de la période entre 1909 et 1929. En particulier il s'agit d'examiner en quoi la problématique des fluctuations de court terme et des cycles est apparue très tôt dans la pensée keynésienne alors même que l'objet principal de son analyse est la monnaie et les devises. Le lien entre ces deux problématiques se fait par le biais de la question de la détermination des prix et de leur dynamique.

Au chapitre 1, nous expliquons que si à l'origine Keynes est influencé par l'œuvre de Marshall, qu'il cite à de nombreuses reprises dans les cours de théorie monétaire qu'il donne à Cambridge, il est fortement impressionné par la version modernisée de la théorie quantitative de la monnaie présentée par Fisher en 1911. En particulier,

il reprend et développe cette théorie en 1923, dans une monographie à visée polémique, le *Tract on Monetary Reform*. Il y propose une nouvelle version de l'équation quantitative de la monnaie, mettant l'accent sur le comportement des consommateurs (à travers la vitesse de circulation de la monnaie) et sur le rôle du système bancaire dans la stabilisation des prix.

Le chapitre 2 explore quant à lui le lien entre investissement et monnaie. Au-delà de la question de l'intérêt, Keynes démontre que c'est la stabilité même de la monnaie en tant qu'étalon de valeur qui est essentielle au système d'investissement moderne. Cette stabilité agit comme une garantie a minima pour les épargnants lorsqu'ils acceptent de prêter leurs fonds aux investisseurs ; elle est donc une condition importante de la stabilité du financement de l'investissement, et partant du volume effectif de ce dernier.

Ainsi, il existe un lien entre les fluctuations de prix et la politique monétaire d'une part, et entre la politique monétaire et les fluctuations de l'investissement d'autre part. Cependant le lien de causalité reste très classique, à savoir que ce sont des perturbations d'ordre monétaire qui génèrent les fluctuations de prix autant que d'investissement. Le chapitre 3 aborde la conceptualisation fragmentaire des fluctuations et des cycles dans les ouvrages de jeunesse, à travers l'apparition du terme de « cycle du crédit » dans le *Tract*.

Nous concluons au chapitre 4 que le lien entre investissement et fluctuations économiques n'est qu'indirectement établi dans les ouvrages de jeunesse, selon une logique encore (néo)classique et proche des idées défendues par les monétaristes dans les années 1960–1970.

## Deuxième partie

La seconde partie de la thèse est dédiée intégralement à l'étude du *Treatise on Money*, qui constitue une synthèse des différentes idées développées au cours de la période 1910–1930, mais également un début de dépassement.

Le chapitre 5 présente le modèle macroéconomique simple du *Treatise* autour duquel l'auteur articule sa réflexion sur la monnaie et les prix. Le modèle est essentiellement composé de deux « équations fondamentales » définissant le niveau de prix à la consommation (ou pouvoir d'achat de la monnaie) et le niveau général des prix. A partir des variables présentes dans les deux équations, Keynes déduit l'existence

de trois sources possibles de fluctuations de prix : les perturbations monétaires, la relation épargne-investissement et la dynamique salaire-productivité.

Les deux chapitres suivants sont consacrés à ces trois types de fluctuations économiques. Le chapitre 6 étudie le premier type, d'origine strictement monétaire, qui repose sur une seconde réinterprétation de l'équation quantitative de la monnaie, ainsi que le troisième type. Il examine également le troisième type de fluctuations de prix, expliqué par la dynamique salaires-productivité. Cependant, contrairement aux deux autres, cette catégorie est à peine mentionnée par l'auteur et ne fait pas l'objet d'un chapitre spécifique dans le *Treatise*. L'idée que l'inflation est liée à une augmentation de la masse salariale plus rapide que la productivité des facteurs de production y est avancée mais sans être argumentée, anticipant simplement certains développements théoriques de l'après-Seconde Guerre Mondiale.

Le chapitre 7 se focalise sur le second type de fluctuations de prix, qui s'explique par la relation entre épargne et investissement. Keynes définit le « cycle du crédit » comme des phases successives de sur-investissement et de sur-épargne liées au rôle du secteur bancaire dans l'économie. Estimant que l'épargne est relativement stable à travers le temps, l'auteur précise qu'en réalité ce sont surtout les variations du volume de l'investissement qui sont à l'origine de ces fluctuations. Il reconnaît explicitement s'inscrire dans la lignée de Schumpeter (pour le rôle des innovations technologiques) et Wicksell (pour la distinction entre un taux naturel et un taux de marché). Il en conclut que même si l'innovation technologique guide les cycles d'investissement, ce sont les conditions monétaires et bancaires définissant le taux d'intérêt qui en dernier lieu permettent la réalisation ou non des projets d'investissement.

Le chapitre 8 aborde quant à lui les autres textes de théorie économique datant de la période 1929–1933, alors que l'auteur est de plus en plus insatisfait de l'incapacité de la théorie proposée dans le *Treatise* à offrir des solutions pratiques à la crise économique. Nous étudions à cet égard trois ensembles de textes : tout d'abord les témoignages de Keynes devant le *Macmillan Committee on Finance and Industry* (1929–1930) et devant l'*Economic Advisory Council* ; ensuite la série de trois conférences données à Chicago en 1931 ; et enfin les premiers manuscrits de la *Théorie Générale*. Il s'agit alors de démontrer que la problématique des fluctuations et des cycles s'est progressivement articulée autour de la question du chômage.

### Troisième partie

La troisième partie de la thèse est dédiée pour sa part à l'analyse de la *Théorie Générale* et de certains textes et articles datant de 1937.

Le chapitre 9 rappelle les différents éléments composant l'analyse statique de l'équilibre de sous-emploi. Ces éléments sont essentiellement au nombre de trois, qui correspondent à autant de facteurs fondamentaux de la demande globale. Ils sont au cœur du principe de la demande effective et participent à la détermination du niveau d'emploi d'équilibre.

Le chapitre 10 est entièrement dévolu à l'étude de l'un des trois facteurs fondamentaux, l'efficacité marginale du capital. Il s'agit d'un indicateur de rentabilité relativement subjectif, car dépendant des anticipations de long terme faites par les entrepreneurs et investisseurs. Ces anticipations sont de nature conventionnelle, et sont a priori relativement stables, ce qui garantit un effort régulier d'investissement. Mais la convention peut être perturbée à intervalles réguliers, et parfois très violemment, par deux facteurs. D'une part la spéculation sur les titres financiers fausse le « jeu » de l'investissement à visée productive en déstabilisant ses modalités de financement. D'autre part la continuité de l'activité d'investissement repose sur une certaine foi en l'avenir guidée par les « esprits animaux » des agents, qui peuvent être extrêmement fluctuants car ils correspondent à des mouvements d'humeur entre optimisme et pessimisme.

Nous en déduisons dans le chapitre 11 que c'est fondamentalement l'instabilité de l'investissement – à travers l'instabilité des esprits animaux notamment – qui est à l'origine des fluctuations économiques en général. Nous démontrons dans un premier temps que les salaires nominaux et les prix peuvent expliquer certaines variations du niveau d'emploi, mais ne suffisent pas à rendre compte du caractère cyclique des fluctuations. Les changements réguliers dans les anticipations de long terme et le comportement des entrepreneurs et investisseurs seraient par contre un des facteurs, sinon le facteur, expliquant la cyclicité. Keynes modifie à cet effet la chronologie du cycle typique donnée dans le *Treatise*, de manière à mieux rendre compte de la chronologie effective du cycle telle que constatée dans les années 1920–1930.

### Conclusion générale

Nous concluons qu'il existe un lien étroit entre la question de l'investissement et la question des fluctuations à travers l'ensemble des œuvres de Keynes, bien que ce lien ne soit apparu explicitement que dans le *Treatise* et dans la *Théorie Générale*, et qu'il ait été en apparence mis à l'arrière-plan dans ce dernier ouvrage. Ce mouvement de recul apparent pourrait expliquer le peu d'importance que la question des cycles a pris aussi bien dans la théorie économique que dans les analyses des textes de Keynes durant l'après-guerre. Ceci est d'autant plus paradoxal que le lien entre investissement et fluctuations économiques est au cœur de la problématique des politiques publiques chez Keynes, qui ont inspiré les pratiques de politique économique de cette époque.

### Mots clés

John Maynard Keynes ; histoire de la pensée économique ; histoire de la macroéconomie ; fluctuations économiques ; cycles économiques ; investissement.

## RÉSUMÉ

---

# Abstract

John Maynard Keynes is commonly recognized as one of the most influential economists of the 20<sup>th</sup> century for his major contribution to contemporary macroeconomics : *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Published in 1936 it inspired a majority of theoretical and empirical developments in macroeconomics from the end of the 1930s to the end of the 1970s to the very least. Keynes especially introduced the concept of involuntary unemployment which, according to him, was an answer to the neoclassical theory being incapable of dealing satisfactorily the question of mass unemployment in the 1930s.

Keynes is usually presented as focused on the demand-side of economics. More precisely it is generally agreed that the *General Theory* is first and foremost an essay on the causes and consequences of the unemployment equilibrium ; that is, of the coexistence of an equilibrium between supply and demand on the good market and of a disequilibrium on the labor market leading to unemployment. Even if this analysis may not be seen as an approach in terms of general (dis)equilibrium, the idea of market interdependence is present in the book.

However, it appears that the *General Theory* is only providing a *static* analysis of the level of employment ; or at least this is what most theoreticians retained of it after the Second World War. But in Chapter 19 dedicated to “Changes in money-wages” a more dynamic approach is taken by Keynes. He relaxed the hypothesis – temporarily made in Chapter 2 – of money-wage and price rigidity, thus studying the effects of this relax on his General Theory of Employment. In Chapter 22 he even moved to the question of business cycles, proving that the concept of marginal efficiency of capital – central to his theory of investment – is fundamental to deal with short run fluctuations in employment and production.

Contrary to Chapter 19, Chapter 22 was not particularly studied or discussed

by Keynesian scholars among Post-Keynesian circles as well as in the Neoclassical Synthesis School. Paul Krugman, in his introduction to the 2007 edition of the *General Theory*, explained this by the seemingly secondary aspect of the dynamic analysis of business cycles in the author's thought : 'Although Keynes speculated about the causes of the business cycles in Chapter 22 of *The General Theory*, those speculations were peripheral to his argument.'

This dissertation aims at discussing this argument not only in the respect of the *General Theory* but more generally in the respect of the whole of Keynes's economic writings from the beginning of the 1910s until the end of the 1930s. It answers to the following questions :

- Is the question of business cycles truly a secondary aspect of Keynes's thought, in the *General Theory* (considered as his greatest intellectual achievement) as well as in his previous writings ?
- Were Keynes's developments on this topic neglected because of their inadequacy, or incompleteness, irrelevance or of their lack of novelty ? Or were they neglected because the author himself considered the topic a minor problem compared to money and employment ?
- If Keynes did consider business cycles as a minor problem, then why did he regularly refer to them and to economic fluctuations at large in his writings ?
- Was the question of investment – present implicitly or explicitly in all of Keynes's economic writings – dealt with the same way in the first period of the author's life (1910–1930) as in the second (1930–1937) ? Otherwise in what respect did the evolution of his conception of investment trigger, guide or follow the evolution of his conception of fluctuations on the one hand, and the evolution of his economic and political convictions on the other hand ?

## Methodology

Our study essentially relies on a reading and interpretation of primary literature in English. It is for the most part made up of the thirty volume of the *Collected Writings of John Maynard Keynes* published from 1971 to 1989 by Donald E. Moggridge. They reprint the entire written production of the author, whether public or private, in fields as various as economics, politics and aesthetics. We focus exclusively on the economic texts, especially on those directly or indirectly with economic

## ABSTRACT

---

theory : the *Tract on Monetary Reform* (volume IV), le *Treatise on Money* (volumes V and VI), the *General Theory of Employment, Interest and Money* (volume VII) ; as well as volumes XI, XII, XIII, XIV et XXIX.

Since the secondary literature did not show much interest in the question of economic fluctuations and business cycles in Keynes's writings, we use it only insofar as it explains some fundamental theoretical elements, in particular those related to the static analysis of equilibrium in the *Treatise* and the *General Theory*.

## Argument

The dissertation argues that there is a recurrence in Keynes's thought as regards economic fluctuations : investment is considered as the primary factor driving these fluctuations.

## First part

The first part is dedicated to Keynes's early writings. The term 'early writings' applies to all of the writings – published in the author's lifetime or not – that date from 1909 (when he actually started his career as an economist) to 1925 (when *The Economic Consequences of Mr. Churchill* is published, a pamphlet that is the last one concerned with monetary problems in and outside the gold standard). In particular the focus is on the following question : in what respect did the problem of short run economic fluctuations and cycles appear on an early stage of Keynes's thought while his main concern was money and currency ?

Chapter 1 describes how, from his early Marshallian conceptions of money and currency developed especially in lectures he gave in Cambridge before the First World War, Keynes moved closer to Fisher's positions and the modernized version of the quantity theory. In the *Economic Journal* he wrote the review of Fisher's major book, the *Purchasing Power of Money* (1911), where he expressed his sympathy and admiration for the American economist but also pointed out some elements on which he departed from Fisher. The most important of them is the role of bank money and credit. While Fisher was focusing on the long run by assuming that bank money tends to vary in the same direction and proportion as cash, Keynes defended the idea that in the short run bank money and credit might evolve in

a way very different from the rest of the money supply. This implies that private banks have a active role to play in the conduct of monetary policies. He further elaborated on this idea in 1923 in a polemical book, the *Tract on Monetary Reform*, in which he proposed a new version of the quantity equation of money emphasizing the importance of consumers' behaviors (through the velocity of circulation) and of the private banking system for the stabilization of prices.

Chapter 2 then explores the link between investment and money. In different articles – academic as well as political and empirical – published in the 1920s Keynes showed that monetary policy, by defining the bank rate of interest, determines the investment decisions (investment being understood in a broad sense as both productive investment and financial investment, the distinction being unclear in the author's early writings). Beyond the question of the rate of interest, it is demonstrated that the mere stability of money as a value standard is essential for the continuance of the modern investment system. This stability acts a minimal guarantee for lenders when they decide to give money to investors ; therefore it is an important condition for the stability of the financing of investment, and thus of the effective volume of investment.

There are then relationships between price fluctuations and monetary policy on the one hand, and between monetary policy and investment fluctuations on the other hand. However, the causality is still very classical since it is assumed that monetary disturbances constitute the source of price fluctuations as well as investment fluctuations. Chapter 3 deals with this causality as a fragmentary conception of economic fluctuations and cycles, through the emergence of the term 'credit cycle' in the *Tract*. This term refers to the new version of the quantity equation formalized by Keynes, which proves that prices may vary upwards or downwards even in the absence of any variation in the total volume of cash. If monetary disturbances (in the form of money incomes higher than their equilibrium level) are the original source of price variations, agents' expectations are the key element turning these variations into cyclical inflationary or deflationary movements.

We conclude in Chapter 4 that the relation between investment and economic fluctuations is only indirect in Keynes's early writings and money acts as an intermediate between the two. The author is then at a crossroad between the traditional (Neo)Classical quantity theory of money and the ideas defended by monetarists in the 1960s-1970s : it is a monetary disturbance that drives price fluctuations and

therefore the instability of investment and economic activity at large, but without any long run effect on wealth. Monetary policy is assumed to target this monetary instability by making (internal) price stability its primary objective and by proclaiming it, in order to *convince* individuals (especially investors) of the stability of their money.

### Second part

The second part of the dissertation is dedicated to the study of the *Treatise on Money* (1930) which can be seen as a synthesis of the theoretical and empirical ideas developed during the period 1910–1925, but also as an attempt to break with these ideas. For the first time Keynes contemplated the possibility that fluctuations and cycles might have an origin other than purely monetary. In agreement with the business cycle theory of economists like Schumpeter he asserted that investment fluctuations could happen following a wave of technological innovations, and they could trigger price fluctuations through the existence of entrepreneurs' windfall profits. However, the fundamental nature of these cyclical fluctuations is still assumed to be monetary, for Keynes was convinced that the banking system had a predominant role in turning innovation potentiality into effective innovations, that is, in turning inventions into investments.

Chapter 5 presents the simple macroeconomic model of the *Treatise* on which the author relied to structure his reasoning on money and prices. The model is mainly made of two 'fundamental equations' defining the price level of consumption goods (i.e. the purchasing power of money) and the 'price level of output as a whole'. From the different variables present in these two equations Keynes deduced the existence of three possible sources of price fluctuations : variations in money supply, the investment-savings relationship and the wages-prices dynamics.

The two subsequent chapters of the second part are devoted to these three types of economic fluctuations. Chapter 6 shows that the first type – purely monetary – rests on a second reinterpretation of the quantity equation. Price level then depends effectively on the evolution of money supply, according to the classical quantity theory. There should nevertheless be a distinction within money supply between the 'financial circulation' and the 'industrial circulation', which correspond to two different incentives to hold money. If the industrial circulation represents the usual

## ABSTRACT

---

transactions motive, the financial circulation is close to the speculative motive introduced in the *General Theory*. It is determined by individuals' expectations operating on financial markets (mainly investors) and more precisely by their 'financial sentiment', that is, their optimistic or pessimistic view of the future evolution of market rates and prices. Therefore the part of money supply made of this financial circulation is extremely volatile and is able to generate important and *seemingly* cyclical price fluctuations.

Chapter 6 also discusses the third and last type of price fluctuations, explained by the wages-prices dynamics. Contrary to the first two types, the last one is barely mentioned by Keynes and is not discussed in a specific chapter of the *Treatise*. It is alleged that inflation could be due to an increase in money wages greater than the increase of the productivity of the factors of production ; but this idea is not really argued and simply anticipates some of the theoretical developments in the field of labor economics after the Second World War.

Chapter 7 focuses on the second type of price fluctuations, explained by the relationship between investment and savings. This relation is constitutive of the definition of credit cycles in the *Treatise*, which are supposed to be successive phases of over-investment and over-saving depending on the action of the banking system. Since savings are relatively stable throughout time, Keynes stated that it actually was fluctuations in the volume of investment that initiated economic fluctuations. Investment itself depends on two variables : on the one hand, the (marginal) productivity of capital that is determined by technical progress ; on the other hand, the rate of interest. As regards the first variable the author explicitly recognized his affiliation to Schumpeter's business cycle theory and asserted that cyclical variations of investment could only be explained by waves of technological innovation as identified by Schumpeter. As regards the second variable Keynes was rather inspired by Wicksell and his distinction between the natural rate and the market rate of interest. He concluded that even if technological innovations basically drive investment fluctuations, monetary and banking conditions had to be met in order to make these innovations effective.

The final chapter of the second part discusses Keynes's other writings dating from the period when the *Treatise* was published and actively defended by the author against a number of criticisms (1929–1932). As an economist, he was invited to express his ideas and offer some practical solutions to the economic crisis, especially

within the Macmillan Committee on Finance and Industry (1929–1930) and the Economic Advisory Council. The subject of unemployment would soon be more present, and even central, in his thought as it is proved by his lecture at the University of Chicago in 1931. At the same time Keynes also considered more and more intensively to write a new book on economic theory, which was at first a mere rewriting and improvement of the *Treatise* and eventually became the *General Theory*. Some proofs and manuscripts dating from 1932–1933 illustrate the evolution of ideas, concepts and outline of the book. In particular it appears that the question of business cycles was first meant to occupy a central place in the outline but was progressively pushed into the background. Chapter 9 precisely aims at demonstrating how the problem of fluctuations and cycles was then associated to the question of unemployment and helped forge some of the concepts that would be essential in the *General Theory*.

### **Third part**

As for the third part of the dissertation it is dedicated to the *General Theory* and its four accompanying articles published in 1937. It demonstrates that the theoretical and conceptual elements developed in the 18 first chapters of the book, such as the principle of effective demand or the concept of marginal efficiency of the capital, are used – starting from Chapter 19 – to introduce a dynamic approach of unemployment. Chapter 22 of the *General Theory* can even be seen as a programmatic prototype of a Keynesian business cycle theory based on the principle of effective demand; the author explained that investment fluctuations – due to variations in the marginal efficiency of capital – were the main vector of economic fluctuations in general and were responsible for their cyclical pattern.

Chapter 9 reviews the different elements of the static analysis of unemployment equilibrium. There are basically three key concepts that correspond to fundamental ‘psychological variables’. The first of them is the propensity to consume, that is, the function relating the level of aggregate consumption with the level of aggregate income which itself depends on the aggregate level of employment. The fundamental psychological law that guides households’ consumption behaviors states that consumption varies with income, in the same direction but at a slower rate; in other words consumption rises when income rises but the increase is less and less important, which implies that the marginal propensity to consume is greater than zero and

lesser than one. The second concept is liquidity preference that determines money demand. This variable depends on objective and subjective criteria different for each individual; it is nevertheless possible to deduce a general rule of behavior, according to which money demand is high when the rate of interest and the financial market rates are low.

Chapter 10 focuses on the third key concept, the marginal efficiency of capital, that is critical for the theory of investment in the *General Theory*. Marginal efficiency of capital has to be distinguished from the marginal productivity of capital: while the latter is an objective indicator defined by the technological level and the scale of production, the former is a more subjective indicator depending on investors' expectations on the future yield of a capital good. Long run expectations are of a conventional nature and should be relatively stable, which guarantees a constant investment effort. This convention might be upset, sometimes violently, by two factors. On the one hand speculation on securities and other financial assets falsifies the "game" of productive investment by making its financing unstable. On the other hand the continuance of investment activities in a context of uncertainty relies on a certain faith in the future guided by 'animal spirits' that are extremely fluctuating because they basically correspond to waves of optimism and pessimism.

Chapter 11 then deduces that it is essentially from the instability of investment – most notably due to the instability of animal spirits – that economic fluctuations originate. Keynes reintroduced the chronicle of a typical cycle used in the *Treatise* and modified it in order to take into account the characteristics of the actual cycle as experienced in the 1920s-1930s. More precisely it was meant to explain how a phase of economic boom characterized by a progressive increase and acceleration of activity, investment and prices could lead to a rapid and often sharp decrease in these variables, thus generating a phase of depression. The cause is found in the agents' expectations: at the beginning of a boom, individuals are moderately optimistic; when they notice that their expectations have been realized, they not only maintain them but even amplify their optimistic forecast, their 'feeling' or 'sentiment' being widely spread within the community. A mechanism close to speculative bubbles on financial markets then happens in a sense that expectations tend to be more and more optimistic, but also more and more detached from reality. If an event or some news disturb these expectations, or if the animal spirits driving entrepreneurs tend to be less vivid, or if the rate of interest eventually reaches levels unbearable for

## ABSTRACT

---

the economy, then a crisis might break out. Expectations then turn to pessimism and their self-realizing and self-cumulative effect leads the economy to a phase of recession.

Keynes contemplated in the *General Theory* the idea that investment fluctuations generally preceded fluctuations in employment and prices (which is a complete reversal from the position he held in his earlier writings). Therefore he advocated that investment, and the long run expectations of agents on which it depends, should be placed at the center of the analysis of business cycles. However, this programmatic essay on Keynesian dynamics in Chapter 22 never gave way to any development after the Second World War, when the problem of fluctuations was eclipsed by the topic of economic growth until the 1970s.

## Conclusion

The dissertation concludes that there is a close link between the question of investment and the one of economic fluctuations in all of Keynes's economic writings ; even though that link was directly made only in the *Treatise* and the *General Theory* (it was more indirect in earlier writings) and was put in the background in the *General Theory*. The seemingly lesser importance of the problem of cycles in the latter might also explain why the topic was barely discussed both by theoreticians in the after-war and by commentators of the author. This is all the more paradoxical as investment and short run fluctuations are central to Keynes's arguments concerning public policies. As specified in Chapter 24 of the *General Theory* the harmful effects of economic instability – among which unemployment is deemed the most injurious – might be dealt with only through an active support of private investment on the part of governments, by controlling the interest rate and by using the demonstrating power of public investment.

## Keywords

John Maynard Keynes ; history of economic thought ; history of macroeconomics ; economic fluctuations ; business cycle ; investment

ABSTRACT

---

# Table des matières

<b>Introduction générale :</b>	
<b>La question des fluctuations et des cycles chez Keynes, un champ de recherche « négligé »</b>	<b>35</b>
0.1 Keynes, théoricien de la demande effective et du chômage involontaire	35
0.2 La question de la dynamique économique dans les écrits de Keynes	38
0.3 Méthodologie et plan de la thèse	45
<b>I Monnaie, investissement et fluctuations économiques dans les écrits de jeunesse de Keynes</b>	<b>55</b>
<b>1 Monnaie, devises et fluctuations de prix</b>	<b>61</b>
1.1 Gestion de la monnaie en tant que devise et fluctuations de prix : l'inspiration marshallienne et la polémique du retour à l'étalon-or	62
1.2 De Marshall à Fisher, la conception quantitativiste de la monnaie dans les ouvrages de jeunesse de Keynes	68
1.3 Le <i>Tract on Monetary Reform</i> , une première théorisation à des fins politiques	73
<b>2 La relation entre stabilité monétaire et investissement</b>	<b>83</b>
2.1 L'étalon monétaire au cœur du processus de financement de l'investissement	85
2.2 L'instabilité monétaire, source de l'instabilité économique	89
<b>3 L'introduction de la problématique du cycle chez Keynes</b>	<b>99</b>

## TABLE DES MATIÈRES

---

3.1	L'émergence du concept de « cycle du crédit » . . . . .	100
3.2	Les anticipations des entrepreneurs au cœur de l'analyse des fluctuations économiques . . . . .	106
<b>4</b>	<b>Des écrits de jeunesse au <i>Treatise on Money</i> : la rupture avec une conception pré-monétariste de l'économie</b>	<b>119</b>
<b>II</b>	<b>Le <i>Treatise on Money</i>, synthèse de la pensée du « premier Keynes » et développement de la théorie du cycle du crédit</b>	<b>123</b>
<b>5</b>	<b>L'équilibre macroéconomique à la base d'une théorie des cycles de déséquilibre</b>	<b>129</b>
5.1	Définition des variables du modèle et détermination du pouvoir d'achat de la monnaie . . . . .	131
5.2	Le niveau de prix de la production globale et la condition d'équilibre du système . . . . .	140
5.3	La condition de profits nuls et l'équilibre entre l'investissement et l'épargne . . . . .	144
5.4	De l'équilibre macroéconomique à l'analyse des fluctuations de prix .	149
<b>6</b>	<b>L'explication monétaire et industrielle des changements de prix : la version keynésienne de la théorie classique des fluctuations</b>	<b>155</b>
6.1	La seconde reformulation keynésienne de l'équation quantitative de la monnaie . . . . .	157
6.2	La circulation financière et le « sentiment financier » : le rôle des anticipations des investisseurs financiers dans la dynamique des prix .	165
6.3	La circulation industrielle, une première approche de la relation salaires-inflation . . . . .	173
6.4	Les facteurs industriels des changements de prix : une seconde approche embryonnaire de la dynamique salaires-inflation . . . . .	179
<b>7</b>	<b>Fluctuations de prix et cycle de l'investissement : la théorie du</b>	

<b>cycle du crédit</b>	<b>187</b>
7.1 Taux d'intérêt de marché et taux d'intérêt naturel : l'inspiration wick- sellienne de la théorie du cycle du crédit . . . . .	191
7.2 Les fluctuations de l'investissement à l'origine du cycle du crédit . . .	198
7.3 L'analyse d'un cycle du crédit typique : chronique, persistance des perturbations et retour à l'équilibre . . . . .	215
<b>8 Du krach de 1929 aux premiers manuscrits de la <i>Théorie Générale</i> : l'apparition de la problématique du chômage</b>	<b>231</b>
8.1 Crise et dépression économiques : analyse et recherche de solutions pratiques dans le cadre de la commission Macmillan et de l' <i>Economic Advisory Council</i> . . . . .	237
8.2 Cycle économique et chômage : les conférences de 1931 à la <i>Harris Foundation</i> de Chicago . . . . .	250
8.3 Élaboration de nouveaux concepts et traitement de la question des cycles dans les premiers manuscrits de la <i>Théorie Générale</i> . . . . .	257
 <b>III Demande effective, investissement et anticipations au cœur de la théorie des cycles de la <i>Théorie Générale</i></b>	 <b>273</b>
<b>9 La Théorie Générale de l'Emploi, une analyse statique de l'équilibre de sous-emploi</b>	<b>281</b>
9.1 Les trois facteurs fondamentaux de la demande globale . . . . .	284
9.2 Le principe de la demande effective et la détermination de l'équilibre de sous-emploi . . . . .	303
<b>10 L'instabilité des anticipations de long terme, source de l'instabilité de l'investissement</b>	<b>319</b>
10.1 L'efficacité marginale du capital, fondement de la théorie keynésienne de l'investissement . . . . .	321
10.2 L'état de la prévision à long terme : le rôle perturbateur de la spécu- lation dans un système de marchés financiers organisés . . . . .	332

## TABLE DES MATIÈRES

---

10.3 Esprit d'entreprise et esprits animaux . . . . .	344
<b>11 Une application dynamique du principe de la demande effective : les fluctuations de court terme de l'investissement, de l'emploi et des prix</b>	<b>361</b>
11.1 La flexibilité des prix et des salaires : une première approche du prin- cipe dynamique de la demande effective . . . . .	364
11.2 La théorie du cycle du commerce : une chronique du cycle de l'inves- tissement comme explication des fluctuations économiques de court terme . . . . .	373
<b>Conclusion générale :</b>	
<b>Enjeux et portée contemporaine de la conception keyné- sienne des fluctuations et cycles économiques</b>	<b>395</b>
12.1 L'évolution de la position de Keynes sur la question des fluctuations et des cycles économiques depuis les écrits de jeunesse jusqu'à la Théorie Générale de l'Emploi . . . . .	395
12.2 La théorie keynésienne des cycles, un programme de recherche encore non achevé . . . . .	404
<b>Annexes</b>	<b>413</b>
A Classification des types de fluctuations de prix dans le <i>Treatise on Money</i>	413
B Comparaison des terminologies du <i>Treatise on Money</i> et de la <i>Théorie Générale</i>	417
<b>Bibliographie</b>	<b>423</b>
<b>Glossaire</b>	<b>437</b>
<b>Index</b>	<b>439</b>





## Introduction générale

La question des fluctuations et des cycles chez Keynes, un champ de recherche « négligé »



## 0.1 Keynes, théoricien de la demande effective et du chômage involontaire

The classical model wasn't the only thing Keynes had to escape from. He also had to break free of the business cycle theory of the day.

There was not, of course, anything like a fully-worked out model of recessions and recoveries. But it is instructive to compare *The General Theory* with Gottfried Haberler's *Prosperity and Depression*, written at roughly the same time, which was a League of Nations-sponsored attempt to systematize and synthesize what the economists of the time had to say about the subject. [...] Haberler's book, like much business cycle writing at the time, seems more preoccupied with the excess of the boom than with the mechanics of the bust. *Although Keynes speculated about the causes of the business cycle in Chapter 22 of The General Theory, those speculations were peripheral to his argument.* Instead, Keynes saw it as his job to explain why the economy sometimes operates far below full employment. *That is, The General Theory for the most part offers a static model, not a dynamic model—a picture of an economy stuck in depression, not a story how it goes there.* So Keynes actually chose to answer a more limited question than most people writing about business cycles at the time. (Keynes, 1936a, introduction p. xxx–xxxii, souligné par nous)

Telle est, résumée par Paul R. Krugman dans son introduction de 2007, la vision généralement admise concernant la contribution majeure de John Maynard Keynes à la théorie économique moderne, et plus précisément à la macroéconomie contemporaine : son ouvrage *The General Theory of Employment, Interest and Money*, publié en 1936 et traduit en 1937 en France sous le titre *La Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie*<sup>1</sup>. Il a inspiré la plupart des développements théoriques et empiriques en macroéconomie depuis la fin des années 1930 jusqu'aux années 1970 au moins, tant l'ouvrage a connu un succès immédiat dans les cercles académiques,

---

1. Keynes (1936b) pour la version originale anglaise des *Collected Writings*, Keynes (1936a) pour l'édition de 2007 en langue anglaise introduite par Krugman, et Keynes (1936c) pour la traduction française de 1937 par Jean de Largentaye. Nous abrègerons par la suite par *Théorie Générale* pour désigner aussi bien la version française que la version anglaise (les éventuelles différences entre la version originale et la traduction seront spécifiquement notifiées).

## 0.1 KEYNES, THÉORICIEN DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET DU CHÔMAGE INVOLONTAIRE

---

animant très rapidement les débats entre les tenants de l'approche néoclassique et les premiers « keynésiens »<sup>2</sup>. La *Théorie Générale* affirmait révolutionner le champ de la recherche économique en rompant avec l'orthodoxie marshallienne alors dominante et en proposant une approche systémique des problèmes économiques que la crise de 1929 avait engendrés.

En particulier, Keynes a popularisé le concept de chômage involontaire, pourtant déjà répandu dans les années 1930 aussi bien dans le discours public que dans certains travaux académiques ou empiriques<sup>3</sup>. Selon lui, la théorie néoclassique est, dans les circonstances telles que celles que connaissait le monde à cette époque, incapable de rendre compte de façon satisfaisante de l'existence d'un chômage de masse. De fait les deux postulats de l'économie classique – titre du Chapitre 2 de l'œuvre<sup>4</sup> – que sont, d'une part l'égalité entre le salaire et la productivité marginale du travail, et d'autre part l'égalité entre l'utilité marginale du salaire et la désutilité marginale du travail (Keynes, 1936c, p. 35), ne s'appliquent que dans un contexte de plein-emploi, c'est-à-dire une situation où l'ensemble des individus souhaitant travailler au salaire existant trouvent un emploi<sup>5</sup>. La Théorie Générale de l'Emploi fondée sur

---

2. Le terme de « keynésien » est dans ce cas employé en son sens le plus générique. Sa signification a en effet été grandement altérée (à la manière du terme « marxiste ») au cours des soixante-quinze dernières années car il a désigné alternativement des analyses et écoles de pensée très différentes, mais aussi la pensée de Keynes lui-même. Nous en éviterons donc volontairement l'usage autant que possible, préférant désigner les idées propres à chaque courant de pensée dit « keynésien » par l'adjectif traditionnellement et spécifiquement associé à ces écoles. Par convention, il est possible de distinguer trois d'entre elles : premièrement, l'école de la synthèse néoclassique initiée par les travaux de Hicks (1937) et qui tente de concilier l'analyse de court terme de Keynes avec celle de long terme des néoclassiques ; deuxièmement, le courant post-keynésien qui rejette une telle conciliation et cherche à rester fidèle à « l'esprit des textes » de Keynes, en empruntant des idées à d'autres courants hétérodoxes ; enfin la Nouvelle Ecole Keynésienne apparue dans les années 1980, et qui a donné lieu à une « nouvelle synthèse néoclassique » en introduisant des éléments inspirés de Keynes (comme les rigidités nominales) dans les modèles macroéconomiques de la Nouvelle Ecole Classique.

3. Béraud (2011) a fait un examen détaillé de l'émergence de ce concept depuis le début du XX<sup>e</sup> siècle jusque dans les années 1930 ; nous en proposons un résumé à la deuxième section du chapitre 9 (p. 312).

4. Afin de faciliter le référencement interne à notre thèse, nous adoptons par convention la règle de notation suivante : les chapitres des ouvrages cités, qu'il s'agisse des écrits de Keynes, d'autres auteurs qui lui sont contemporains, ou encore de la littérature secondaire, sont dénotés par une majuscule, tandis que les chapitres de notre thèse sont dénotés par une minuscule. La même règle s'applique à tous les niveaux de la structuration des textes (volume, livre, partie, section).

5. Comme nous le démontrerons au chapitre 9 de notre thèse, le plein-emploi ainsi défini est compatible avec l'existence d'un certain niveau de chômage dans l'économie, qu'il soit « frictionnel » (c'est-à-dire dû à une imperfection de l'ajustement immédiat entre les caractéristiques des travailleurs et les besoins spécifiques de l'industrie) ou « volontaire ».

## 0.1 KEYNES, THÉORICIEN DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET DU CHÔMAGE INVOLONTAIRE

---

le principe de la demande effective stipule qu'à court terme le niveau de l'emploi d'une économie dépend des anticipations des entrepreneurs concernant la demande globale, composée de la consommation et de l'investissement macroéconomiques. Si le produit des ventes associé au niveau anticipé de la demande globale n'est pas suffisant pour couvrir les coûts liés à l'embauche de l'ensemble des individus prêts à travailler au taux de salaire existant, alors il existe un chômage involontaire, qui est donc dû à une insuffisance de la demande.

En raison de certains passages obscurs (au moins en apparence) et de quelques points d'achoppement dans la démonstration, la Théorie Générale de l'Emploi a donné lieu à nombre de débats au sein des cercles académiques, d'une part entre les tenants de l'approche néoclassique et les keynésiens, et d'autre part entre les différents courants de pensée keynésiens. En effet, si un certain nombre d'économistes de l'orthodoxie, tels qu'Arthur Cecil Pigou ou Friedrich von Hayek dès les années 1930, ou Milton Friedman dans l'après-guerre, se sont opposés – parfois de façon virulente – au paradigme keynésien dans son ensemble, d'autres ont tenté de trouver des points d'accord entre la théorie marshallienne et la théorie keynésienne. L'idée était de prouver que la *Théorie Générale* constituait moins une révolution qu'une évolution ou une amélioration de l'orthodoxie, qui permettrait de répondre à certaines difficultés, manques ou impasses de la théorie marshallienne en modifiant certaines hypothèses, tout en conservant celles qui sont au cœur de l'analyse marginaliste néoclassique. Cette entreprise a été initiée dès 1937 par John R. Hicks dans son désormais célèbre article intitulé « Mr Keynes and the Classics : A Suggested Interpretation » (Hicks, 1937), qui a introduit le modèle macroéconomique IS-LM comme une réconciliation possible entre les hypothèses (néo-)classiques et les principaux concepts de la *Théorie Générale*. Il s'agissait pour Hicks de rendre compte en un système d'équations relativement simples de l'essentiel des relations économiques décrites par Keynes : le niveau de revenu de court terme est ainsi déterminé conjointement au taux d'intérêt par l'équilibre simultané sur le marché des biens et services et sur le marché de la monnaie. Le principe de la demande effective, avancé comme une alternative à la loi des débouchés (ou loi de Say) pour expliquer les crises de surproduction, est ainsi réinterprété en en négligeant le principal enseignement, à savoir que le niveau de production est déterminé par les décisions d'embauche des entrepreneurs (donc par les conditions régnant sur le marché du travail), qui sont guidés par leurs *anticipations* de la demande globale et non par la valeur réalisée de

## 0.2. LA QUESTION DE LA DYNAMIQUE ÉCONOMIQUE DANS LES ÉCRITS DE KEYNES

---

cette demande.

Par ce biais Keynes a fini par être présenté essentiellement comme un économiste de la demande. Plus précisément, il est admis que la *Théorie Générale* est avant tout un essai sur la conséquence des déterminants de la demande globale, à savoir l'existence d'un équilibre de sous-emploi dans une économie donnée, c'est-à-dire d'un équilibre entre l'offre et la demande globale de biens et services<sup>6</sup> et d'un déséquilibre sur le marché de l'emploi conduisant à un certain niveau de chômage<sup>7</sup>. Dans la lignée d'Alfred Marshall, mais également en contradiction avec celui-ci, l'auteur de la *Théorie Générale* cherche donc à déterminer les conditions dans lesquelles se réalisent à court terme l'équilibre partiel sur le marché des biens et services, tout en analysant l'impact que cet équilibre partiel a sur les facteurs régissant l'équilibre partiel sur le marché du travail. Même si l'approche ne peut pas être qualifiée d'analyse en (dés)équilibre général, l'idée d'une interdépendance des marchés, ou plus précisément des variables macroéconomiques fondamentales, est fortement présente dans cet ouvrage.

## 0.2 La question de la dynamique économique dans les écrits de Keynes

Toutefois, il ne s'agit apparemment que d'une recherche d'équilibre *statique*, c'est-à-dire d'une analyse du niveau des facteurs expliquant l'existence à une date donnée d'un certain niveau d'emploi et donc de chômage. C'est du moins ce qui est encore aujourd'hui enseigné en guise d'introduction à la macroéconomie keynésienne. Or, dès le Chapitre 19 consacré aux « Variations dans les salaires nominaux » (« Changes in money-wages » dans la version originale) et qui intervient juste après un bref Chapitre 18 résumant les éléments de la Théorie Générale de l'Emploi, Keynes oriente

---

6. « Let  $Z$  be the aggregate supply price of the output from employing  $N$  men, the relationship between  $Z$  and  $N$  [...] can be called the *aggregate supply function*. Similarly, let  $D$  be the proceeds which entrepreneurs expect to receive from the employment of  $N$  men, the relationship between  $D$  and  $N$  [...] can be called the *aggregate demand function*. [...] The value of  $D$  at the point of the aggregate demand function, where it is intersected by the aggregate supply function, will be called the *effective demand*. » (Keynes, 1936b, p. 25)

7. Keynes précise ainsi que « there will be only one level of employment consistent with equilibrium; since any other level will lead to inequality between the aggregate supply price of output as a whole and its aggregate demand price. [...] But there is no reason in general for expecting it to be equal to full employment » (Keynes, 1936b, p. 28).

## 0.2 LA QUESTION DE LA DYNAMIQUE ÉCONOMIQUE DANS LES ÉCRITS DE KEYNES

---

en partie sa réflexion en termes dynamiques. L'auteur y relâche en effet l'hypothèse, faite provisoirement au Chapitre 2, d'une rigidité des salaires nominaux et envisage les conséquences que l'abandon de cette hypothèse a pour sa théorie. Le Chapitre 19 a été abondamment commenté aussi bien par les keynésiens de la synthèse, c'est-à-dire ceux s'inscrivant dans la lignée de Hicks, que par les post-keynésiens (qui s'opposent à l'interprétation de Hicks et revendiquent la rupture paradigmatique entre la *Théorie Générale* et les théories néoclassiques). La baisse des salaires nominaux préconisée par les classiques pour résorber le chômage n'a pas l'effet attendu ; au contraire, en comprimant le revenu monétaire des travailleurs, elle conduit en règle générale à une baisse de la consommation macroéconomique (qui dépend directement du niveau de revenu selon une fonction nommée la propension à consommer), donc de la demande globale, renforcée par la baisse consécutive de l'investissement global due à la modification des anticipations de long terme des investisseurs. La rigueur salariale fait donc courir le risque d'une diminution de la demande effective, donc du niveau de production et du niveau d'emploi, aggravant la situation du chômage au lieu de l'améliorer.

Dès lors, les salariés sont supposés s'opposer à toute baisse de leur salaire nominal, mais sont favorables à toute hausse de ce salaire. Cette asymétrie du comportement des travailleurs explique pourquoi la variation des salaires nominaux ne permet pas d'expliquer l'intégralité des variations de l'emploi, et notamment ne permet pas de rendre compte de la phase descendante d'un cycle économique. En revanche, elle est susceptible d'expliquer au moins en partie la dynamique à court terme des prix, l'hypothèse provisoire de leur fixité (faite au Chapitre 3) étant levée à partir du Chapitre 21. Keynes y démontre que, contrairement aux prédictions de la théorie quantitative de la monnaie classique, lorsqu'il se produit une hausse de la quantité de monnaie en circulation (sous l'effet d'une politique monétaire expansionniste par exemple), celle-ci entraîne une hausse simultanée des prix et de l'emploi – sauf dans le cas-limite où il y aurait plein-emploi de la main-d'œuvre. Ceci permettrait de comprendre pourquoi une phase de croissance (ou de boom) économique s'accompagne généralement d'une inflation.

Les Chapitres 19 et 21 ne peuvent cependant rendre compte de façon satisfaisante que de la phase ascendante d'un cycle, et non de l'intégralité des fluctuations économiques de court terme (y compris dans une phase descendante). Il fait donc sens qu'à la suite du Chapitre 21 se situe une théorie plus complète du cycle, qui est

l'objet du Chapitre 22 intitulé « Notes sur le cycle économique » (*Notes on the trade cycle*) et qui correspond à ce que Krugman considère dans sa préface de 2007 comme des spéculations sur la nature et les causes des cycles et fluctuations économiques (Keynes, 1936a, préface p. xiv). Keynes entendait pourtant y prouver l'importance de l'un de ses concepts centraux, l'efficacité marginale du capital, sur lequel est basée toute sa théorie de l'investissement, dans la génération de fluctuations de court terme de l'emploi et de l'activité, allant jusqu'à avancer que la répétition et la régularité caractéristiques d'un cycle économique pouvaient s'expliquer par la dynamique des anticipations de long terme des entrepreneurs et investisseurs. C'est pour cette raison que le Chapitre est placé à la fin de l'œuvre, dans une section distincte du corps de la Théorie Générale de l'Emploi, y compris du Livre V où sont relâchées les hypothèses de rigidités nominales. C'est en effet l'occasion pour Keynes de proposer – assez brièvement par ailleurs – une version véritablement dynamique du système statique de court terme qu'il a développé dans le cadre du principe de la demande effective.

Il est à cet égard nécessaire de définir ce que nous entendons par fluctuations et par cycles économiques, notamment par distinction d'autres concepts fondamentaux de la dynamique économique. Les *variations* ou *changements* de la valeur d'une variable donnée sont les termes les plus génériques pour en désigner l'évolution dans le temps ; il s'agit de comparer la valeur de cette variable à deux états d'équilibre différents (le passage de l'un à l'autre étant provoqué par une modification dans l'environnement économique, par exemple par la variation d'une autre variable économique), ce qui est compatible avec une approche en termes de statique comparative. A l'inverse, les *fluctuations* ou *oscillations* d'une variable appartiennent en propre au domaine de la dynamique économique de court terme : ce sont des variations transitoires (de court terme) de la valeur d'une variable, sans nécessairement qu'un état d'équilibre soit supposé par ailleurs, c'est-à-dire y compris dans un état de déséquilibre. Les *cycles économiques* correspondent quant à eux à des fluctuations simultanées de plusieurs variables, qui présentent un certain degré de répétition et de régularité à travers le temps. Ils sont en général constitués de deux phases, l'une ascendante (l'expansion ou « boom » économique) et l'autre descendante (la dépression), et par deux points de retournement, l'un haut (la crise) et l'autre bas (la reprise) ; il est supposé que l'avènement de l'une des phases entraîne celui de la seconde, de sorte qu'un cycle n'est complet que lorsque les deux phases ont été

## 0.2 LA QUESTION DE LA DYNAMIQUE ÉCONOMIQUE DANS LES ÉCRITS DE KEYNES

---

observées. La définition qui est donnée du cycle dans la *Théorie Générale* est ainsi la suivante :

By a cyclical movement we mean that as the system progresses in, e.g. the upward direction, the forces propelling it upwards at first gather force and have a cumulative effect on one another but gradually lose their strength until at a certain point they tend to be replaced by forces operating in the opposite direction; which in turn gather force for a time and accentuate one another, until they too, having reached their maximum development, wane and give place to their opposite. [...] We mean also that there is some recognisable degree of regularity in the time-sequence and duration of the upward and downward movements. (Keynes, 1936b, p. 313–314)

Enfin la *tendance* appartient au domaine de la dynamique de long terme et traduit les variations permanentes d'une variable, même à l'état d'équilibre.

Le Chapitre 22 constitue pour Keynes une première tentative d'application du principe de la demande effective au champ de recherche des fluctuations et des cycliques. Cependant, à l'inverse du Chapitre 19, il n'a quasiment pas été étudié ni particulièrement commenté parmi les disciples de Keynes, aussi bien parmi les post-keynésiens qu'au sein de l'école de la synthèse néoclassique ou de la Nouvelle Ecole Keynésienne. Keller et Carlson (1982) ont démontré, à travers une revue de la littérature keynésienne, de tradition néo-keynésienne comme post-keynésienne, que le Chapitre 22 a été largement « négligé » (*neglected*) par les commentateurs. Harvey (2002) explique pour sa part que vingt années plus tard, le Chapitre 22 est toujours autant marginalisé aussi bien dans les commentaires des historiens de la pensée que dans la macroéconomie post-keynésienne. Cela est surprenant pour deux raisons. D'une part, ce chapitre est destiné à prouver l'applicabilité du concept de l'efficacité marginale du capital, essentiel aux yeux des post-keynésiens, à la macroéconomie dynamique. D'autre part, il s'agit d'une démonstration du fait que l'ensemble des déterminants de la demande globale (à savoir l'efficacité marginale du capital, mais également la propension à consommer et la préférence pour la liquidité) jouent un rôle dans l'émergence et la reproduction des fluctuations économiques.

En un sens, la remarque faite par Krugman sur le caractère secondaire de la théorie des cycles chez Keynes s'appliquerait bien plutôt au traitement qui en a été fait par les commentateurs des écrits de l'auteur. La question est de savoir non

## 0.2 LA QUESTION DE LA DYNAMIQUE ÉCONOMIQUE DANS LES ÉCRITS DE KEYNES

---

seulement si ce constat est vrai concernant cette œuvre en particulier, mais aussi s'il peut être étendu à l'ensemble des écrits de l'auteur. La précédente monographie théorique qu'il a publiée, le *Treatise on Money*<sup>8</sup> (1930), est un essai sur le rôle du système monétaire et bancaire dans la détermination et le contrôle du pouvoir d'achat de la monnaie, c'est-à-dire du niveau des prix. La thématique des fluctuations y est déjà présente, et même de façon plus importante encore que dans la *Théorie Générale* puisqu'elle occupe au moins cinq Chapitres répartis dans les deux Volumes de l'ouvrage. En particulier, le Chapitre 16 présente une typologie des causes de fluctuations du niveau général des prix. L'un des trois grands types de causes est associé au concept de « cycle du crédit » (*credit cycle*), qui est défini comme l'alternance de phases d'inflation et de déflation due aux fluctuations de l'investissement en capital par rapport à un niveau d'épargne (relativement) stable dans le temps, qui génèrent une succession de profits et de pertes d'aubaine (*windfall profits and losses*) expliquant les fluctuations des prix et de la production. Pourtant, le terme même de cycle du crédit n'apparaît pas pour la première fois dans le *Treatise* mais dans la première monographie théorique de l'auteur, le *Tract on Monetary Reform*<sup>9</sup> (1923), qui regroupe certaines de ses conceptions et convictions de jeunesse exprimées par ailleurs dans un ensemble d'articles, académiques ou non, ainsi que dans une série de cours et de conférences donnés à Cambridge dans les années 1910. Il semble donc que la problématique du cycle et des fluctuations soit apparue très tôt dans l'évolution intellectuelle de Keynes et qu'elle ait été présente à chacune de ses principales étapes.

L'analyse de la pensée économique de l'auteur et de son évolution sur l'ensemble de sa vie a déjà été menée à plusieurs reprises dans la littérature secondaire. L'une des plus importantes est celle de Patinkin (1975, 1976a,b) qui étudie la pensée monétaire de Keynes depuis le *Tract* jusqu'à la *Théorie Générale*. Patinkin a cherché à identifier les similarités autant que les différences existant entre les trois ouvrages théoriques majeurs de l'auteur. Cependant, l'étude ne s'est principalement focalisée que sur ces trois œuvres et leurs interrelations, évoquant par moments certains écrits intermédiaires pouvant aider à comprendre la transition de l'un à l'autre, et ne traite pas des écrits datant d'avant 1923 – dont la plupart ont, il est vrai, été réédités dans les *Collected Writings* en 1983. La question des fluctuations et des cycles est plusieurs

---

8. Ci-après abrégé par *Treatise*.

9. Bien que l'ouvrage ait été traduit en français sous le titre de *La Réforme Monétaire*, nous préférons faire référence à son titre original, que nous abrégerons ci-après par *Tract*.

## 0.2 LA QUESTION DE LA DYNAMIQUE ÉCONOMIQUE DANS LES ÉCRITS DE KEYNES

---

fois mentionnée (Patinkin, 1976b, p. 15, 22, 33, 52, 68, 142, et surtout p. 123–125), mais n'est pas examinée en propre. A cet égard, Patinkin se distingue de Krugman dans son jugement vis-à-vis de la théorie des cycles présente au Chapitre 22, puisqu'il ne juge pas qu'elle est secondaire, mais simplement qu'elle manque d'innovation et donc d'intérêt. Selon lui, le fait que les fluctuations de l'investissement soient l'une des causes majeures du cycle économique est « a proposition which had been a commonplace for students of the cycle for many years » (Patinkin, 1976b, p. 142). Si d'autres auteurs avant Keynes, au premier rang desquels figure Joseph Aloïs Schumpeter, ont effectivement avancé une telle proposition, nous estimons que celle-ci ne rend pas entièrement compte de l'enjeu du Chapitre 22, qui insiste bien plus fortement sur l'importance des anticipations des entrepreneurs (et de leurs fluctuations) comme cause du cycle économique.

La seconde étude majeure portant sur l'évolution de la pensée de Keynes est celle de Kahn (1984), qui s'intéresse plus précisément au processus de formation de la Théorie Générale de l'Emploi et à l'élaboration progressive du principe de la demande effective. Il se focalise donc essentiellement sur la construction et l'écriture de la *Théorie Générale* et ne traite que rapidement la période précédant 1930, hormis certains passages discutant le rapport de Keynes à la théorie quantitative de la monnaie (Kahn, 1984, p. 50–57) ou bien encore l'influence de Dennis Robertson dans le processus d'écriture du *Treatise* (Kahn, 1984, p. 61–64).

Enfin, plus récemment, Hirai (2007) a repris l'analyse de la pensée monétaire de l'auteur en se focalisant cette fois-ci sur la période allant du *Tract* au *Treatise*, et en choisissant de ne pas limiter son étude à ces deux ouvrages, mais en explorant également les articles et notes rédigés par l'auteur durant cette période. Une fois de plus, les écrits d'avant 1923 ne sont pas cités ; par ailleurs, si l'article donne des éléments de comparaison entre le *Tract* et le *Treatise* au sujet de la monnaie, la question de l'investissement et des cycles y est à peine mentionnée.

Nous proposons donc de mener également une étude de l'ensemble des écrits économiques de Keynes depuis le début des années 1910 jusqu'en 1937, mais en nous focalisant sur la problématique des fluctuations et cycles économiques plutôt que sur celle de la monnaie ou de la demande effective. S'il n'existe pas dans la littérature actuelle d'études portant à la fois sur le traitement de cette problématique chez Keynes et sur l'ensemble de ses écrits, certains commentateurs ont toutefois pu se concentrer sur cette question en se restreignant à l'examen d'un seul ouvrage

## 0.2 LA QUESTION DE LA DYNAMIQUE ÉCONOMIQUE DANS LES ÉCRITS DE KEYNES

---

ou d'une seule période de la vie de l'auteur. Outre les travaux de Keller et Carlson (1982) et Harvey (2002) sur le Chapitre 22 de la *Théorie Générale* que nous avons déjà cités, un examen de l'instabilité et des fluctuations dans le *Treatise* a notamment été mené récemment par Hanin (2003), qui se focalise plus particulièrement sur la dimension institutionnelle de la régulation de la quantité de monnaie de circulation et des prix. Il n'y a en revanche pas à notre connaissance d'études portant sur le traitement de la question des fluctuations dans les écrits de jeunesse de Keynes. Ertürk (1998) s'est pour sa part focalisé sur la relation entre les fluctuations économiques et l'investissement en capital circulant dans les écrits de la période entre 1930 et 1933, notamment dans les premiers manuscrits de la *Théorie Générale*. Il montre notamment que, dans les manuscrits de 1932, Keynes est proche de proposer une théorie parfaitement dynamique de la demande effective. Ertürk ne fait toutefois pas de parallèle avec d'autres écrits ou contributions de Keynes datant de la même période, qui illustrent le passage d'une théorie des cycles du crédit à une théorie des cycles du commerce (*trade cycle*).

Nous visons donc à contribuer doublement à la littérature existante : d'une part à travers une approche globale de l'ensemble des écrits économiques entre 1910 et 1937, et d'autre part à travers une étude de la question des cycles et fluctuations de court terme dans les écrits datant d'avant 1929. Par contraste avec la position présentée (entre autres) par Krugman dans son introduction à la *Théorie Générale*, nous entendons ainsi répondre aux questions suivantes : la question des fluctuations et des cycles est-elle vraiment un aspect secondaire de la pensée de Keynes, aussi bien dans la *Théorie Générale*, considérée comme le « parachèvement » de son évolution intellectuelle, que dans ses textes de jeunesse ou dans le *Treatise* ? Le traitement de cette question par les commentateurs de Keynes a-t-il été négligé parce qu'il n'était pas adapté, ou complet, ou pertinent, ou suffisamment novateur ? Ou bien l'a-t-il été parce que l'auteur lui-même estimait qu'il s'agissait d'un problème mineur par rapport à ses autres préoccupations, telles que les questions de la monnaie ou du chômage ? Si tel est le cas, pourquoi l'auteur fait-il aussi régulièrement référence non seulement à la question des cycles, mais plus généralement au problème des fluctuations économiques ? Comment le traitement de cette question a-t-elle évolué parallèlement aux changements de terminologie, de cadre conceptuel et analytique, et de convictions idéologiques qui ont marqué le passage des écrits de jeunesse au *Treatise*, puis du *Treatise* à la *Théorie Générale* ?

Notre thèse est qu'il existe une récurrence dans la pensée de Keynes en matière de fluctuations, à savoir que l'investissement est le facteur majeur guidant les fluctuations économiques. Il ne s'agit pas pour nous d'affirmer que la question des cycles et fluctuations est *la plus importante* dans les écrits de l'auteur, y compris dans la *Théorie Générale*, mais qu'elle constitue une préoccupation constante et un lien entre les écrits du « premier Keynes » (les textes datant d'avant 1932 environ) et le Keynes de la *Théorie Générale*. Plus précisément, elle a accompagné et parfois initié, notamment au tournant des années 1930, l'évolution intellectuelle générale de l'auteur : c'est autour d'elle que se sont structurées d'abord les réflexions monétaires et propositions de politique économique des années 1920, puis l'élaboration de la théorie de la monnaie du *Treatise*, et enfin l'émergence des concepts de demande effective et de chômage involontaire.

## 0.3 Méthodologie et plan de la thèse

Notre étude repose essentiellement sur une lecture et une interprétation de la littérature primaire en version originale anglaise, composée pour l'essentiel des trente volumes des *Collected Writings of John Maynard Keynes* publiés de 1971 à 1989 sous la direction de Donald E. Moggridge. Ces volumes représentent la quasi-intégralité des écrits de l'auteur, publics ou privés, publiés ou non, dans des domaines aussi variés que l'économie, la politique ou l'esthétique. Nous nous focalisons exclusivement sur les ouvrages à caractère économique, notamment ceux directement ou indirectement concernés avec la théorie économique, à savoir : le *Tract on Monetary Reform* (volume IV), le *Treatise on Money* (volumes V et VI), la *General Theory of Employment, Interest and Money* (volume VII) ; ainsi que les volumes XI, XII, XIII, XIV et XXIX.

La littérature secondaire ne s'étant que peu intéressée à la question des fluctuations et des cycles chez Keynes, nous y faisons essentiellement appel pour l'interprétation des éléments théoriques fondamentaux de chacun des ouvrages mobilisés, notamment pour l'analyse statique de l'équilibre dans le *Treatise* et dans la *Théorie Générale*.

Nous procéderons à l'examen de l'évolution intellectuelle de Keynes selon trois étapes. Il est communément admis que l'ensemble des écrits publiés jusqu'en 1930,

voire 1932, sont l'œuvre d'un « premier Keynes » profondément marqué par l'enseignement néoclassique de Marshall et de Pigou, mais aussi par les travaux d'Irving Fisher et de Knut Wicksell concernant la monnaie et l'intérêt. Selon nous, il est toutefois possible de distinguer au sein de cette première phase de la vie de l'auteur deux périodes assez différentes. Tout d'abord les écrits datant de 1910 à 1929 environ sont principalement dédiés aux questions de devises et d'équilibre monétaire externe, notamment par une opposition au début des années 1920 au retour du Royaume-Uni à un système d'étalon-or aux parités d'avant-guerre. Le *Tract* de 1923 est symptomatique de ces inquiétudes puisque sa publication fait suite à deux années d'instabilité monétaire en Europe et se produit au moment où l'Allemagne expérimente une hyperinflation sans précédent. Les écrits de cette période sont influencés simultanément par la pensée de Marshall et par celle de Fisher, et avancent des conceptions du fonctionnement des économies proches de celles des monétaristes de l'après-Deuxième Guerre Mondiale.

Il en est différemment des écrits datant de 1929 à 1932, influencés plutôt par la pensée de Wicksell et faisant preuve à la fois d'un « classicisme » plus prononcé et d'une plus grande proximité avec les thématiques de la *Théorie Générale*. La problématique principale n'est plus tant le rôle de la monnaie comme devise, mais comme facteur d'équilibre interne. La question de l'égalité entre investissement et épargne y apparaît en même temps que l'auteur s'interroge sur l'interaction entre monnaie et variables réelles à travers le rôle du taux d'intérêt. C'est pourquoi nous étudierons dans une première partie les écrits datant d'avant 1929, puis dans une seconde partie ceux datant d'entre 1929 et 1932. Enfin la troisième partie est consacrée au « Keynes de la *Théorie Générale* » et se focalise sur la période de 1932 à 1937, date à laquelle l'auteur cesse de développer sa théorie pour se consacrer (quasi) exclusivement aux questions pratiques et politiques liées à l'effort de guerre britannique.

Dans chacune de ces parties, nous procéderons en deux temps. En effet, ainsi que nous allons le démontrer, jusque dans le *Treatise*, Keynes se fait une conception des fluctuations et des cycles comme étant des phénomènes de déséquilibre. Cela suppose donc d'examiner d'abord les conditions de l'équilibre (ou de la stabilité) du système économique avant de présenter les causes et conséquences des perturbations conduisant à des fluctuations des principales variables macroéconomiques. Nous adoptons également cette démarche dans la troisième partie, car même si les fluctuations et cycles sont dans la *Théorie Générale* des phénomènes *compatibles*

### 0.3 MÉTHODOLOGIE ET PLAN DE LA THÈSE

---

avec un équilibre du système, il est nécessaire de présenter le principe statique de la demande effective duquel est dérivé le principe dynamique de la demande effective au cœur de la théorie du cycle du commerce (*trade cycle*).

La première partie de la thèse est donc dédiée à ce qu'il convient de nommer les écrits de jeunesse de l'auteur, c'est-à-dire à l'ensemble des écrits, publiés ou non du vivant de Keynes, qui datent de la période située entre 1909 et 1929. En particulier, il s'agit d'examiner en quoi la problématique des fluctuations de court terme et des cycles est apparue très tôt dans la pensée de l'auteur alors même que l'objet principal de son analyse est la monnaie et les devises. Le lien entre ces deux problématiques se fait selon nous par le biais de la question de la détermination des prix et de leur dynamique.

Au chapitre 1, nous expliquons que, si à l'origine Keynes est influencé par l'œuvre de Marshall, qu'il cite à de nombreuses reprises dans les cours de théorie monétaire qu'il donne à Cambridge, il est fortement impressionné par la version modernisée de la théorie quantitative de la monnaie présentée par Fisher en 1911. Signant une revue de l'ouvrage de Fisher pour l'*Economic Journal*, il identifie différents points sur lesquels il diverge de l'économiste américain; le principal d'entre eux est sa conception du rôle du crédit bancaire et de la monnaie scripturale. Quand Fisher raisonne à long terme en supposant que la monnaie scripturale tend à varier dans le même sens et dans les mêmes proportions que la monnaie banque centrale, ce qui permet d'en évacuer l'étude spécifique, Keynes défend au contraire l'idée qu'à court terme, le crédit bancaire peut évoluer de façon très différente du reste de la masse monétaire, ce qui implique que les banques privées ont un rôle actif à jouer dans la conduite des politiques monétaires. Il reprend et développe cette idée en 1923, dans une monographie à visée polémique, le *Tract on Monetary Reform*. Il y propose une nouvelle version de l'équation quantitative de la monnaie, mettant l'accent sur le comportement des consommateurs (à travers la vitesse de circulation de la monnaie) et sur le rôle du système bancaire dans la stabilisation des prix.

Le chapitre 2 explore quant à lui le lien entre investissement et monnaie. Les divers articles publiés dans les années 1920, académiques ou non, démontrent que la politique monétaire, à travers la définition du taux d'intérêt bancaire, est déterminante dans la définition des comportements d'investissement (au sens large, c'est-à-dire autant d'investissement productif que de placement financier, la distinction n'étant pas clairement faite par l'auteur à cette époque). Mais au-delà de la

question de l'intérêt, Keynes démontre que c'est la stabilité même de la monnaie en tant qu'étalon de valeur qui est essentielle au système d'investissement moderne. Cette stabilité agit comme une garantie *a minima* pour les épargnants lorsqu'ils acceptent de prêter leurs fonds aux investisseurs ; elle est donc une condition importante de la stabilité du financement de l'investissement et, partant, du volume effectif de ce dernier.

Ainsi, il existe un lien entre les fluctuations de prix et la politique monétaire d'une part, et entre la politique monétaire et les fluctuations de l'investissement d'autre part. Cependant le lien de causalité reste très classique, à savoir que ce sont des perturbations d'ordre monétaire qui génèrent les fluctuations de prix autant que d'investissement. Le chapitre 3 aborde la conceptualisation fragmentaire des fluctuations et des cycles dans les ouvrages de jeunesse, à travers l'apparition du terme de « cycle du crédit » dans le *Tract*. Ce terme se réfère à la nouvelle version de l'équation quantitative proposée par Keynes, car elle démontre que les prix peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse même en l'absence de variations de la masse monétaire. Il apparaît que si les perturbations monétaires sont présentées comme la véritable source des fluctuations économiques, ce sont essentiellement les anticipations des agents qui rendent possibles l'avènement de phénomènes d'inflation et de déflation cycliques.

Nous concluons au chapitre 4 que le lien entre investissement et fluctuations économiques n'est qu'indirectement établi dans les ouvrages de jeunesse, selon une logique encore (néo)classique et proche des idées défendues par les monétaristes dans les années 1960–1970 : ce sont les perturbations de nature monétaire qui entraînent les fluctuations de prix, et partant, l'instabilité de l'investissement et de l'activité économique en général. La politique monétaire doit viser à la stabilisation de la monnaie à travers la stabilité des prix et doit surtout *annoncer* clairement que tel est son objectif, afin de *convaincre* les individus (notamment les investisseurs) de la stabilité de leur monnaie.

La seconde partie de la thèse est dédiée intégralement à l'étude du *Treatise on Money*, qui constitue une synthèse des différentes idées développées au cours de la période 1910-1930, mais également un début de dépassement. En effet, pour la première fois, Keynes envisage la possibilité que les fluctuations et cycles puissent avoir une origine non purement monétaire : en accord avec les idées avancées par des auteurs comme Schumpeter, il estime que les fluctuations de l'investissement

### 0.3 MÉTHODOLOGIE ET PLAN DE LA THÈSE

---

peuvent se produire indépendamment d'une perturbation d'ordre monétaire dans le cadre d'innovations technologiques, et peuvent générer des fluctuations de prix du fait de l'apparition de profits d'aubaine pour les entrepreneurs. Cependant, la nature des cycles reste essentiellement monétaire, car Keynes a la conviction que les innovations technologiques ne peuvent pas seules générer une fluctuation, et que le système bancaire joue un rôle déterminant dans le relais entre innovations et cycles du crédit.

Le chapitre 5 présente le modèle macroéconomique simple du *Treatise* autour duquel l'auteur articule sa réflexion sur la monnaie et les prix. Le modèle est essentiellement composé de deux « équations fondamentales » définissant le niveau de prix à la consommation (ou pouvoir d'achat de la monnaie) et le niveau général des prix. A partir des variables présentes dans les deux équations, Keynes déduit l'existence de trois sources possibles de fluctuations de prix : les perturbations monétaires, la relation épargne-investissement et la dynamique salaire-productivité.

Les deux chapitres suivants sont consacrés à ces trois types de fluctuations économiques. Le chapitre 6 étudie le premier type, d'origine strictement monétaire, qui repose sur une seconde réinterprétation de l'équation quantitative de la monnaie, ainsi que le troisième type. Le niveau général des prix y dépend effectivement de l'évolution de la masse monétaire, conformément à la théorie quantitative standard ; toutefois il y a une distinction au sein de la masse monétaire entre une « circulation financière » et une « circulation industrielle » qui correspondent à deux motifs de détention de la monnaie différents. Si la circulation industrielle représente le motif traditionnel, à savoir l'utilisation de la monnaie comme instrument d'échange, la circulation financière représente un nouveau motif, proche du motif de spéculation dans la *Théorie Générale*. La circulation financière est déterminée par les anticipations des agents présents sur les marchés financiers, c'est-à-dire les investisseurs, et plus précisément par leur « sentiment financier » (optimisme ou pessimisme vis-à-vis de l'évolution future des cours) ; cela rend cette partie de la masse monétaire très volatile, et donc est à même de générer de fortes fluctuations de prix.

Le chapitre 6 examine également le troisième type de fluctuations de prix, expliqué par la dynamique salaires-productivité. Cependant, contrairement aux deux autres, cette catégorie est à peine mentionnée par l'auteur et ne fait pas l'objet d'un Chapitre spécifique dans le *Treatise*. L'idée que l'inflation est liée à une augmentation de la masse salariale plus rapide que la productivité des facteurs de production y est

### 0.3 MÉTHODOLOGIE ET PLAN DE LA THÈSE

---

avancée mais sans être argumentée, anticipant simplement certains développements théoriques de l'après-Seconde Guerre Mondiale.

Le chapitre 7 se focalise sur le second type de fluctuations de prix, qui s'explique par la relation entre épargne et investissement. Keynes définit le « cycle du crédit » comme des phases successives de sur-investissement et de sur-épargne liées au rôle du secteur bancaire dans l'économie. Estimant que l'épargne est relativement stable à travers le temps, l'auteur précise qu'en réalité ce sont surtout les variations du volume de l'investissement qui sont à l'origine de ces fluctuations. Il développe alors l'idée que le volume de l'investissement est déterminé par deux variables : d'une part, la productivité (marginale) du capital qui dépend du progrès technique ; d'autre part, le taux d'intérêt. En ce qui concerne la première variable, il reconnaît explicitement s'inscrire dans la lignée de Schumpeter et considère que les fluctuations cycliques de l'investissement à moyen et long terme peuvent s'expliquer par les vagues d'innovations technologiques identifiées par Schumpeter. Son étude de l'influence du taux d'intérêt est quant à elle inspirée par Wicksell, avec la distinction entre un taux naturel et un taux de marché. Il en conclut que même si l'innovation technologique guide les cycles d'investissement, ce sont les conditions monétaires et bancaires définissant le taux d'intérêt qui en dernier lieu permettent la réalisation ou non des projets d'investissement.

La seconde partie de la thèse aborde dans un dernier chapitre les textes de l'auteur publiés dans la période 1929-1933, alors que l'auteur est de plus en plus insatisfait de la théorie proposée dans le *Treatise* en vue d'offrir des solutions pratiques à la crise économique. En tant qu'économiste, Keynes est en effet invité à s'exprimer au sein de divers comités et commissions, notamment le *Macmillan Committee on Finance and Industry* (1929-1930) et l'*Economic Advisory Council*, sur l'état de l'économie britannique et sur les solutions aussi bien théoriques que pratiques qui pouvaient être appliquées. A cette occasion, la thématique du chômage fait son apparition effective dans les écrits de l'auteur et en devient peu à peu l'objet principal, comme lors de son intervention à l'Université de Chicago en 1931. Parallèlement, il entreprend l'écriture d'un nouvel ouvrage, qui deviendra la *Théorie Générale*, et dont les premiers manuscrits ont en partie été retrouvés. Ces manuscrits illustrent l'évolution des idées, des concepts et du plan de l'œuvre. En particulier, il apparaît que la question des cycles occupait au départ une place importante dans l'ouvrage, avant d'être peu à peu reléguée en dernière partie d'ouvrage. Il s'agit alors de dé-

### 0.3 MÉTHODOLOGIE ET PLAN DE LA THÈSE

---

montrer que la problématique des fluctuations et des cycles s'est progressivement articulée autour de la question du chômage, avec l'apparition de certains concepts qui seront au cœur de la *Théorie Générale*.

La troisième partie de la thèse est dédiée pour sa part à l'analyse de la *Théorie Générale*. Il s'agit de démontrer que les éléments conceptuels et théoriques élaborés dans les 18 premiers Chapitres de l'œuvre, comme le principe de la demande effective et le concept d'efficacité marginale du capital, sont utilisés à partir du Chapitre 19 pour développer une approche de la dynamique de l'emploi et du chômage. Le Chapitre 22, intitulé « Notes sur le cycle économique », peut alors être comparé à une première application, presque programmatique, de la théorie keynésienne de la demande effective à la question des cycles où l'auteur démontre que les fluctuations de l'investissement (elles-mêmes expliquées par les fluctuations de l'efficacité marginale du capital) sont le principal vecteur des fluctuations économiques en général, et qu'elles sont responsables du caractère cyclique de ces fluctuations.

Le chapitre 9 rappelle les différents éléments composant l'analyse statique de l'équilibre de sous-emploi. Ces éléments sont essentiellement au nombre de trois, qui correspondent à autant de « variables psychologiques » fondamentales. Le premier est la propension à consommer, c'est-à-dire la fonction reliant le niveau de la consommation globale au niveau du revenu de la communauté, qui lui-même dépend du volume global d'emploi offert par les entreprises aux travailleurs. La loi psychologique fondamentale qui guide les ménages dans leur comportement consiste en une progression du niveau de consommation dans le même sens que le revenu, mais à un taux plus faible ; en d'autres termes, la consommation augmente lorsque le revenu augmente, mais de moins en moins fortement, ce qui implique que la propension marginale à consommer est comprise entre zéro et l'unité. Le second élément est la préférence pour la liquidité, qui régit la demande de monnaie des agents. Il s'agit d'une variable dépendant de critères aussi bien objectifs que subjectifs propres à chaque individu ; toutefois il est possible d'en déduire une règle de conduite au niveau agrégé, selon laquelle la monnaie est demandée d'autant plus fortement que le taux d'intérêt est faible.

Le chapitre 10 est entièrement dévolu à l'étude du troisième élément, l'efficacité marginale du capital, au centre de la théorie de l'investissement de la *Théorie Générale*. Ce concept se distingue par essence de la productivité marginale du capital : tandis que cette dernière est un indicateur objectif, déterminé par le niveau

de technologie et par l'échelle de production, l'efficacité marginale du capital est un indicateur plus subjectif, car dépendant des anticipations faites par les investisseurs sur le rendement futur d'un bien de capital. Les anticipations de long terme sont de nature conventionnelle, et sont a priori relativement stables, ce qui garantit un effort régulier d'investissement. Cette convention peut toutefois être perturbée à intervalles réguliers, et parfois très violemment, par deux facteurs. D'une part la spéculation sur les titres financiers fausse le « jeu » de l'investissement à visée productive en déstabilisant ses modalités de financement. D'autre part la continuité de l'activité d'investissement repose sur une certaine foi en l'avenir guidée par les « esprits animaux » des agents<sup>10</sup>, qui peuvent être extrêmement fluctuants car ils correspondent à des mouvements d'humeur entre optimisme et pessimisme.

Nous en déduisons, dans le chapitre 11, que c'est fondamentalement l'instabilité de l'investissement – à travers l'instabilité des esprits animaux notamment – qui est à l'origine des fluctuations économiques en général. Keynes reprend en effet la chronologie du cycle typique donnée dans le *Treatise*, en la modifiant de manière à mieux rendre compte la chronologie effective du cycle telle que constatée dans les années 1920-1930. Plus précisément, il s'agit d'expliquer comment une phase de croissance économique marquée par une accélération progressive de l'augmentation de l'activité, de l'investissement et des prix peut amener à une chute rapide et souvent brutale de ces variables et déboucher ainsi sur une phase de récession. La cause en est imputée à la dynamique des anticipations des agents : en début de phase de croissance, ces anticipations sont modérément optimistes ; lorsque les agents réalisent que leurs anticipations de hausse d'activité ont été réalisées, ils maintiennent leurs anticipations et même les amplifient, le sentiment optimiste se diffusant progressivement à l'ensemble de la communauté. Il se produit alors un phénomène similaire aux bulles spéculatives sur les marchés financiers, au point que les anticipations deviennent de plus en plus optimistes et de plus en plus déconnectées de la réalité. Si un évènement ou une information quelconque perturbent ces anticipations, ou si les esprits animaux qui guident les entrepreneurs diminuent en intensité, de sorte qu'une partie importante de la communauté commence à être pessimiste quant à l'avenir, alors une crise économique peut advenir. L'effet cumulatif et auto-réalisateur des anticipations plonge dans ce cas l'économie dans une récession.

---

10. Les « esprits animaux » représentent l'ensemble des pulsions et comportements instinctifs échappant à la rationalité calculatoire ; la notion n'est pas très éloignée de la théorie des humeurs qui avait cours dans le milieu médical dans l'Antiquité et au Moyen-Age.

Keynes avance l'idée que les fluctuations de l'investissement précèdent en général les fluctuations des autres variables économiques, y compris l'emploi et les prix (accomplissant ainsi un renversement de la logique et de la chronologie présentes dans ses ouvrages antérieurs). Puisqu'elles sont un indicateur relativement fiable de la tendance pour l'économie entière, ces variations de l'investissement sont au cœur du mécanisme d'anticipations des agents et doivent par conséquent être au fondement de l'analyse des cycles. Cependant cet essai programmatique d'une dynamique keynésienne de l'emploi présent au Chapitre 22 n'a pas donné lieu à un quelconque développement dans l'après-Seconde Guerre Mondiale. Durant cette période, la thématique des fluctuations de court terme a en effet été éclipsée par celle de la croissance économique (jusque dans les années 1970) car il existait une *croyance*, alors largement partagée, dans l'efficacité des politiques économiques d'inspiration keynésienne pour prévenir toute fluctuation cyclique de l'activité, donnant l'illusion que le problème des cycles avait été définitivement résolu.



## Première partie

Monnaie, investissement et  
fluctuations économiques dans les  
écrits de jeunesse de Keynes



En-dehors du Chapitre 22 de la *Théorie Générale* intitulé « Notes sur le cycle économique », la principale contribution de Keynes à la théorie des cycles se trouve dans son ouvrage précédent, le *Treatise on Money*, publié en deux volumes (Keynes, 1930c,d). Ainsi que nous l'expliquerons au chapitre 5, dans le premier Volume (« The Pure Theory of Money »), Keynes conçoit un modèle macroéconomique simple, basé sur la théorie marshallienne et sur l'équation quantitative de la monnaie telle que formalisée par Fisher. Ce modèle définit une condition et un état d'équilibre statique pour une économie ouverte au monde. La condition d'équilibre lie un index du niveau des prix à différents facteurs, répartis en trois catégories : les facteurs monétaires (*monetary factors*), les facteurs liés à l'investissement (*investment factors*) et les facteurs liés aux conditions de production (*industrial factors*).

L'analyse dynamique de la fluctuation des prix – considérée comme symptomatique des autres fluctuations économiques opérant dans le système économique considéré – procède dès lors en suivant chacune de ces catégories de facteurs perturbateurs, qui définissent en conséquence trois types de fluctuations de prix. Conformément à la tradition néoclassique dans laquelle il cherche alors à s'inscrire, Keynes identifie les variations du volume de monnaie en circulation comme l'origine principale de ces fluctuations, avec diverses modulations quant à l'origine et à la forme prises par ces variations de la masse monétaire. Il souligne toutefois que le terme de « cycle du crédit » ne saurait être utilisé de façon appropriée que lorsque les fluctuations de prix sont provoquées par la seconde catégorie de facteurs, c'est-à-dire les facteurs d'investissement. Il affirme en effet que seules les fluctuations de l'investissement – préalables à tout autre type de fluctuations économiques, y compris de prix – et leur impact sur le niveau de prix sont à même de générer un schéma cyclique.

Pourtant, le terme de cycle du crédit n'apparaît pas pour la première fois dans le *Treatise*, mais dans une des œuvres de jeunesse de Keynes, le *Tract on Monetary Reform* (Keynes, 1923). De fait, le *Treatise* peut être considéré comme à la fois une somme, un résumé et le paroxysme des travaux conduits par l'auteur depuis le milieu des années 1900 jusque dans les années 1920, en particulier dans le domaine de la théorie et des pratiques monétaires, ainsi que dans la sphère de la pratique des investissements boursiers. Cette première partie de la thèse est par conséquent consacrée aux origines conceptuelles, théoriques et empiriques des éléments de la théorie des cycles présente dans le *Treatise*, notamment concernant la relation entre monnaie, investissement et fluctuations économiques. A cette occasion nous discuterons cer-

taines des « œuvres de jeunesse » de l'auteur, c'est-à-dire les écrits économiques datant d'avant 1929 environ. Ceux-ci correspondent bien sûr aux deux principales monographies publiées, l'*Indian Currency and Finance* (Keynes, 1913) et le *Tract*, mais également à divers articles publiés dans des journaux ou des revues académiques (notamment l'*Economic Journal*), dont quelques-uns furent repris et parfois réécrits, étendus ou approfondis dans les *Essays in Persuasion* (Keynes, 1931c), et dont la majeure partie a été rééditée à l'occasion des Volumes XI et XII des *Collected Writings* (Keynes, 1983a,b) ; ainsi que des cours donnés notamment à Cambridge juste avant la Première Guerre Mondiale.

Ces écrits sont pour la plupart centrés sur des questions d'économie monétaire. Les cours donnés à Cambridge concernent ainsi la théorie monétaire et ses applications pratiques, et sont basés sur les propres enseignements et écrits d'Alfred Marshall en la matière ; l'*Indian Currency and Finance* et le *Tract* débattent quant à eux de la politique monétaire du Royaume-Uni, respectivement dans ses colonies indiennes et en métropole. Cependant, si la monnaie est le principal objet d'études de ces ouvrages, elle n'en est pas le seul. Dans chacun d'eux transparaît des thématiques, principales ou secondaires, ayant trait à l'économie réelle<sup>1</sup> comme le chômage et l'emploi. Keynes exprime à plusieurs reprises dans ses ouvrages de jeunesse (Keynes (1923, p.140), par exemple) l'idée que son objectif prioritaire, au-delà des considérations immédiatement monétaires, est d'assurer une stabilité du niveau de l'emploi – ou, alternativement dans les périodes de dépression économique, de permettre une réduction du chômage. Le lien entre politiques monétaires, production et emploi n'y est évidemment pas aussi pleinement dessiné que dans la *Théorie Générale*, pour laquelle il s'agit de l'objet d'étude principal, mais certaines récurrences apparaissent à la lecture des écrits de jeunesse (y compris le *Tract*) d'une part, et les écrits ultérieurs (dont le *Treatise* et la *Théorie Générale*) d'autre part ; nous entendons démontrer, dans cette première partie ainsi que dans les deux suivantes, que la problématique de l'investissement et des fluctuations sont deux de ces récurrences majeures.

Dans cette première partie de la thèse, nous démontrerons que l'évolution de la pensée monétaire de Keynes dans la période précédant l'écriture et la publication

---

1. Nous employons le terme « réel » selon la convention retenue en économie, c'est-à-dire en référence à la sphère réelle de l'économie, celle de la production et de l'emploi, et par opposition à la sphère monétaire.

du *Treatise*, de 1905 à 1929 environ, s'est accompagnée et a parfois été initiée par son intérêt croissant pour la question des cycles économiques, des cycles du crédit et des fluctuations économiques en général. Contrairement aux études précédemment citées, nous choisissons de nous focaliser plus particulièrement sur la période précédant la publication du *Tract*. Par ailleurs, contrairement à la plupart des études comparatives précédentes, notre objectif est de démontrer qu'au-delà des différences théoriques ou conceptuelles entre les ouvrages de jeunesse de l'auteur, il existe une cohérence entre les écrits de jeunesse de Keynes, et entre ces écrits et les ouvrages théoriques ultérieurs, cette cohérence étant liée à la problématique des fluctuations.

Au chapitre 1, nous expliquerons en quoi la monnaie a constitué le cœur des réflexions de l'auteur dans le domaine de l'économie, et de quelle façon Keynes a progressivement tenté d'offrir une synthèse entre la conception marshallienne de la monnaie, élaborée dans un contexte d'étalon-or mis à mal par la Première Guerre Mondiale, et la formalisation nouvelle de la théorie quantitative de la monnaie proposée par Fisher. Cette première théorisation d'une économie monétaire est assortie d'une réflexion sur la nécessité de modifier les objectifs et les instruments de la politique monétaire. Au chapitre 2, nous démontrerons que ces préoccupations pour la monnaie sont en lien avec un problème dont Keynes prend progressivement conscience au cours de ses écrits, à savoir la faiblesse structurelle du volume d'investissement dans les économies modernes. Les recommandations en termes de politique monétaire qu'il élabore visent précisément à faire en sorte qu'il y ait un flux constant et plus ou moins régulier d'investissement, garant d'une stabilité de l'activité économique et de l'emploi, ce qui suppose implicitement une stabilité de la valeur de la monnaie. Enfin, dans le chapitre 3, nous démontrerons que le lien entre monnaie et investissement est au centre des premières réflexions de l'auteur sur les fluctuations et les cycles. Anticipant le développement du concept de cycle du crédit présent dans le *Treatise*, les écrits de jeunesse mettent en lumière l'importance des prévisions des agents – en particulier des entrepreneurs et des investisseurs – dans la génération de fluctuations cycliques des prix et de la production. Nous concluons au chapitre 4 que ces écrits, bien qu'ils traitent de sujets différents et souvent peu en lien avec la question des fluctuations et des cycles, offrent une première esquisse de la conception – proche de celle des monétaristes – dont Keynes se fait des fluctuations, conception dont il se dissociera en partie dans ses écrits ultérieurs.

MONNAIE, INVESTISSEMENT ET FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES  
DANS LES ÉCRITS DE JEUNESSE DE KEYNES

---

# Chapitre 1

## Monnaie, devises et fluctuations de prix

Le premier et plus important domaine de recherche exploré par Keynes au cours de sa carrière d'économiste est la théorie monétaire et ses applications pratiques<sup>1</sup>, en termes de politique monétaire (menée par les banques centrales) et en termes de gestion d'actifs. Il est à l'origine influencé essentiellement par Marshall, dont le témoignage devant la *Royal Commission on the Values and Silver* de 1887 est l'un des fondements de la théorie monétaire développée à l'occasion des cours qu'il donne à Cambridge et dans diverses universités britanniques dans les années 1910-1914 (*Elementary Lectures on Money* et *The Theory of Money*). Son intérêt à la fin des années 1900 et au début des années 1910 se porte sur le débat alors vif du statut de l'or comme étalon monétaire. Plus précisément, la question du bimétallisme est au cœur de ses réflexions ; dans le cadre d'un système international d'étalon-or, il s'interroge sur le double statut de la monnaie en tant que moyen de transaction au sein d'une économie et en tant que devise au sein d'un tel système.

La dimension internationale de la monnaie transparaît déjà dans son rapport sur la monnaie et les finances des Indes Orientales (Keynes, 1913). Elle prend néanmoins une part de plus en plus importante dans ses travaux à mesure que s'affirme son opposition au retour du Royaume-Uni à l'étalon-or durant l'entre-deux-guerres, qu'il exprime tout particulièrement dans *Economic Consequences of Mr. Churchill*

---

1. Il convient par exemple de remarquer que le mot « money » ou un de ses dérivés apparaît dans le titre de chacun des trois ouvrages majeurs de Keynes : le *Tract on Monetary Reform*, le *Treatise on Money* et la *General Theory of Employment, Interest and Money*.

## 1.1. GESTION DE LA MONNAIE EN TANT QUE DEVISE ET FLUCTUATIONS DE PRIX : L'INSPIRATION MARSHALLIENNE ET LA POLÉMIQUE DU RETOUR À L'ÉTALON-OR

---

(Keynes, 1925) et qui selon lui relance la polémique sur le double statut de la monnaie. En effet, la conduite d'une politique monétaire au sein d'un pays membre d'un système international d'étalon-or est nécessairement contrainte par le statut de l'or comme monnaie d'échange internationale. La recherche d'un équilibre extérieur, influencé par le taux de change de la monnaie, peut se faire – et se fait même souvent – au détriment de l'équilibre interne, avec pour conséquence principale une fluctuation de prix.

Or, la gestion des prix et de la stabilité monétaire correspondante devrait selon Keynes être le premier objectif d'une banque centrale. A ce titre, il exprime un grand intérêt pour les travaux de Fisher portant sur la théorie quantitative de la monnaie, notamment sur la formalisation de cette théorie sous la forme d'une équation quantitative de la monnaie, suite à la publication de *The Purchasing Power of Money* (Fisher et Brown, 1911) dont il rédige la revue pour l'*Economic Journal*. Ainsi, en complément de ses réflexions purement pratiques et politiques sur la gestion de la monnaie comme devise, il va progressivement s'orienter vers un champ de recherche plus théorique. Le *Tract*, bien qu'il soit avant tout un pamphlet en faveur d'une réforme de la politique monétaire et des pratiques de la Banque d'Angleterre et des banques commerciales britanniques, est à ce titre la première théorisation effective des réflexions de Keynes sur la monnaie. Il y propose en effet une équation quantitative de la monnaie modifiée pour tenir compte du rôle des banques commerciales à travers le crédit ; comme nous le démontrerons à l'occasion du chapitre 3, cette proposition théorique est le socle à partir duquel se développe la problématique du cycle dans les écrits de jeunesse, qui justifie précisément l'action des autorités monétaires voulue par l'auteur.

## 1.1 Gestion de la monnaie en tant que devise et fluctuations de prix : l'inspiration marshallienne et la polémique du retour à l'étalon-or

Bien qu'il soit essentiellement connu comme économiste, Keynes a d'abord été un mathématicien<sup>2</sup> qui jusqu'en 1905 n'avait entrepris aucune étude ou lecture en

---

2. L'auteur publie en 1921 un *Treatise on Probability* (Keynes, 1921), en grande partie rédigé dans l'avant-guerre, et dans lequel n'apparaît aucune référence directe à l'économie. Certains com-

## 1.1. GESTION DE LA MONNAIE EN TANT QUE DEVISE ET FLUCTUATIONS DE PRIX : L'INSPIRATION MARSHALLIENNE ET LA POLÉMIQUE DU RETOUR À L'ÉTALON-OR

---

sciences économiques. Comme le note Moggridge dans *Maynard Keynes : An Economist's Biography* (1992), après avoir obtenu son diplôme en mathématiques, l'auteur s'est vu offrir plusieurs choix de carrière, dont la possibilité de reprendre des études pour un second diplôme en sciences morales et en économie (*Moral Sciences and Economics*). Afin de se faire une idée sur ce que chacun de ces choix avait à lui offrir, il a notamment entrepris de lire certains des ouvrages de référence inscrits au programme de sciences morales et d'économie. Cependant, alors que « the summer's economic programme for 1905 began [...] with Marshall's *Principles* » (Moggridge, 1992, p. 82), Keynes « took to Jevons, reporting to Strachey [...] “I have discovered someone whom I had not realized to be very good—namely Jevons”. » (Moggridge, 1992, p. 82) Parallèlement, il a commencé à fréquenter les cercles d'économistes de Cambridge, parmi lesquels se trouvait Pigou à qui « Maynard provided assistance in checking the proofs of [his] *Principles and Methods of Industrial Peace* (1905), for which he had also provided “valuable help” in connection with the formal, mathematical Appendix A » (Moggridge, 1992, p. 83). Il en est ainsi venu à se familiariser avec la théorie et les concepts marshalliens, qui allaient l'influencer durant les vingt-cinq années suivantes au moins, non seulement en économie, mais également dans d'autres aspects de sa vie, académiques ou non<sup>3</sup>.

Malgré cette première prise de contact avec le champ de la recherche en économie, l'auteur fait finalement le choix d'entrer dans la fonction publique, où il est affecté à l'*India Office* (ministère des Indes Orientales). En 1909, à l'occasion de la création de deux postes de maître de conférences au King's College de Cambridge, chacun financé par Marshall lui-même, l'un d'entre eux est confié à Keynes qui à la rentrée 1910 commence à donner des cours de théorie et de pratique monétaire (*Elementary Lectures on Money*), et ce jusqu'au début de la Première Guerre Mondiale.

---

mentateurs comme Carabelli (1988) ou Gerrard (1992) ont toutefois démontré que cet ouvrage a eu une influence au moins indirecte sur la pensée économique de Keynes ; il serait ainsi possible d'établir certains parallèles entre des concepts présents dans *A Treatise on Probability* et ceux présents dans les écrits ultérieurs, comme par exemple la conception dont se fait l'auteur des anticipations de long terme dans la *Théorie Générale* qui emprunte au rôle de la subjectivité dans l'établissement des probabilités. Notre thèse se concentrant uniquement sur les ouvrages économiques, et plus particulièrement sur ceux ayant trait à la théorie économique, nous ne traiterons pas spécifiquement du *Treatise on Probability*, mais y ferons recours pour éclairer les idées et notions des écrits que nous avons choisi d'étudier.

3. Pour plus de détails à propos l'influence exercée par Marshall et ses œuvres sur la vie et la pensée de Keynes, y compris après la rupture que la *Théorie Générale* a marqué entre l'école néoclassique et lui, se référer à Bridel (1987) ; Darity Jr. (1988) ; Clower (1995) ; Groenewegen (1995) et Groenewegen (1996) ; ainsi que Jensen (1983), Birch (1985) et Jensen (1985).

## 1.1. GESTION DE LA MONNAIE EN TANT QUE DEVISE ET FLUCTUATIONS DE PRIX : L'INSPIRATION MARSHALLIENNE ET LA POLÉMIQUE DU RETOUR À L'ÉTALON-OR

---

Ces enseignements portent sur la monnaie en général, dans ses aspects économiques autant qu'historiques, sociaux ou politiques ; l'histoire des diverses formes de monnaie, et de la domination progressive de l'or comme étalon monétaire international, constitue même la part la plus importante (en termes de volume de notes comme de volume horaire) de ces cours. Toutefois, lors de l'année universitaire 1912-1913, un cours de *Theory of Money* est confié à l'auteur, dans lequel il explore les causes d'une variation de la masse monétaire, ou plus exactement d'une variation dans le volume d'or à fonction monétaire. Certains supports de cours et des notes de la main de Keynes ont à cet égard été reproduits dans le Volume XII des *Collected Writings of John Maynard Keynes* (Keynes, 1983b, Chapitre 5 : « Keynes's Early Lectures », p. 689–783). Ils prouvent la forte influence que Marshall exerçait à l'origine sur la pensée de Keynes, bien que les circonstances – le poste de maître de conférences étant financé par Marshall, au sein du département d'économie du King's College dont il était certainement le membre le plus influent, et à une époque où la théorie marshallienne est dominante dans le monde académique britannique – peuvent en partie expliquer les références répétées aux travaux de Marshall dans ces cours magistraux.

L'une des principales sources d'inspiration de ces cours est le témoignage (*Evidence*) donné par Marshall en 1887, et réimprimé en 1888, à la *Royal Commission on the Values of Gold and Silver*, qui était chargée de délibérer sur les variations relatives que connaissaient à l'époque l'or et l'argent, et donc sur les avantages et inconvénients d'un système monétaire bimétallique. De fait, Keynes reprend intégralement dans son cours d'introduction la définition de la monnaie donnée par Marshall à cette occasion :

*Marshall* :-

I myself use the term currency to include everything which passes from hand to hand as a means of purchasing, without requiring any special or trade knowledge on the part of those who handle it. (Keynes, 1910a, p. 691)

L'*Evidence* est par ailleurs citée ou simplement donnée en référence à de nombreuses reprises<sup>4</sup> et est présente dans chacune des bibliographies de référence données aux étudiants de 1910 à 1914 (Keynes, 1910b, p. 692, 725 et 727). Ces différentes citations et références interviennent presque systématiquement en lien avec l'existence d'un

---

4. Par exemple, Keynes (1910a, p. 693, 715, 719) et Keynes (1910b, p. 728, 755).

## 1.1. GESTION DE LA MONNAIE EN TANT QUE DEVISE ET FLUCTUATIONS DE PRIX : L'INSPIRATION MARSHALLIENNE ET LA POLÉMIQUE DU RETOUR À L'ÉTALON-OR

---

étalon-or en Angleterre et dans le reste du monde, et ses conséquences sur le système monétaire et bancaire du pays. Plus précisément, la question principale posée dans ces cours est celle des origines, ou des déterminants, de la « valeur de la monnaie » (*value of money*), dont Keynes donne une définition<sup>5</sup> s'appliquant précisément au cas de l'étalon-or :

The value of money is measured by the 'general level of prices'; and to say that prices are high is exactly the same as to say that the value of money is low; to say that gold prices have risen is the same thing as to say that gold has depreciated in value. (Keynes, 1910a, p. 693)

Il est vrai que dans le cadre d'un système international d'étalon-or, l'offre de monnaie par la banque centrale d'un pays devrait avoir un rapport plus ou moins constant à la quantité d'or détenu en réserves par ladite banque. C'est d'autant plus le cas que l'or est également un étalon monétaire à l'intérieur du pays, et joue donc le rôle de monnaie (par exemple sous forme de pièces). Cependant, même dans le cas où l'or ne circule pas physiquement dans le pays au motif de monnaie, la convertibilité des pièces et billets de banque centrale en or doit être assurée dans un système d'étalon-or, ce qui explique que la contrainte des réserves d'or détenues par la banque centrale s'applique également à ce cas.

Le problème d'un tel système est que l'or agit à la fois comme unité de compte (et moyen universel de paiement) à l'intérieur du pays, et comme facteur d'équilibrage de la balance extérieure du pays, au sens où un déficit extérieur se traduit nécessairement par une sortie d'or hors des réserves de la banque centrale vers le pays étranger crédeur (et inversement dans le cas d'un excédent extérieur). Or, le maintien d'un système international d'étalon-or requiert une stabilité minimale de la parité des devises de chaque pays-membre par rapport à l'or, ce qui est impossible si d'importants flux d'or circulent en permanence entre les banques centrales au gré des excédents et déficits extérieurs successifs de chaque pays. Dans un article de l'édition de 1931 de *The Encyclopaedia of Social Sciences*<sup>6</sup>, Keynes explique que :

---

5. La définition apparaît juste après un passage qui fait l'apologie de Marshall et de ses travaux sur la théorie quantitative de la monnaie : « The best and clearest statements of the [quantity] theory are to be found in Professor Marshall's evidence before the Gold and Silver Commission of 1888 and the Indian Currency Com<sup>ee</sup> of 1899. » (Keynes, 1910a, p. 693)

6. Même si l'article a été publié à une date ultérieure à la période dont nous faisons l'étude dans cette première partie de la thèse, il nous paraît justifié de nous y référer pour deux raisons. Premièrement, le texte a été soumis à l'éditeur en février 1930 (Keynes, 1983a, p. 420, note 2), plusieurs mois avant la publication du *Treatise on Money* qui est le dernier ouvrage du « premier

## 1.1. GESTION DE LA MONNAIE EN TANT QUE DEVISE ET FLUCTUATIONS DE PRIX : L'INSPIRATION MARSHALLIENNE ET LA POLÉMIQUE DU RETOUR À L'ÉTALON-OR

---

[...] a central bank which adheres to an international gold standard must regard the maintenance of the gold value of its money as its primary objective ; any secondary objectives which it may desire to pursue simultaneously must necessarily be limited in duration and in degree, except in so far as one bank is powerful enough or persuasive or influential enough for its behaviour or its admonitions to influence the action of the other central banks belonging to the same international gold standard system. In an international system the attainment of objectives other than gold parity, such as the stability of prices, of incomes, of employment, or of stock market values, must largely depend not on the isolated behaviour of a single central bank but on the average behaviour of all the central banks of the system, each contributing its quota to the final result. (Keynes, 1931b, p. 426)

Ceci implique qu'il y a un lien très fort entre la gestion de la monnaie comme devise dans le cadre d'un système international d'étalon-or, et la conduite des politiques monétaires (c'est-à-dire, à cette époque, principalement la détermination du volume de monnaie en circulation dans le pays). Ces politiques doivent en effet être menées prioritairement de manière à stabiliser la valeur extérieure de la monnaie – son taux de change, donc sa parité à l'or – en favorisant un équilibre extérieur, y compris au prix d'un déséquilibre intérieur ; elles ne sont pas supposées avoir pour vocation de régler des problèmes tels que l'inflation (ou la déflation) et le chômage, du moins tant que cela ne va pas de paire avec la stabilisation de la situation extérieure du pays.

Les conditions monétaires d'une économie dépendent donc des objectifs que s'assigne sa banque centrale en termes de réserves d'or. Par exemple, si elle désire accroître ses réserves afin de maintenir la parité de sa devise, elle doit se résoudre à limiter, voire à diminuer, la masse monétaire. En effet, afin de générer un afflux d'or dans les réserves, l'une des stratégies possibles consiste à attirer des investissements étrangers dans le pays. A cette fin, le relèvement du taux d'intérêt directeur à un niveau plus élevé est un instrument efficace pour promouvoir ces investissements étrangers ; mais il correspond également à une politique de restriction du crédit, puisqu'une hausse du taux d'intérêt directeur se traduit presque systématiquement par

---

Keynes ». Deuxièmement, les idées qui y sont développées sont très similaires à celles présentes dans des écrits du début des années 1920, notamment du *Tract*.

## 1.1. GESTION DE LA MONNAIE EN TANT QUE DEVISE ET FLUCTUATIONS DE PRIX : L'INSPIRATION MARSHALLIENNE ET LA POLÉMIQUE DU RETOUR À L'ÉTALON-OR

---

une hausse des taux d'intérêt pratiqués par les banques de second rang émettrices de crédit, et donc de monnaie scripturale. Une baisse du montant total de crédit accordé dans l'économie est à attendre d'une telle mesure, ne serait-ce que parce que la hausse du taux d'intérêt représente une hausse du coût de l'emprunt pour les investisseurs nationaux potentiels, qui vont donc réduire leur demande de crédit ; l'offre s'ajustant à la demande, ceci entraîne une baisse du volume des crédits.

Le crédit est ainsi le principal canal par lequel les décisions de la banque centrale à propos de la situation extérieure du pays (identifiée par la valeur-or de la devise) se diffuse à l'intérieur du pays. C'est pourquoi Keynes explique dans l'un de ses cours de théorie monétaire de 1912–1913 que :

Businessmen appear to doubt what they report as the doctrine of the economists because they have not analysed their experience and do not see *how* an alteration in the volume of currency can affect prices. Or because they are considering short periods, for which the influence of fluctuations of credit is so much stronger than that of fluctuations with supply of money proper, as to obscure its influence. (Keynes, 1910b, p. 730–731)

Ce qu'il entend par « doctrine » est probablement la théorie quantitative de la monnaie, et les récents développements qu'elle connaît alors avec Fisher, qui était dominante au sein des économistes britanniques et à laquelle l'auteur était lui-même particulièrement attaché<sup>7</sup>. La lecture de l'ouvrage de Fisher et Brown (1911) a d'ailleurs probablement renforcé cette conviction, et influencera sa pensée monétaire au moins jusqu'à la fin des années 1920, aussi bien dans l'écriture du *Tract* que du *Treatise on Money*.

---

7. Keynes affirme dans le *Tract* que « this [quantity] theory is fundamental. Its correspondence with fact is not open to question », et continue en citant Pigou pour qui cette théorie est un outil « for enabling us to bring together in an orderly way the principal causes by which the value of money is determined. » (Keynes, 1923, p. 61)

## 1.2 De Marshall à Fisher, la conception quantitative de la monnaie dans les ouvrages de jeunesse de Keynes

Au cours de l'ensemble de sa carrière d'économiste, Keynes a développé un intérêt particulier pour les évolutions de la théorie monétaire en-dehors de la sphère britannique (et surtout cambridgienne), d'abord aux Etats-Unis avec la découverte des travaux de Fisher sur l'équation quantitative de la monnaie, puis en Allemagne et dans l'Europe de l'Est et du Nord. Il est vrai qu'il a assuré la fonction de rédacteur en chef de l'*Economic Journal*, l'une des principales revues économiques britanniques de l'époque, depuis 1911 jusqu'à sa mort en 1946 ; cette position lui a permis de lire et de publier de nombreux articles résumant ou traduisant certains articles ou ouvrages en langue étrangère qui présentaient une avancée dans le champ de la théorie économique en général, quand il n'en signait pas lui-même la revue ou la critique . Il a ainsi pu se familiariser avec les travaux d'auteurs qui n'étaient pas encore publiés au Royaume-Uni et qui ont influencé sa propre évolution intellectuelle.

Parmi ceux-ci, Fisher et Wicksell sont les plus importants en matière d'économie monétaire<sup>8</sup>. Nous choisissons de nous concentrer dans cette première partie de la thèse sur l'influence de Fisher sur Keynes, qui est la plus importante pour la période qui nous intéresse spécifiquement. Elle a notamment guidé les réflexions de l'auteur dans le premier de ses trois grands ouvrages théoriques, le *Tract*, qui repose fondamentalement sur une conciliation de la formalisation de la théorie générale adoptée par Fisher et la réinterprétation de cette théorie par l'école marshalienne de Cambridge. Nous préférons reporter la discussion de l'influence de Wicksell sur Keynes dans la seconde partie de la thèse, car elle s'est exercée essentiellement à partir de la fin des années 1920, et a plutôt guidé les réflexions de l'auteur dans son second ouvrage théorique, le *Treatise*, dont nous estimons qu'il n'appartient plus aux « ouvrages de jeunesse ».

Le principal apport que l'histoire de la macroéconomie a retenu de Fisher est sa formalisation de la théorie quantitative de la monnaie, une théorie aux fondements anciens dont on peut remonter les traces jusqu'aux écrits de Nicolas Copernic et

---

8. A propos de l'importance de Fisher dans l'évolution de la macroéconomie monétaire, mais aussi son influence sur les propres avancées offertes par Keynes en la matière, se référer notamment à l'article de Dimand (1995).

## 1.2. DE MARSHALL À FISHER, LA CONCEPTION QUANTITATIVISTE DE LA MONNAIE DANS LES OUVRAGES DE JEUNESSE DE KEYNES

---

Jean Bodin au XVI<sup>e</sup> siècle. L'idée maîtresse de cette théorie est que la variation des prix s'explique essentiellement – si ce n'est exclusivement – par la variation de la masse monétaire. En conséquence Fisher propose de représenter arithmétiquement cette théorie sous la forme d'une équation unique :  $MV = PT$ , où  $M$  représente la quantité totale de monnaie en circulation dans l'économie,  $V$  la vitesse de circulation de la monnaie<sup>9</sup>,  $P$  le niveau général des prix et  $T$  le volume des transactions qui ont été réalisées dans l'économie au cours d'une période donnée (Fisher et Brown, 1911, p. 24–27). S'ajoutent à cette équation au moins deux hypothèses : tout d'abord, la vitesse de circulation est supposée constante à long terme, car elle reflète les habitudes et les comportements monétaires des agents qui dépendent de facteurs sociaux et techniques relativement stables dans le temps et supposés parfaitement stabilisés à long terme (Fisher et Brown, 1911, p. 152–153) ; ensuite, le volume des transactions est également supposé constant à long terme, car il est déterminé par des facteurs techniques et par la quantité de ressources naturelles disponibles, qui sont stables à long terme (Fisher et Brown, 1911, p. 155). Par conséquent, à long terme – qui est l'horizon temporel choisi et préféré par Fisher – les variables  $V$  et  $T$  sont constantes, de sorte que seules  $M$  et  $P$  peuvent évoluer. Dès lors, il est évident que « the normal effects of an increase in the quantity of money is an exactly proportional increase in the general level of prices » (Fisher et Brown, 1911, p.157).

Il faut noter qu'implicitement, la quantité de monnaie en circulation dans l'économie est dans ce cadre conditionnée par la quantité d'or dans les réserves de la banque centrale, car ce que Fisher entend par « monnaie » correspond en fait strictement à la monnaie banque centrale, c'est-à-dire aux pièces et billets. La monnaie scripturale ne fait pas partie de la monnaie à proprement parler (« actual money » (Fisher et Brown, 1911, p. 45)), mais *s'apparente* à de la monnaie en ce qu'elle est un instrument facilitant les échanges. C'est pourquoi il propose d'amender l'équation quantitative simple en distinguant les espèces et les dépôts en compte chèque auprès des banques commerciales. Réservant les variables  $M$  et  $V$  à la monnaie banque centrale, il introduit les variables  $M'$  et  $V'$  pour désigner le total des dépôts en comptes courants et la vitesse de circulation de ces dépôts. Il en déduit alors que  $MV + M'V' = PT$ . L'hypothèse sur la stabilité de la vitesse  $V$  étant extensible à la vitesse  $V'$ , et étant donné que  $T$  est supposé constant à long terme, alors le niveau

---

9. Nous définissons la vitesse de circulation de la monnaie de façon standard comme le nombre de transactions au cours desquelles une même unité de monnaie (une pièce, un billet par exemple) a été utilisée pour en effectuer le paiement au cours d'une période donnée (un mois, un an, etc.).

## 1.2. DE MARSHALL À FISHER, LA CONCEPTION QUANTITATIVISTE DE LA MONNAIE DANS LES OUVRAGES DE JEUNESSE DE KEYNES

---

de prix ne peut varier que suite à une variation dans le même sens de  $M$  ou de  $M'$  ou des deux variables simultanément. Cette conclusion est encore simplifiée en introduisant l'hypothèse – fondée sur une évidence empirique selon Fisher – qu'un doublement de la masse monétaire « (1) will normally double deposits subject to check in the same ratio, and (2) will not appreciably affect either the velocity of circulation of money or of deposits or the volume of trade » (Fisher et Brown, 1911, p. 156). Dès lors, une variation de la masse monétaire au sens strict (les espèces) entraîne une variation de même ampleur du volume du crédit, et donc une variation de même ampleur du niveau général des prix.

L'influence des travaux de Fisher sur ceux de Keynes est précoce dans le parcours intellectuel de ce dernier. Keynes a signé, dans le numéro de septembre 1911 de l'*Economic Journal*, la revue du *Purchasing Power of Money* paru la même année. La revue débute par un bref résumé de la thèse principale du livre, mettant moins en avant la version formalisée de l'équation quantitative que les mécanismes concrets reliant la masse monétaire (comprise comme la quantité d'or monétaire en circulation) au niveau général des prix :

Let us begin by assuming a slight initial disturbance such as would be produced by an increase in the quantity of gold. *This, through the equation of exchange, will cause a rise of prices.* As prices rise, profits of businessmen, measured in money, will rise also, because the rate of interest which they have to pay will not adjust immediately. Consequently they are encouraged to expand their business by increasing their borrowings. These borrowings are mostly in the form of short-time loans from banks; and short-time loans engender deposits. This extension of deposit currency tends further to raise the general level of prices, just as the increase of gold raised it in the first place. Further, the rise in prices will accelerate the circulation of money. Evidently the expansion coming from this cycle of causes cannot proceed for ever. The check upon its continued operation lies in the rate of interest. The rise of interest, though belated, is progressive, and, as soon as it overtakes the rate of rise in prices, the whole situation is changed. (Keynes, 1911, p. 376)

Bien qu'il reconnaisse tout au long de la revue, ainsi que dans des articles et ouvrages ultérieurs ou dans sa correspondance privée, son admiration pour le travail effectué par l'économiste américain, Keynes prend immédiatement une attitude cri-

## 1.2. DE MARSHALL À FISHER, LA CONCEPTION QUANTITATIVISTE DE LA MONNAIE DANS LES OUVRAGES DE JEUNESSE DE KEYNES

---

tique quant aux explications fournies par Fisher concernant l'importance de la causalité entre les variations du volume d'or monétaire et les fluctuations de prix. Plus précisément il estime que :

as an account of the manner in which new gold affects prices, the above seems to me incomplete and inadequate. It partially explains how, *when* prices have been raised by new gold, equilibrium is reached again. But Professor Fisher never explains clearly *how* new gold raises prices *in the first instance*, and is content with showing by the quantity theory that new gold *must* raise them somehow. (Keynes, 1911, p. 377)

Il ajoute que :

Professor Fisher neglects altogether this first stage of the process, and seems to suggest that, when new gold has been issued, prices rise automatically by a sort of natural magic. As an account of the *subsequent* stages, Professor Fisher's theory, though possibly expounded too emphatically from the standpoint of interest, can be accepted. But one important cause of the reaction he neglects—namely, the flow of gold *out of* the banks—thus reducing their willingness to lend—for use in the payment of wages and for retail purchases, upon the money cost of which the rise of business profits and of wholesale prices must eventually react. This is an extremely vital factor in the situation.<sup>10</sup> (Keynes, 1911, p. 377)

Les deux économistes ne diffèrent donc pas tant sur l'existence d'un effet mécanique de la variation de la masse monétaire sur le niveau général des prix, que sur l'enchaînement effectif des événements conduisant d'un changement dans les réserves en or du pays à un changement de prix.

L'élément central de cet enchaînement selon Keynes est le système bancaire car il endosse une multiplicité de rôles. Les banques de second rang ne doivent pas être réduites à leur rôle de créateur de monnaie scripturale (tout comme la banque centrale ne devrait selon lui pas être réduite à la gestion de la monnaie liquide ou de l'or monétaire), mais assure également la collecte de l'épargne et sa redistribution sous la forme du financement des investisseurs privés et des entrepreneurs. Dès lors, c'est le système bancaire dans son ensemble qui régule l'allocation des fonds disponibles aux investisseurs potentiels :

---

10. Fisher finira par répondre à Keynes en proposant une explication de la façon dont l'augmentation du volume d'or entraîne une augmentation des prix ; voir Dimand (1995).

## 1.2. DE MARSHALL À FISHER, LA CONCEPTION QUANTITATIVISTE DE LA MONNAIE DANS LES OUVRAGES DE JEUNESSE DE KEYNES

---

on account of the influx of new gold, which strengthens their reserves, bankers lend more freely ; it is this ease of borrowing which *first* induces merchants and speculators to increase their purchases, and it is this increased demand on their part which raises the level of prices. (Keynes, 1911, p. 377)

Le volume de crédit accordé aux « merchants and speculators », c'est-à-dire aux investisseurs en général sans distinction entre l'investissement productif et l'investissement financier, dépend principalement de deux facteurs. Le premier est l'existence d'un ratio minimum de monnaie liquide (ou d'or monétaire) détenu en réserve par chacune des banques, défini par la loi ; ce ratio agit comme une limite au multiplicateur de crédit et donc à la création de nouvelle monnaie scripturale lorsque la banque centrale décide de restreindre le volume de monnaie liquide (ou d'or) en circulation. Le second facteur est le taux d'intérêt directeur fixé par la banque centrale, qui conditionne grandement le taux auquel les banques de second rang peuvent rémunérer l'épargne et prêter aux investisseurs potentiels. Il n'est pas inconcevable qu'une banque puisse définir son taux d'intérêt à un niveau inférieur à celui du taux directeur, puisque celui-ci ne contraint pas légalement les banques privées ; cependant, puisque les banques de second rang ont régulièrement besoin de se refinancer, au taux directeur, elles sont de manière générale incitées à fixer leurs propres taux d'intérêts à un niveau au moins égal afin d'éviter les pertes. En conséquence, « central bank control of the basis of the credit in the shape of cash and reserve money operates on the economic system not directly but through its influence on the total volume of credit created by the member banks belonging to the monetary system » (Keynes, 1931b, p. 425). Le contrôle du crédit permet ainsi à la banque centrale de rendre le crédit, c'est-à-dire la monnaie scripturale, moins facile et moins « gratuite » (au sens où en l'absence de mesures de ce type, la monnaie scripturale est « free to create » (Keynes, 1931b, p. 425) pour les banques de second rang, car elle ne procède que de jeux d'écriture) et donc d'ajuster la masse monétaire totale, monnaie liquide et monnaie scripturale à la fois, à sa propre politique monétaire.

Le mécanisme de diffusion d'une variation du volume d'or dans l'économie apparaît donc plus complexe, car une telle variation provoque un changement dans le volume de monnaie liquide et un changement dans le volume du crédit, mais sans garantie (sauf à supposer un contrôle du crédit très important) que le second ne vienne pas tempérer le premier. La méthode adoptée par Fisher, qui repose sur la

### 1.3. LE *TRACT ON MONETARY REFORM*, UNE PREMIÈRE THÉORISATION À DES FINS POLITIQUES

---

condition selon laquelle les variations du volume du crédit sont corrélées aux variations de la quantité d'or, devient caduque à partir du moment où l'économie quitte le système de l'étalon-or, comme c'est le cas de la plupart des pays européens dans l'après-Première Guerre Mondiale.

Keynes en vient ainsi à conclure dans le *Tract* que « Professor Fisher's method may be adapted to deal with long-period trends in the value of gold but not with the, often more injurious, short-period oscillations of the credit cycle. » Keynes (1923, p. 148) Il est vrai que les hypothèses posées par Fisher sur la stabilité de la vitesse de circulation  $V$  (et  $V'$ ) et du volume des transactions  $T$  ne sont valables qu'à long terme. Or, ce sont précisément ces hypothèses qui permettent de déduire de l'équation quantitative la conclusion qu'une variation de la masse monétaire entraîne une variation de même ampleur des prix. Ce mécanisme d'un ajustement simple des prix à la quantité de monnaie en circulation ne permet donc pas de rendre correctement compte des phénomènes de court terme ; plus précisément, il est avancé dans le *Tract* que : « it is characteristic of the impetuosity of the credit cycle that price movements tend to be cumulative, each movement promoting, up to a certain point, a further movement in the same direction » Keynes (1923, p. 148). En d'autres termes, l'analyse de Fisher ne serait pas adaptée pour expliquer les phases d'inflation et de déflation très fortes qu'une économie peut connaître à court ou moyen terme.

De fait, le *Tract* est l'occasion pour Keynes de non seulement effectuer ce déplacement, mais aussi de le défendre activement auprès des autorités monétaires ; il s'agit également pour lui de formaliser plus complètement les idées développées dans l'article de 1911 en ouvrant de nouvelles perspectives quant au rôle que doit jouer le système bancaire.

### 1.3 Le *Tract on Monetary Reform*, une première théorisation à des fins politiques

Même si l'*Indian Currency and Finance* (1913) et *The Economic Consequences of the Peace* (1919) ont été les deux premières publications économiques de Keynes, le *Tract* est le premier ouvrage à introduire une dimension théorique au milieu des considérations empiriques et politiques qui marquaient les deux précédents, ainsi que la plupart de ses articles consacrés à l'économie et à la politique monétaire dans

### 1.3. LE *TRACT ON MONETARY REFORM*, UNE PREMIÈRE THÉORISATION À DES FINS POLITIQUES

---

les années 1910 et au début des années 1920. A ce titre, le *Tract* peut être considéré comme un résumé en même temps qu'un approfondissement de ces articles<sup>11</sup>, puisque quatre des cinq Chapitres dont il est composé correspondent d'une part à un état des lieux de la situation économique et monétaire en Europe et dans le monde en 1922, et d'autre part à une succession de recommandations quant aux politiques à mettre en œuvre pour remédier aux problèmes (notamment d'inflation) engendrés par cette situation.

Cependant, le Chapitre 3 du *Tract* – en position centrale dans le déroulement de l'argumentaire, donc – propose une version remaniée de la théorie quantitative de la monnaie, ou plus exactement de l'équation quantitative de Fisher, dans le but d'appuyer les propositions de réforme politique sur des fondations théoriques largement acceptées au sein des économistes de l'époque<sup>12</sup>. Tout comme Fisher, Keynes raisonne essentiellement en termes de pouvoir d'achat de la monnaie, expliquant que « what the public wants is not so many ounces or so many square yards or even so many £ sterling of currency notes, but a quantity sufficient to cover a week's wages, or to pay the bills, or to meet their probable outgoings on a journey or a day's shopping » (Keynes, 1923, p. 62). Il faut souligner que cette conception de la monnaie est dans la droite lignée de la tradition classique et néo-classique, incarnée par Jean-Baptiste Say et sa vision de la monnaie comme un voile jeté sur les échanges. La monnaie n'est pas véritablement demandée pour elle-même – même si elle fait l'objet d'une demande spécifique et explicite de la part des agents, comme indiqué dans la première partie de la citation – mais est demandée pour satisfaire un ensemble de besoins à travers des transactions. La demande de monnaie (au sens large) peut donc être exprimée comme une relation dépendant de la quantité de biens de consommation, ou plus simplement d'unités de consommation (*consumption unit*).

Par conséquent, l'approche théorique de la monnaie dans le *Tract* se fonde principalement sur la théorie quantitative de la monnaie dans sa forme la plus standard :

Let us [...] assume that the public require to hold an amount of money

---

11. Patinkin (1976b) estime par exemple que « the *Tract* is not really a book, but a short and somewhat unsystematic revision and elaboration of the series of articles on postwar economic policy that Keynes first published in 1922 in the "Reconstruction Supplements" of the *Manchester Guardian Commercial*. » (Patinkin, 1976b, p. 11)

12. Il s'agirait d'après Patinkin de la principale valeur ajoutée de l'ouvrage en comparaison des précédents écrits de l'auteur : « the brief, formal presentation of monetary theory that appears in the *Tract* [...] is part of the material that Keynes added to these articles in making up the book. » (Patinkin, 1976b, p. 11)

### 1.3. LE *TRACT ON MONETARY REFORM*, UNE PREMIÈRE THÉORISATION À DES FINS POLITIQUES

---

having a purchasing power over  $k$  consumption units. Let there be  $n$  currency notes or other forms of cash in circulation with the public, and let  $p$  be the price of each consumption unit (i.e.  $p$  is the index number of the cost of living), then it follows from the above that  $n = pk$ . This is the famous quantity theory of money. So long as  $k$  remains unchanged,  $n$  and  $p$  rise and fall together [...]. (Keynes, 1923, p. 62–63)

Cette forme simple de l'équation quantitative n'est en rien différente de l'équation « simple » de Fisher : les deux auteurs identifient  $p$  comme le niveau de prix des biens échangés ;  $n$  correspond à  $M$ , la quantité moyenne de monnaie en circulation dans la communauté, dans la notation du *Purchasing Power of Money*. Enfin, bien que Keynes ne le pose pas explicitement dans sa définition formelle des variables de l'équation, nous pouvons supposer que  $k$  correspond au rapport entre deux variables de l'équation de Fisher, à savoir  $Q$  (la quantité de biens achetés) au numérateur et  $V$  (la vitesse de circulation de la monnaie) au dénominateur. En effet, il est avancé que « the amount of *purchasing power* which it suits them [the public] to hold or to carry about [...] depends partly on their wealth, partly on their habits » (Keynes, 1923, p. 62). Or, les habitudes des agents en matière d'usage de la monnaie sont les suivantes : « whether their income is paid them weekly or monthly or quarterly, whether they pay cash at shops or run accounts, whether they deposit with banks, whether they cash small cheques at shorter intervals or larger cheques at longer intervals » (Keynes, 1923, p. 62). En d'autres termes, les habitudes des agents déterminent implicitement la vitesse de circulation de la monnaie. C'est pourquoi la quantité  $k$  de monnaie détenue pour financer l'achat de biens de consommation dépend non seulement de la quantité de biens échangés ( $Q$  selon la terminologie de Fisher), mais aussi de la vitesse de circulation de la monnaie ( $V$ ).

Une première différence peut néanmoins être soulignée entre les deux auteurs. Pour construire son équation quantitative, Fisher procède par agrégation. Le produit  $MV$  est supposé égal à la somme des produits  $pQ$  pour chacun des types de biens en circulation dans l'économie, de sorte que l'équation s'écrit initialement «  $MV = pQ + p'Q' + p''Q'' + \text{etc.}$  », où  $p$  et  $Q$  sont par exemple respectivement le prix et la quantité de pain,  $p'$  et  $Q'$  respectivement ceux du charbon,  $p''$  et  $Q''$  ceux des vêtements (Fisher et Brown, 1911, p. 25). Ce n'est que par agrégation que l'on peut poser que  $MV = \sum_{p,Q} pQ$ . En supposant que  $P$  est une moyenne pondérée des prix de chaque type de bien (c'est-à-dire le niveau général des prix), et que

### 1.3. LE *TRACT ON MONETARY REFORM*, UNE PREMIÈRE THÉORISATION À DES FINS POLITIQUES

---

$T$  correspond à la somme des quantités  $Q$  de biens, alors on peut poser :  $MV = PT$ , l'équation quantitative de la monnaie au niveau macroéconomique. Keynes, au contraire, considère immédiatement le niveau agrégé de la relation, sans chercher à déterminer les dynamiques d'ajustement interne des prix et des quantités entre les différents types de biens en circulation dans l'économie. Même s'il ne s'en justifie pas dans le *Tract*, nous pouvons interpréter cela comme une différence d'objectifs plus que de méthodologie. Contrairement à Fisher, Keynes n'a aucunement l'ambition de quantifier les différentes variables pour établir empiriquement la relation ; le Chapitre 3 du *Tract* a pour unique visée de poser « the theoretical foundations for the practical suggestions of the concluding chapters » (Keynes, 1923, p. 61). La formalisation proposée à cette occasion n'est donc pas l'objectif premier de ce Chapitre, mais un objectif secondaire offrant un outil analytique facile à appréhender pour établir un raisonnement au fondement des recommandations de politique monétaire.

La seconde différence entre les deux formalisations répond précisément à cet objectif secondaire. Regrettant que « most academic treatises on monetary theory have been based, until lately, on so firm a presumption of a gold standard régime » (Keynes, 1923, p. 61), y compris l'analyse fondatrice de Fisher, l'auteur propose de l'adapter aux évolutions modernes du comportement monétaire des agents. Plus précisément, son principal reproche est qu'il sous-estime « the fact that the public, including the business world, employ for the same purpose bank deposits and overdraft facilities » (Keynes, 1923, p. 63). Comme nous l'avons démontré, Fisher fait l'hypothèse simplificatrice que les variations du volume des dépôts en comptes courants suivent strictement celles du volume des espèces en circulation dans l'économie, et donc implicitement le volume des réserves en or de la banque centrale ; dans ce contexte, le système bancaire (à l'exception de la banque centrale) n'a qu'un rôle passif à jouer, et n'a aucune influence sur le niveau général des prix. Par ailleurs, il est supposé que la vitesse de circulation est constante, et que la variation de la masse monétaire au sens large (comptes courants inclus) n'a aucun impact sur la vitesse de circulation ; si cela est valable à long terme, Keynes estime que ce ne l'est plus à court terme, ce qui explique que la théorie de Fisher échouerait à rendre compte des phénomènes de cycles inflationnistes et déflationnistes de court terme.

L'auteur retient donc deux voies d'amélioration possible de l'équation quantitative : d'une part, l'introduction d'une vitesse de circulation variable à court terme ; d'autre part, la prise en compte d'un rôle actif du système bancaire. Pour ce faire,

### 1.3. LE *TRACT ON MONETARY REFORM*, UNE PREMIÈRE THÉORISATION À DES FINS POLITIQUES

---

il propose une reformulation de la seconde équation de Fisher :

the public, including the business world, find it convenient to keep the equivalent of  $k$  consumption in cash and of a further  $k'$  available at their banks against cheques, and that the bank keep in cash a proportion  $r$  of their potential liabilities ( $k'$ ) to the public. Our equation then becomes

$$n = p(k + rk')$$

(Keynes, 1923, p. 63)

La variable  $k'$  est l'équivalent de la variable  $k$ , la première étant la quantité de monnaie scripturale nécessaire à l'acquisition de la quantité de biens de consommation que les agents souhaitent (conformément à leurs habitudes) payer en monnaie scripturale, tandis que la seconde est la quantité d'espèces (ou monnaie banque centrale) nécessaire à l'acquisition de la quantité de biens de consommation que les agents souhaitent acheter au moyen d'espèces. Comme le note Keynes, « the proportion between  $k$  and  $k'$  depends on the banking arrangements of the public ; the absolute value of these on their habits generally » ; ces deux variables évoluent donc lorsque la vitesse de circulation de la monnaie est modifiée. Par convention, en retenant notre interprétation de  $k$  et  $k'$ , nous pouvons donc noter que :

$$k = \frac{T_c}{V_c} \tag{1.1}$$

$$k' = \frac{T_{bm}}{V_{bm}} \tag{1.2}$$

où  $T_c$  et  $T_{bm}$  représentent respectivement la quantité de biens de consommation demandés que les agents souhaitent acheter par espèces (*cash*) et ceux qu'ils souhaitent acheter au moyen de chèques ou d'autres formes de monnaie scripturale (*bank money*) ; et où  $V_c$  et  $V_{bm}$  sont les vitesses de circulation associées à ces deux formes de monnaie.

La seconde nouvelle variable introduite par Keynes est le taux  $r$  d'espèces détenues par les banques de second rang en contrepartie des dépôts sur comptes des agents. Il représente ce qui est communément appelé le taux de réserves obligatoires, qui est de nos jours généralement fixé par la banque centrale pour limiter le pouvoir de création monétaire des banques commerciales (supposé illimité *a priori* puisque procédant d'un simple jeu d'écriture), mais qui dans les années 1920 étaient encore

### 1.3. LE *TRACT ON MONETARY REFORM*, UNE PREMIÈRE THÉORISATION À DES FINS POLITIQUES

---

du ressort des banques elles-mêmes.

Par conséquent, la nouvelle version de l'équation quantitative proposée par Keynes n'en est qu'une amélioration à travers la complexification des moyens de paiement à la disposition des agents. Alors que Fisher préfère décomposer la relation en fonction des types de biens consommés et des prix qui leur sont associés, Keynes préfère insister sur les modalités effectives de recours à l'outil monétaire dans le cadre des échanges. Néanmoins, la conclusion principale des deux auteurs est la même, toujours dans la continuité de la tradition classique et néo-classique : « So long as  $k$ ,  $k'$ , and  $r$  remain unchanged, we have the same result as before, namely  $n$  and  $p$  rise and fall together. » (Keynes, 1923, p. 63) Il ne s'agit à cet égard que de poursuivre le même type de raisonnement que Fisher : ce n'est que sous certaines hypothèses que le mécanisme simpliste liant variations de la quantité de monnaie en circulation et fluctuations des prix est valable. En l'occurrence, il faut supposer, comme dans le *Purchasing Power of Money*, que le volume des transactions et la vitesse de circulation sont stables, ce qui implique une stabilité de  $k$  et de  $k'$  tant dans leurs valeurs absolues que dans leur proportion relative ; il faut également supposer une stabilité du taux de réserves obligatoires, dont la fluctuation entraînerait nécessairement un ajustement à la hausse ou à la baisse de  $k$  et de  $k'$  à quantité de monnaie donnée. Ce n'est que lorsque ces deux conditions sont remplies que le mécanisme classique associant quantité de monnaie en circulation et niveau général des prix est vérifié. En revanche, si  $k$  et  $k'$  ne sont pas constants – ce qui, comme nous le démontrerons dans le chapitre 3, serait selon Keynes la caractéristique des cycles du crédit – alors ce mécanisme n'est plus valable, et le système monétaire et bancaire doit s'ajuster en conséquence.

L'équation quantitative proposée au Chapitre 3 du *Tract* n'est donc qu'un moyen d'introduire le système bancaire comme agent actif de la gestion de la masse monétaire. D'un côté, la gestion des espèces en circulation est confiée intégralement à la banque centrale, qui est censée garantir l'équivalence entre le volume de monnaie liquide et le volume des réserves en or qu'elle détient, dans le cas d'un système d'étalon-or, avec la possibilité d'utiliser l'or comme instrument de monnaie liquide ; ou bien l'équilibre entre la quantité de monnaie nationale demandée par les résidents et la quantité de monnaie demandée par les étrangers au titre de devise, dans le cas de parités flexibles ou d'un appariement à un autre actif que l'or. De l'autre, les banques de second rang émettent de la monnaie scripturale à travers la création

### 1.3. LE *TRACT ON MONETARY REFORM*, UNE PREMIÈRE THÉORISATION À DES FINS POLITIQUES

---

de comptes bancaires et le recours à l'instrument monétaire correspondant, à savoir les chèques. Elles peuvent donc agir comme un facteur amplificateur de la politique monétaire décidée par la banque centrale, dans le sens où elles peuvent être incitées à augmenter le volume des crédits accordés (et donc de la monnaie scripturale qui y est associée) lorsque la banque centrale annonce augmenter son offre de monnaie centrale ; mais elles peuvent aussi agir comme un facteur atténuant de la politique monétaire si elles sont totalement libres de décider d'une augmentation du volume du crédit alors même que la banque centrale a réduit son offre de monnaie centrale, conduisant donc à une substitution partielle de monnaie liquide par la monnaie scripturale. Cette liberté n'est évidemment pas totale, puisque les banques doivent détenir un montant  $r$  de réserves de monnaie liquide en contrepartie de la création de monnaie scripturale, ce qui devient une contrainte lorsque la banque centrale décide de réduire le volume de monnaie liquide en circulation.

Dans les deux cas, l'objectif principal visé par l'auteur dans cette réécriture de l'équation quantitative est de démontrer que les politiques monétaires ne peuvent plus être décidées de la même manière dans les années 1920 qu'au milieu du XIX<sup>e</sup> siècle, lorsque la monnaie scripturale n'était encore que très secondaire par rapport à la monnaie liquide. Au début du XX<sup>e</sup> siècle, la part de la monnaie scripturale dans la masse monétaire totale était non seulement importante, mais était surtout en forte croissance. Dès lors, si la variation du niveau général des prix dépend de la variation de la masse monétaire, conformément à la théorie quantitative de la monnaie, alors il est nécessaire de tenir compte du rôle des banques de second rang dans la mise en place et l'efficacité des politiques monétaires. De fait :

[...] the price level [...] is governed by a few, definite, analysable influences. Two of these,  $n$  and  $r$ , are under the direct control (or ought to be) of the central banking authorities. The third, namely  $k$  and  $k'$ , is not directly controllable, and depends on the mood of the public and the business world. The business of stabilising the price level, not merely over long periods but so as also to avoid cyclical fluctuations, consists partly in exercising a stabilising influence over  $k$  and  $k'$ , and, in so far as this fails or is impracticable, in deliberately varying  $n$  and  $r$  so as to *counterbalance* the movement of  $k$  and  $k'$ . (Keynes, 1923, p. 68)

La théorie quantitative n'est ainsi plus seulement un moyen d'expliquer la relation entre les prix et la masse monétaire, mais également comme un instrument de poli-

### 1.3. LE *TRACT ON MONETARY REFORM*, UNE PREMIÈRE THÉORISATION À DES FINS POLITIQUES

---

tique monétaire active de lutte contre l'inflation. S'opposant à ceux qu'il considère comme les « old-fashioned advocates of sound money [laying] too much emphasis on the need of keeping  $n$  and  $r$  steady » (Keynes, 1923, p. 69), Keynes s'inquiète de l'apparente inadéquation des positions et ambitions de la Banque d'Angleterre au monde économique nouveau issu de la Première Guerre Mondiale, un monde défini par un changement perpétuel des habitudes monétaires des agents et par de rapides fluctuations des fondamentaux de l'économie, et donc par une succession de phases de croissance (*booms*) et de dépression accompagnées de changements dans les valeurs de  $k$  et  $k'$ . La politique monétaire devrait selon lui ne pas tant s'intéresser à la stabilisation de la masse monétaire – nécessaire à la stabilisation des réserves en or – qu'à la gestion fine de cette masse, pour lutter contre les effets perturbateurs de l'instabilité du niveau général des prix. En d'autres termes, le but ultime d'une banque centrale devrait être la stabilisation de la valeur de la monnaie plus que celle du volume de monnaie en circulation.

L'auteur était fondamentalement convaincu que les autorités monétaires sont, ou du moins devraient être, capables de contrôler toutes les variables monétaires à travers les divers instruments dont elles devraient, selon lui, être en mesure de posséder et d'employer. En dépit de l'évolution de ses positions aussi bien théoriques qu'empiriques, notamment à la suite de la publication du *Treatise* en 1930, cette conviction reste au cœur de ses recommandations en termes de politique économique au moins jusqu'à la fin des années 1930<sup>13</sup>. Par exemple, dans une contribution à l'*Encyclopaedia of Social Sciences* définissant l'expression « Credit control » (contrôle du crédit), qui date de 1931 mais dont les principales idées sont similaires à celles présentes dans les ouvrages de jeunesse, il affirme que :

A central bank, which is free to govern the volume of cash and reserve money in its monetary system by the joint use of bank rate policy and open-market operations, is master of the situation and is in a position to control not merely the volume of credit but the rate of investment, the level of prices and in the long-run the level of incomes, provided that the objectives it sets before itself are compatible with its legal obligations,

---

13. Dans le Chapitre 12 de son essai, Patinkin (1976a) démontre que cette conviction est l'un des traits communs des trois ouvrages théoriques de Keynes, bien que dans les détails elle connaisse certains changements entre le *Tract* et le *Treatise*, puis entre le *Treatise* et la *Théorie Générale*. Il considère ainsi que le *Tract* adopte une approche plus « pragmatic and flexible » (Patinkin, 1976b, p. 125) que le *Treatise* qui se révèle « far more dogmatic » (Patinkin, 1976b, p. 126).

### 1.3. LE *TRACT ON MONETARY REFORM*, UNE PREMIÈRE THÉORISATION À DES FINS POLITIQUES

---

such as those relating to the maintenance of gold convertibility or to the parity of the foreign exchanges. (Keynes, 1931b, p. 424–425)

Keynes veut ainsi démontrer qu’une banque centrale ne peut pas – et ne doit pas – se limiter à un simple rôle de régulateur de la quantité de monnaie en circulation dans l’économie. Elle a un rôle actif à jouer dans la détermination du niveau d’activité économique, au moins à long terme par le maintien d’un étalon monétaire dans lequel les agents aient une confiance suffisante pour l’utiliser afin de faciliter leurs échanges, mais aussi probablement à court terme à travers son influence sur le volume du crédit et, partant, de l’activité d’investissement des firmes.

En effet, si la défense des réformes monétaires formulées dans le *Tract* a bien sûr une dimension politique, elle sous-tend un problème plus important dont Keynes prend progressivement conscience à la même époque, à savoir une faiblesse historique de l’effort d’investissement au Royaume-Uni, et même un affaiblissement de cet effort. Ce problème peut se traduire de deux façons, alternativement ou simultanément : d’une part, il y aurait une baisse tendancielle à la capacité d’auto-financement des investissements pour les entreprises (ou les futurs entrepreneurs) ; et d’autre part, il y aurait une réduction du nombre d’opportunités (ou de projets) d’investissement suffisamment rentables pour que les investisseurs aient envie de prendre le risque de les financer. Dans les deux cas, la banque centrale peut – et doit – jouer un rôle important à travers sa politique monétaire. L’objet du chapitre 2 est précisément d’expliquer en quoi les efforts des autorités monétaires pour stabiliser la valeur de la monnaie, conformément aux principes de politique monétaire promus dans le *Tract*, sont essentiels pour garantir à l’économie un flux régulier et plus ou moins constant d’investissement, source de stabilité de la production et de l’emploi.

1.3. LE *TRACT ON MONETARY REFORM*, UNE PREMIÈRE  
THÉORISATION À DES FINS POLITIQUES

---

## Chapitre 2

# La relation entre stabilité monétaire et investissement

L'intérêt démontré par Keynes pour la théorie et la pratique monétaires, notamment pour les mécanismes de fixation des prix et pour les fluctuations de prix de type inflationnistes ou déflationnistes, ne peut être dissocié de l'autre centre d'intérêt de l'économiste, autant d'un point de vue académique que dans sa vie privée, à savoir la question de l'investissement et des opportunités d'investissement. Il est vrai qu'il a lui-même à plusieurs moments de sa vie été un investisseur privé opérant sur les marchés organisés, notamment les marchés de devises ; il a également été conseiller en placement pour des compagnies d'assurance et gestionnaire de placements pour le King's College de Cambridge. Ces activités l'ont conduit à écrire un certain nombre de notes, d'articles, de commentaires ou de lettres privées à ses amis ou partenaires d'affaires, dans lesquels il développe son analyse de la situation des marchés et de leur évolution future probable, et des opportunités d'investissement qui en découlent. Par ailleurs, il apparaît très conscient dans ces écrits que l'activité d'investissement est en étroite relation avec les conditions monétaires régnant dans le pays et dans le reste du monde, ne serait-ce qu'à travers le taux d'intérêt.

Bien que la question du taux d'intérêt (ou taux bancaire) soit apparue tardivement dans les préoccupations monétaires de Keynes, ce dernier s'est montré très tôt sensible à l'effet que les politiques monétaires menées par les banques centrales dans le monde avaient sur les marchés financiers, et donc sur l'activité d'investissement dans chacun des pays, à travers le taux d'intérêt notamment. Il est vrai

que l'auteur n'était pas uniquement un académicien, mais était également connu et reconnu comme un praticien, et comme un investisseur doté d'un certain talent et connaissant un relatif succès. A ce titre, il exerçait une position de gestionnaire de placement de fonds auprès de la National Mutual, une compagnie d'assurance mutualiste britannique dont il a été le président du conseil d'administration de 1921 à 1938, et auprès de la Provincial Insurance, une autre compagnie d'assurance où il était directeur des investissements de 1923 à sa mort. Enfin, il était également en charge de la gestion des investissements et des placements de fonds du King's College de Cambridge durant la quasi-totalité de l'entre-deux-guerres<sup>1</sup>. Ces activités d'investissement l'ont conduit à envisager l'investissement – sans distinction particulière entre l'investissement productif (l'acquisition de pièces d'équipement productif) et l'investissement financier ou spéculatif (l'acquisition de titres finançant les entreprises, notamment pour l'acquisition de pièces d'équipement productif), c'est-à-dire entre investissement et *placement* – comme largement dépendant des conditions monétaires existant non seulement dans le pays où l'investissement s'opère, mais également dans les autres pays du fait de l'interdépendance et de la mondialisation croissante des marchés financiers.

Plus précisément, il faut distinguer l'effet de la monnaie sur deux aspects de l'investissement : d'une part, l'opportunité de réaliser un investissement, c'est-à-dire la possibilité plus ou moins certaine que l'investissement génère un flux de revenus suffisant pour non seulement contrebalancer son coût, mais éventuellement pour dégager un rendement positif; et d'autre, la possibilité de financer l'investissement. Nous étudierons dans un premier temps le second aspect. Dans le cadre d'une économie où l'auto-financement n'est pas ou plus la règle mais l'exception, le recours au

---

1. A propos des activités d'investissement de Keynes, se référer notamment à Keynes (1983b, Chapitre 1 : « Keynes as an investor », p. 1–113) : en tant qu'éditeur des *Collected Writings of John Maynard Keynes*, Moggridge a mené une revue détaillée de ces activités, dans un Chapitre intitulé « Keynes as an investor » du Volume XII, en y rassemblant diverses notes, correspondances, instructions de placement et statistiques relatives aux différents investissements de Keynes, à titre privé ou en tant qu'intermédiaire ou conseiller. Ces documents ont démontré que sur l'ensemble de la vie de l'auteur, les résultats de cette activité ont été plus que contrastés bien que légèrement bénéficiaires; plus précisément, l'auteur a connu par alternance des périodes fastes qui l'ont aidées à accroître sa richesse, avec des périodes de très fortes pertes sur certaines positions spéculatives. Des études plus récentes, comme celle de Mini (1995) ou Chambers et Dimson (2012) démontrent également, de façon plus détaillée, ces résultats très contrastés.

## 2.1. L'ÉTALON MONÉTAIRE AU CŒUR DU PROCESSUS DE FINANCEMENT DE L'INVESTISSEMENT

---

financement direct<sup>2</sup> comme au financement indirect<sup>3</sup> est facilité par la stabilité de la valeur monétaire, qui agit comme une garantie pour la contrepartie (l'épargnant) de recouvrer l'intégralité de ses fonds *en valeur*, indépendamment du taux d'intérêt appliqué à l'emprunt. En d'autres termes, nous démontrerons dans un premier temps que la stabilité monétaire est présentée par Keynes comme une condition favorable au financement régulier des projets d'investissement. Dans un second temps, nous expliquerons à l'inverse l'effet négatif de l'instabilité monétaire sur l'opportunité de réaliser des projets d'investissement, indépendamment de la question du financement. Si l'inflation est en soi appréciée des entrepreneurs et des investisseurs, car elle permet de dégager facilement un profit positif et car elle contribue à déprécier le coût réel de leurs emprunts, elle a une influence négative indirecte sur l'investissement à travers son effet sur les anticipations de la communauté et donc sur la demande de biens. Réciproquement, la déflation, en augmentant le coût réel des emprunts et en faisant courir aux entrepreneurs le risque de faire des pertes, a une influence négative directe sur l'investissement. L'auteur en conclut que ni l'inflation ni la déflation ne sont désirables, et que la stabilité de la valeur de la monnaie doit être un objectif de court comme de long terme pour garantir un flux régulier d'investissement.

## 2.1 L'étalon monétaire au cœur du processus de financement de l'investissement

Avant même de considérer le taux d'intérêt comme le principal vecteur de la politique monétaire, Keynes affirmait que la *valeur* de la monnaie est essentielle dans la détermination du *volume* de l'investissement autant que du volume de sa contrepartie, l'épargne, tant au niveau individuel que collectif. Si un individu souhaite

---

2. Par financement direct, il est entendu l'emprunt direct, non-intermédié, des fonds nécessaires à la réalisation d'un projet d'investissement auprès des détenteurs de fonds disponibles, c'est-à-dire des épargnants. Dans le cas d'un investissement productif, la firme réalise cette opération au moyen d'une augmentation de son capital social, à travers l'émission de nouvelles actions sur les marchés boursiers primaires. Dans le cas d'un placement financier par un investisseur individuel, il s'agit généralement d'un contrat d'emprunt de gré à gré entre cet investisseur et son débiteur.

3. Par financement indirect, il est entendu l'emprunt intermédié des fonds nécessaires à la réalisation d'un projet d'investissement auprès des détenteurs de fonds disponibles, c'est-à-dire des épargnants. L'intermédiaire est en règle générale un établissement bancaire commercial, qui octroie ces fonds à l'investisseur ou à la firme sous la forme d'un crédit par ouverture d'un compte auprès de la banque commerciale.

## 2.1. L'ÉTALON MONÉTAIRE AU CŒUR DU PROCESSUS DE FINANCEMENT DE L'INVESTISSEMENT

---

procéder à un investissement, qu'il s'agisse de l'acquisition de pièces d'équipement pour son entreprise ou de l'achat de titres sur un marché financier, cette personne doit disposer d'un montant suffisant de monnaie – liquide ou scripturale – pour être en mesure de faire cet achat de capital. Puisque les investisseurs individuels disposent rarement des fonds suffisants immédiatement mobilisables au moment où l'opportunité d'investissement se présente ou apparaît rentable, le volume de l'investissement individuel et – par agrégation – global dépend en grande partie des conditions auxquelles ces individus peuvent emprunter de la monnaie, soit directement auprès des épargnants individuels, soit indirectement auprès du système bancaire.

Or, l'emprunt finançant ce projet d'investissement prend la forme d'un contrat exprimé en termes de l'étalon monétaire, indiquant la somme de monnaie empruntée à la date de la signature du contrat *à la valeur présente de la monnaie*, et la somme de monnaie qui devra être remboursée à l'échéance du contrat *à la valeur présente de la monnaie*. Dès lors, la valeur de la monnaie dicte implicitement le coût de l'investissement : toutes choses égales par ailleurs, en période d'inflation, le taux d'intérêt réel payé par l'emprunteur à son créancier est inférieur au taux d'intérêt nominal, ce qui signifie que le coût de l'investissement est *a posteriori* plus faible pour l'investisseur qu'il ne l'avait escompté *a priori*. Indépendamment du niveau (nominal) du taux d'intérêt qui rétribue d'abord le risque de non-remboursement de l'emprunt, c'est donc la parfaite stabilité de la valeur de la monnaie qui est la garantie pour le prêteur de récupérer une somme de monnaie dont la *valeur* est équivalente à celle de la somme prêtée à la signature du contrat. C'est pourquoi, dès les premières pages du *Tract*, Keynes souligne que :

Of the various purposes which money serves, some essentially depend upon the assumption that its real value is nearly constant over a period of time. The chief of these are those connected, in a wide sense, with contracts for the *investment of money*. Such contracts—namely, those which provide for the payment of fixed sums of money over a long period of time—are the characteristic of what it is convenient to call the *investment system*, as distinct from the property system generally.

Under this phase of capitalism, as developed during the nineteenth century, many arrangements were devised for separating the management of property from its ownership. These arrangements were of three leading types : (1) Those in which the proprietor, while parting with the manage-

## 2.1. L'ÉTALON MONÉTAIRE AU CŒUR DU PROCESSUS DE FINANCEMENT DE L'INVESTISSEMENT

---

ment of his property, retained his ownership of it—i.e. of the actual land, buildings and machinery, or of whatever else it consisted in, this mode of tenure being typified by a holding of ordinary shares in a joint-stock company ; (2) those in which he parted with the property temporarily, receiving a fixed sum of *money* annually in the meantime, but regained his property eventually, as typified by a lease ; and (3) those in which he parted with his real property permanently, in return either for a perpetual annuity fixed in terms of money, or of a terminable annuity and the repayment of the principal in money at the end of the term, as typified by mortgages, bonds, debentures, and preference shares. This third type represents the full development of *investment*. (Keynes, 1923, p. 4–5)

La définition ainsi offerte de l'investissement est différente de celle généralement retenue en économie, et se rapproche plutôt du concept de placement. En effet, si la première catégorie d'« investissement » correspond à l'investissement productif au sens strict du terme, la seconde s'apparente plutôt à un crédit-bail standard tandis que la troisième désigne les opérations d'investissement *financier*. L'auteur avance régulièrement dans ses écrits l'idée que le développement de l'investissement financier à travers la création des marchés organisés de titres est le dispositif ultime du capitalisme pour faciliter l'investissement productif dont il est la contrepartie<sup>4</sup>.

Or, l'investissement productif, qu'il soit réalisé directement (par l'investisseur du type (1)) ou indirectement (par l'investisseur du type (2) ou (3) qui prête une machine ou des fonds à l'entrepreneur), est une nécessité économique ne serait-ce que pour assurer le remplacement des machines et outils devenus obsolètes ou défectueux, voire pour en accroître le stock. En conséquence, le maintien de l'ensemble des activités productives est d'une façon ou d'une autre lié à l'existence d'un volume minimal d'investissement. En effet, comme le note Keynes :

By the beginning of the twentieth [century], the propertied classes [was divided] into two groups—the “business men” and the “investors”—with partly divergent interests [but] the division was not sharp as between individuals : for business men might be investors also, and investors might hold ordinary shares. (Keynes, 1923, p. 5)

---

4. Nous reviendrons plus longuement sur cette idée dans la troisième partie de la thèse, lors de notre étude de la *Théorie Générale* où Keynes discute de l'opportunité qu'a représenté pour le capitalisme la séparation entre propriété et gestion du capital (Keynes, 1936b, p. 150–151).

## 2.1. L'ÉTALON MONÉTAIRE AU CŒUR DU PROCESSUS DE FINANCEMENT DE L'INVESTISSEMENT

---

L'investissement productif dépend ainsi de l'investissement financier, au sens où ce dernier fournit les fonds nécessaires à la réalisation du premier dans le cadre d'un financement direct de l'investissement productif. Dans ce cadre, l'investisseur financier (que l'auteur désigne simplement par « investor ») a le choix entre plusieurs formes alternatives de placement de son épargne ; s'il choisit l'option des titres, il attend un retour sous la forme de dividendes (pour les actions) ou d'intérêts (pour les obligations) futurs dont la somme actualisée est censée être au moins égale à la somme d'argent avancée. La stabilité de la valeur de la monnaie est importante aux yeux de cet individu pour deux raisons complémentaires. D'une part, comme nous l'avons déjà évoqué, elle agit comme une garantie que la valeur des sommes de monnaie qu'il percevra à l'avenir au titre de dividendes ou d'intérêts sera la même que celle de la somme de monnaie qu'il avance à la date présente. D'autre part, puisqu'il est amené à comparer le taux de rendement des titres avec le taux d'intérêt offert par les banques, l'investisseur financier peut élaborer une stratégie d'arbitrage combinant emprunt monétaire et placement en titres : si le taux d'intérêt monétaire est plus faible que le taux de rendement moyen des titres, il peut avantageusement emprunter de la monnaie auprès des banques pour financer l'achat de titres ; dans ce cas, la stabilité de la valeur de la monnaie agit également comme une garantie que les intérêts qu'il devra rembourser auprès des banques auront une valeur stable dans le temps, faute de quoi sa stratégie d'arbitrage pourrait s'avérer coûteuse pour lui. Il faut remarquer que cette dernière considération s'applique également à l'investisseur productif (que l'auteur désigne par « business man ») dans le cadre d'un financement bancaire de l'investissement productif. Dans un cas comme dans l'autre, il est nécessaire que les autorités monétaires stabilisent au mieux la valeur de la monnaie, c'est-à-dire le niveau général des prix, pour que les conditions les plus favorables au maintien d'un flux constant d'investissement financier *et* productif soient présentes dans l'économie.

L'émergence d'un nouvel environnement économique symbolisé par ce changement de structure de la propriété du capital au sein des firmes est ainsi présenté dans la préface du *Tract* comme un argument supplémentaire en faveur d'une modernisation des objectifs et des instruments de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre, afin d'ajuster le comportement des autorités monétaires aux besoins des investisseurs – et donc des entreprises – du pays. Il s'agit de faciliter le transfert de fonds disponibles, c'est-à-dire essentiellement l'épargne individuelle, vers les

## 2.2. L'INSTABILITÉ MONÉTAIRE, SOURCE DE L'INSTABILITÉ ÉCONOMIQUE

---

investisseurs potentiels qui demandent de tels fonds. La politique monétaire doit donc avoir deux volets : d'une part encourager l'individu à épargner et à confier son épargne aux banques ou aux marchés financiers, et d'autre part faire en sorte que cette épargne soit aisément disponible pour financer les projets d'investissement. C'est à cette seule condition qu'une économie libérale de marché peut fonctionner :

We leave saving to the private investor, and we encourage him to place his savings mainly in titles to money. We leave the responsibility for setting production in motion to the business man, who is mainly influenced by the profits which he expects to accrue to himself in terms of money. Those who are not in favour of drastic changes in the existing organisation of society believe that these arrangements, being in accord with human nature, have great advantages. But they cannot work properly if the money, which they assume as a stable measuring-rod, is undependable. Unemployment, the precarious life of the worker, the disappointment of expectation, the sudden loss of savings, the excessive windfalls to individuals, the speculator, the profiteer—all proceed, in large measure, from the instability of the standard of value. (Keynes, 1923, Preface p. xiv)

En dépit de l'apparence quelque peu moralisatrice de la dernière phrase, la peur ici exprimée est que l'instabilité monétaire puisse causer une instabilité économique plus générale, voire une instabilité sociale et politique pouvant conduire à l'expansion du communisme au détriment du libéralisme de marché<sup>5</sup>.

## 2.2 L'instabilité monétaire, source de l'instabilité économique

L'idée selon laquelle l'instabilité monétaire est un vecteur d'instabilité économique, sociale et politique est également présente dans la préface à l'édition française du *Tract*. Elle est toutefois exprimée en des termes différents : Keynes y explique que

---

5. Considérant l'état de fragilité extrême, tant économique que politique, dans lequel le *Tract* est écrit la peur d'une déstabilisation généralisée du système économique capitaliste était largement partagée en Europe occidentale. Il est vrai que l'ouvrage paraît peu après la prise de pouvoir de Mussolini en Italie sur fond de crise économique et sociale, et quelques mois seulement avant l'épisode d'hyperinflation en Allemagne qui a menacé les fondations même de la République de Weimar, faisant craindre une progression des bolcheviks vers l'Ouest de l'Europe.

## 2.2. L'INSTABILITÉ MONÉTAIRE, SOURCE DE L'INSTABILITÉ ÉCONOMIQUE

---

« the effect of the fall [in the value of money] on the mind of the public is to engender increased distrust and fear, and the atmosphere is pessimistic » (Keynes, 1923, Preface to the French edition p. xiv). Ainsi l'instabilité monétaire apparaît comme un facteur perturbateur pour l'investissement, non seulement directement à travers son effet sur les conditions d'emprunt du financement des projets d'investissement, mais aussi indirectement à travers son effet sur l'« atmosphère économique », sur le contexte dans lequel ces projets sont menés et qui en détermine en partie le succès ou l'échec, ainsi que la velléité des investisseurs eux-mêmes à poursuivre ou non ces projets.

Il existe en effet une variable psychologique en lien avec la stabilité de la monnaie, la valeur-temps de la monnaie, consubstantielle à la nature humaine et à la préférence des individus pour le présent. Il s'agit d'une variable sur laquelle les autorités monétaires n'ont pas directement de contrôle, mais qui conditionne l'ensemble des comportements des agents dont les résultats ne seront connus qu'après un laps de temps assez considérable, comme par exemple l'épargne et l'investissement. La seule manière pour les autorités d'influencer ces comportements, et notamment d'en assurer le maintien, consiste donc à stabiliser au mieux cette valeur-temps, qui dépend de la valeur de la monnaie. Ceci explique l'importance aux yeux de Keynes de stabiliser cette valeur, affectée par toute variation du niveau général des prix : la stabilité des prix (c'est-à-dire de la valeur de la monnaie) est un objectif à atteindre afin de stabiliser les comportements des agents dans leur rapport à la monnaie, notamment en termes d'épargne et d'investissement. Autrement dit, puisqu'il peut y avoir instabilité des prix même en présence d'une stabilité de la *quantité* de monnaie, l'instabilité de la *valeur* de la monnaie et donc la perte de confiance dans l'étalon monétaire qu'elle entraîne font courir le risque d'une instabilité économique, avec en particulier pour conséquence l'existence de chômage. L'approche du problème de l'inflation (ou de la déflation) ne se fait ainsi pas tant du point de vue traditionnel du consommateur, dont l'utilité globale liée à la consommation serait diminuée en cas de hausse des prix (car conduisant, à budget égal, à réduire le volume de consommation), mais du point de vue de l'investisseur ou de l'entrepreneur qui aurait plus de difficulté à obtenir les fonds qui lui sont nécessaires auprès de créiteurs potentiels rendus méfiants par la dévalorisation de la monnaie, ce qui l'amènerait à réduire sa contribution à l'activité économique en général.

L'instabilité de la monnaie peut avoir deux effets, parfois concomitants, parfois

## 2.2. L'INSTABILITÉ MONÉTAIRE, SOURCE DE L'INSTABILITÉ ÉCONOMIQUE

---

adverses, sur l'investissement. Le premier d'entre deux est que l'inflation « [does] not only [diminish] the capacity of the investing class to save but [...] destroy[s] the atmosphere of confidence which is a condition of the willingness to save » (Keynes, 1923, p. 29). Keynes ne définit pas précisément ce qu'il entend par « atmosphere of confidence », mais il est possible d'en inférer le sens à partir des exemples historiques donnés dans d'autres passages de l'ouvrage, notamment relatifs à la période précédant la Première Guerre Mondiale communément appelée la Belle Époque. Il est ainsi avancé que depuis la fin des guerres napoléoniennes jusqu'en 1914, le Royaume-Uni profitait d'un environnement social et économique favorable au déploiement à très grande échelle de projets d'investissement<sup>6</sup>. C'est à cette occasion que Keynes pointe le rôle d'une certaine atmosphère, d'un contexte à la fois socio-culturel (l'encouragement à l'épargne et au réinvestissement de cette épargne sous forme de titres de propriété sur des biens de capital) et économique (la quasi-absence de risque de pertes de valeur due à la stabilité de la monnaie et par conséquent des taux d'intérêt réels et nominaux). Il estime même que tous partageaient une confiance aveugle (« an unquestioning confidence » (Keynes, 1923, p. 7)) en l'auto-régulation et l'auto-stabilisation de la monnaie. Par conséquent, il se serait installé « the conventional belief in the stability and safety of a money contract » à la Belle Époque, et ce serait le manque d'une telle croyance partagée qui serait à l'origine des dysfonctionnements monétaires et économiques de l'Europe au lendemain de la Première Guerre Mondiale.

En effet, dans l'immédiat après-guerre, les deux années de forte inflation puis de forte désinflation qu'ont connu la plupart des anciens pays belligérants ont mis à mal cette croyance. Face à un certain niveau d'inflation, un prêteur de fonds potentiel est réticent à conserver une épargne monétaire car il s'attend à ce que la valeur future de cette épargne sera dépréciée, ce qui – en supposant qu'il n'y a pas d'intérêt sur

---

6. Avec une pointe d'ironie et de second degré, Keynes explique que sous le règne de la reine Victoria, « the morals, the politics, the literature, and the religion of the age joined in a grand conspiracy for the promotion of saving » (Keynes, 1923, p. 6), concluant que « God and Mammon were reconciled », c'est-à-dire que la recherche de la richesse matérielle et son accumulation au moyen de l'investissement étaient momentanément vues comme des vertus sociales voire théologiques. Cette vision d'une interdépendance entre le contexte social, culturel et cultuel et la prospérité économique n'est pas sans rappeler les analyses développées par Max Weber au début du XX<sup>e</sup> siècle, même si la traduction anglaise de *L'Éthique protestante et l'esprit du capitalisme* ne sera faite qu'en 1930 par Talcott Parsons. Nous reviendrons plus longuement sur cette proximité entre Keynes et Weber, et leur inquiétude mutuelle d'une insuffisance de l'incitation à investir propre au capitalisme moderne, au cours du chapitre 10.

## 2.2. L'INSTABILITÉ MONÉTAIRE, SOURCE DE L'INSTABILITÉ ÉCONOMIQUE

---

cette épargne ou si le taux d'intérêt réel est négatif – l'empêcherait d'acheter autant de biens de consommation à l'avenir qu'il ne le peut aujourd'hui. Si cette réticence est suffisante diffusée et partagée au sein de la communauté, alors il est possible qu'il y ait un défaut d'épargne, c'est-à-dire de fonds disponibles que les investisseurs peuvent emprunter soit directement soit indirectement (via le système bancaire). Le rôle des autorités monétaires, banque centrale en tête, est donc de s'assurer que d'autres sources de financement soient disponibles pour les investisseurs, ce qui suppose notamment que les banques continuent de leur prêter des liquidités. Cela explique pourquoi Keynes défendait dans les années 1920 une vaste réforme de la Banque d'Angleterre, qui autoriserait les banques commerciales à émettre du crédit avec un taux de réserves obligatoires constant, voire diminué.

Le second effet de l'instabilité monétaire sur l'investissement pourrait en partie contrebalancer le premier, mais peut également le renforcer. Comme nous l'avons démontré, le point de vue adopté dans le *Tract*, et plus généralement dans la plupart des écrits économiques de Keynes, est celui des investisseurs ou alternativement celui des entrepreneurs. Ces deux points de vue alternatifs n'en constituent souvent qu'un seul, même en supposant que les détenteurs du capital des firmes n'en sont pas nécessairement les dirigeants. L'auteur lui-même estime que la séparation de la classe capitaliste « into two groups—the 'business men' and the 'investors'—with partly divergent interests [...] was not sharp as between individuals : for business men might be investors also, and investors might hold ordinary shares » (Keynes, 1923, p. 5). Il ajoute d'ailleurs qu'au niveau collectif ou social, ces deux catégories d'agents forment une seule et même entité puisque « the investing class [...] overlaps, both socially and by the ties of family, with the business class » (Keynes, 1923, p. 15).

Au-delà de cet argument social d'un rapprochement entre les deux catégories, il existe un argument strictement économique justifiant que les problèmes auxquels sont confrontés les investisseurs relativement à l'instabilité monétaire s'appliquent également aux entrepreneurs. Tout comme l'investissement mais dans un horizon temporel plus étroit, la production est une activité qui ne portera ses fruits que dans un futur incertain et assez lointain. Ceci implique que l'entrepreneur, tout comme l'investisseur, supporte un risque relatif au gain effectif *a posteriori*, à savoir le montant des recettes issues de la vente de ses produits, qui implicitement détermine la somme monétaire qu'il récupérera à la fin de la période de production (la rémunération des facteurs de production étant supposée avancée par l'entrepreneur

## 2.2. L'INSTABILITÉ MONÉTAIRE, SOURCE DE L'INSTABILITÉ ÉCONOMIQUE

---

avant même le début du processus de production). Ainsi :

A considerable part of the risk arises out of fluctuations in the *relative* value of a commodity compared with that of commodities in general during the interval which must elapse between the commencement of production and the time of consumption. [...] there is [...] a considerable risk directly arising out of instability in the value of money. During the lengthy process of production the business world is incurring outgoings in terms of *money*—paying out in money for wages and other expenses of production—in the expectation of recouping this outlay by disposing of the product for *money* at a later date. That is to say, the business world as a whole must always be in a position where it stands to gain by a rise of price and to lose by a fall of price. (Keynes, 1923, p. 33)

Dans cette perspective l'inflation n'est pas en elle-même un problème : si les coûts de production sont payés par la firme au début de la période de production en se basant sur les anticipations du propriétaire ou du gérant quant à la demande future de biens et services, une hausse des prix induit mécaniquement un profit exceptionnel ou profit d'aubaine (*windfall profit*), dans le sens où les recettes effectives de vente à la fin de la période de production dépassent les recettes anticipées, et donc les coûts avancés en fonction de cette anticipation. Dans ce cas précis, le second effet de l'instabilité monétaire contrebalance le premier, sous réserve que des fonds prêtables soient disponibles en quantité suffisante.

En revanche, la situation inverse de déflation est une menace pour les entreprises car elle implique une perte non anticipée (*windfall loss*) qui d'un côté peut amener certaines entreprises individuelles à faire faillite (surtout si des pertes non anticipées se suivent et s'accumulent au cours d'une période de temps), et d'autre part va inciter l'ensemble des firmes à réduire leur investissement productif pour la période à venir afin de s'ajuster à la baisse constatée de la demande de biens et services. A la manière du premier effet de l'instabilité monétaire, ce second effet n'est pas nuisible tant qu'il n'affecte qu'une faible part des entreprises prises individuellement. Mais si ce phénomène vient à se généraliser et à se répéter dans le temps, il pourrait conduire à une baisse du volume global de l'investissement (productif d'abord, financier ensuite) puisque les firmes ne sont plus incitées à s'engager dans de nouveaux processus de production qui sont susceptibles de générer une somme de monnaie insuffisante pour couvrir les frais nécessaires à leur mise en chantier. Afin d'illustrer cet argument,

## 2.2. L'INSTABILITÉ MONÉTAIRE, SOURCE DE L'INSTABILITÉ ÉCONOMIQUE

---

Keynes prend dans le *Tract* le cas extrême d'un état de déflation généralisée suite à une politique monétaire dont le seul objectif est d'augmenter la valeur de la monnaie pour améliorer les conditions de l'échange et stimuler les exportations :

The policy of gradually raising the value of a country's money to (say) 100 per cent above its present value in terms of goods amounts to giving notice to every merchant and every manufacturer, that for some time to come his stock and his raw materials will steadily depreciate on his hands, and to every one who finances his business with borrowed money that he will, sooner or later, lose 100 per cent on his liabilities (since he will have to pay back in terms of commodities twice as much as he has borrowed). Modern business, being carried on largely with borrowed money, must necessarily be brought to a standstill by such a process. It will be to the interest of everyone in business to go out of business for the time being; and of everyone contemplating expenditure to postpone his orders as long as he can. The wise man will be he who turns his assets into cash, withdraws from the risks and the exertions of activity, and awaits in country retirement the steady appreciation promised him in the value of his cash. A probable expectation of deflation is bad enough; a certain expectation is disastrous. For the mechanism of the modern business world is even less adapted to fluctuations in the value of money upward than it is to fluctuations downwards. (Keynes, 1923, p. 118–119)

La déflation crée ainsi une atmosphère générale de pessimisme et d'anticipations baissières, d'une part au sein des entrepreneurs et investisseurs (du fait des pertes exceptionnelles), mais aussi au sein de la communauté dans son ensemble une fois que l'effet positif de la baisse des prix sur le pouvoir d'achat des consommateurs aura été contrebalancé par l'effet négatif de la hausse du chômage. Ce dernier, en résultant en une baisse du revenu monétaire de la communauté et donc de la consommation, conduit à une nouvelle baisse des prix engendrée par la concurrence entre les producteurs face à une demande réduite de biens et services. Cette baisse des prix déprime un peu plus le moral et les anticipations des investisseurs qui réduisent encore leurs investissements.

Le profit d'aubaine ou la perte exceptionnelle n'est toutefois qu'un premier biais par lequel la fluctuation des prix peut influencer la décision de l'entrepreneur. Le second biais est celui du financement de l'investissement productif. Comme nous

## 2.2. L'INSTABILITÉ MONÉTAIRE, SOURCE DE L'INSTABILITÉ ÉCONOMIQUE

---

l'avons démontré à la section 2.1, l'inflation est une menace pour les détenteurs de créances car elle déprécie la valeur réelle de ces créances, ce qui désincite les épargnants à offrir leurs fonds disponibles aux investisseurs. Symétriquement cela signifie que pour les entrepreneurs, l'inflation conduit à réduire le coût réel de leurs investissements passés, les incitant à emprunter plus pour financer de nouveaux projets d'investissement :

When the value of money falls, it is evident that those who have engaged to pay fixed sums of money yearly out of the profits of active business must benefit, since their fixed money outgoings will bear a smaller proportion than formerly to their money turnover. This benefit persists not only during the transitional period of change, but also, so far as old loans are concerned, when prices have settled down at their new and higher level. (Keynes, 1923, p. 17)

En ce sens, l'inflation accroît le désir d'investir auprès des entrepreneurs (toujours indépendamment de la question du profit) mais décroît le désir des épargnants à leur prêter des fonds. La déflation a nécessairement l'effet inverse : l'appréciation de la valeur réelle des dettes contractées par les entrepreneurs pour leurs investissements passés leur ôte toute envie d'emprunter à nouveau, ce qui se traduit par une chute nette des investissements.

En définitive il apparaît que ni l'inflation ni la déflation ne sont bons pour l'investissement. Même si l'inflation stimule l'activité et l'investissement productifs dans la mesure où il assure aux firmes un profit d'aubaine et une baisse du coût réel des dettes pour investissement, elle implique par ailleurs une réduction des fonds disponibles pour les projets d'investissement en désincitant les prêteurs potentiels à constituer une épargne monétaire. La déflation en elle-même est à même de dissuader les investissements (productifs) car elle amplifie l'incertitude concernant le retour sur investissement, c'est-à-dire les recettes de vente récompensant l'initiation d'un nouveau processus de production, et car elle accroît le coût réel de l'investissement. De ces deux maux, le second paraît toutefois nettement préjudiciable que le premier, non seulement pour les entrepreneurs, mais plus généralement pour la société : « deflation is, if we rule out exaggerated inflation such as that of Germany, the worse ; because it is worse, in an impoverished world, to provoke unemployment than to disappoint the *rentier* » (Keynes, 1923, p. 36). Il est intéressant de noter que, contrairement au *Treatise* où la thématique du chômage est à peine évoquée, celle-ci

## 2.2. L'INSTABILITÉ MONÉTAIRE, SOURCE DE L'INSTABILITÉ ÉCONOMIQUE

---

est présentée comme centrale dans le choix social entre politique inflationniste et politique déflationniste dans le *Tract*.

Toutefois, ce débat est rapidement évacué par Keynes : même si l'inflation est un moindre mal, elle reste une menace pour la prospérité économique (Keynes, 1923, p. 36). Au final, ce n'est qu'à travers une stricte stabilité de la valeur de la monnaie qu'un montant d'investissement suffisant peut être maintenu dans une économie. Cette conclusion était une façon pour Keynes de convaincre les autorités monétaires, la Banque d'Angleterre et les « Big Five » (les cinq plus importantes banques commerciales du pays), d'abandonner une politique de désinflation voire de déflation uniquement destinée à améliorer l'équilibre externe du Royaume-Uni – en rendant les termes de l'échange plus favorables aux exportations britanniques – au détriment des équilibres internes. Le *Tract* étant en grande partie un tract politique pensé pour répandre les idées réformatrices de Keynes au sein du monde académique et du grand public, il lui fallait prendre une position claire concernant les politiques de déflation :

since I regard the stability of prices, credit, and employment as of paramount importance, and since I feel no confidence than an old-fashioned gold standard will even give us the modicum of stability that it used to give, I reject the policy of restoring the gold standard on pre-war lines.  
(Keynes, 1923, p. 140)

Le lien entre les prix, le volume du crédit et l'emploi peut se formuler de la façon suivante : la stabilité de la valeur de la monnaie est une garantie pour les prêteurs de fonds potentiels, qui se sentent rassurés concernant la valeur future de leur épargne monétaire ; ceci permet aux banques de disposer d'une capacité accrue pour émettre du crédit aux investisseurs potentiels (en supposant un taux de réserves obligatoires qui ne soit pas trop restrictif) ; les investisseurs sont à leur tour incités à initier de nouveaux processus de production et donc à effectuer de nouveaux investissements productifs, non seulement car ils obtiennent plus facilement un financement pour ces investissements, mais aussi car le risque de faire des pertes exceptionnelles est réduit par la stabilité des prix ; par ce biais, l'emploi est stimulé dans l'économie. A l'inverse, une instabilité monétaire représentée par des fluctuations du niveau général des prix, à la hausse et surtout à la baisse, engendrera probablement des fluctuations de l'épargne monétaire et de l'investissement au moins aussi importantes que celles des prix, du fait de la déstabilisation de la disposition psychologique des investisseurs

## 2.2. L'INSTABILITÉ MONÉTAIRE, SOURCE DE L'INSTABILITÉ ÉCONOMIQUE

---

et des prêteurs de fonds.

Il existe ainsi une causalité directe entre les fluctuations de prix et les fluctuations de l'investissement, ce qui explique pourquoi l'intérêt de Keynes pour les fluctuations économiques de court terme – notamment les fluctuations du volume ou du taux d'investissement – est la conséquence de son étude des conditions monétaires régnant au Royaume-Uni. Si l'inflation et la déflation ne sont pas seulement concomitantes de l'instabilité économique en général mais en sont l'une des causes, alors les mouvements cycliques de la production et de l'emploi devraient également être expliqués par un mouvement cyclique des prix.

## 2.2. L'INSTABILITÉ MONÉTAIRE, SOURCE DE L'INSTABILITÉ ÉCONOMIQUE

---

## Chapitre 3

# L'introduction de la problématique du cycle chez Keynes

Le passage d'une analyse strictement monétaire à une analyse macroéconomique et dynamique des cycles n'est pas seulement implicite dans les écrits de jeunesse de Keynes, mais apparaît parfois explicitement. Ainsi, à la suite de la publication du *Tract*, l'auteur a dû défendre ses idées réformatrices contre les critiques du monde professionnel d'une part, et du monde académique d'autre part ; lorsque Edwin Cannan, un professeur de la London School of Economics s'inscrivant dans la lignée de William Stanley Jevons et de Marshall, écrit une revue de l'ouvrage, Keynes lui répond au moyen d'un article publié en mars 1924 dans l'*Economic Journal*. Il y explique que :

My object was to point out that if  $k$  [the proportion of money held in cash] and  $k'$  [the proportion of money held in bank accounts] were capable of violent fluctuation, steadiness of  $n$  [the total volume of money in circulation] might be positively harmful and must be reflected in an extreme unsteadiness of  $p$  [the index number of prices],—this being, in fact, what has generally happened in booms and depressions of trade. (Keynes, 1924, p. 416)

Il faut en effet garder en mémoire que le motif historique de l'écriture du *Tract* était de convaincre les autorités monétaires d'éviter que des fluctuations de prix telles que le monde en avait connues entre 1919 et 1922 ne se reproduisent plus, du fait des conséquences néfastes qu'elles auraient sur la production et l'emploi et – dans

une perspective plus politique – sur la stabilité des régimes démocratiques face à la montée de la menace bolchévique. De manière plus générale, il est probable que sous l'influence du débat de plus en plus vif au sein du monde académique entre les partisans d'une approche monétaire des cycles et ceux favorisant une approche en termes de « cycles réels »<sup>1</sup>, Keynes ait considéré que l'étude de l'évolution des prix et du taux d'investissement est une corollaire de l'étude des mouvements cycliques des principales variables économiques, et donc à la base d'une théorie des cycles économiques.

### 3.1 L'émergence du concept de « cycle du crédit »

La conception que Keynes se faisait initialement des cycles est principalement influencée par ses propres recherches dans le domaine de l'économie monétaire ; il n'est donc pas surprenant qu'il soit convaincu, à ce stade de son évolution intellectuelle, que la véritable nature des cycles, ou plus précisément de leurs causes, ne peut être que monétaire. En effet la principale caractéristique du cycle économique, selon lui, est sa propension à générer des fluctuations de prix fortement corrélées aux fluctuations de la production, et généralement même plus amples que ces dernières. Cela explique sans doute que l'auteur fait plutôt référence au « cycle du crédit » (*credit cycle*) plutôt qu'à l'expression généralement consacrée de « cycle économique » (*business cycle* ou *trade cycle* en anglais), bien que ce terme apparaisse parfois dans certains de ses écrits de jeunesse, principalement non académiques. Il convient également de remarquer que le terme de « cycle du crédit » semble s'opposer au « cycle monétaire » ; ceci montre la distance que l'auteur prend avec la conception dont Fisher se fait des fluctuations. En effet, comme nous l'avons démontré au chapitre 1, Fisher suppose implicitement que le volume du crédit est plus ou moins parfaitement corrélé au volume de monnaie centrale, c'est-à-dire aux réserves d'or ; s'il y a fluctuation des prix, c'est donc parce qu'il y a eu d'abord fluctuation dans ces réserves, ou plus généralement dans la quantité de monnaie créée par la banque centrale. A l'inverse, Keynes suggère une déconnexion partielle (dans la limite du taux de réserves obligatoires) entre le volume du crédit et le volume de monnaie centrale ; le

---

1. Dal-Pont Legrand et Hagemann (2010) proposent une revue de littérature et une étude approfondie de ce débat de l'entre-deux-guerres en le comparant aux théories récentes de cycles réels.

### 3.1. L'ÉMERGENCE DU CONCEPT DE « CYCLE DU CRÉDIT »

---

terme de cycle du crédit démontre que dans ce cas c'est essentiellement la création monétaire des banques de second rang, c'est-à-dire le crédit bancaire, qui serait à l'origine des fluctuations économiques.

Par conséquent, il est logique que la conception des fluctuations de prix dans les ouvrages de jeunesse soit en lien avec la réécriture de l'équation quantitative de la monnaie. Ainsi, bien que le *concept* de cycle du crédit soit développé en tant que tel dans le *Treatise*, notamment dans le Chapitre 19 du Livre I, des éléments épars qui en sont constitutifs peuvent être découverts dans les écrits qui précèdent l'ouvrage et datant pour la plupart des années 1920. Le terme lui-même apparaît pour la première fois dans le *Tract*, au sein du Chapitre 3, où il est introduit comme argument principal en faveur d'instruments de politique monétaire mieux adaptés à l'évolution de l'environnement économique britannique et mondial suite à la Première Guerre Mondiale :

The characteristic of the 'credit cycle' (as the alternations of boom and depression is now described) consists in a tendency of  $k$  [the amount of money in cash required for a given level of consumption] and  $k'$  [the amount of money deposited in banks against cheques for a given level of consumption] to diminish during the boom and increase during the depression, irrespective of changes in  $n$  [the total volume of money in circulation] and  $r$  [the cash reserves held by the banking system] [...].

(Keynes, 1923, p. 67)

Cette caractérisation du cycle du crédit n'implique ni causalité, ni préséance entre les cycles économiques en général (ce que nous appellerons par commodité les « cycles d'affaires » en référence au terme anglais de *business cycles*) et les cycles du crédit. Il s'agit tout simplement d'une définition objective des phases de croissance (ou *booms*) et de dépression.

Puisque nous interprétons  $k$  (respectivement  $k'$ ) comme le rapport entre la quantité de biens de consommation demandés que les agents souhaitent acheter par espèces  $T_c$  (respectivement, ceux qu'ils souhaitent acheter en recourant à la monnaie scripturale  $T_{bm}$ ) et la vitesse de circulation de la monnaie  $V_c$  (respectivement  $V_{bm}$ ), nous pouvons déduire que l'effet de l'inflation ou de la déflation sur  $k$  et  $k'$  peut s'effectuer au travers de l'une ou l'autre de ces deux variables, ou les deux. L'effet de l'inflation (respectivement de la déflation) sur la demande de biens de consommation est bien connu : lorsque le prix d'un bien normal augmente, la demande des

### 3.1. L'ÉMERGENCE DU CONCEPT DE « CYCLE DU CRÉDIT »

---

agents pour ce bien tend en général à diminuer<sup>2</sup> ; en d'autres termes, les numérateurs  $T_c$  et  $T_{bm}$  ont tendance à diminuer (respectivement à augmenter) lorsque les prix augmentent (diminuent).

L'effet de l'inflation et de la déflation sur la vitesse de circulation de la monnaie est plus complexe. *A priori*, lorsque les prix augmentent après une longue période de stabilité, la vitesse de circulation de la monnaie aurait tendance à diminuer :

The public is so much accustomed to thinking of money as the ultimate standard, that, when prices begin to rise, believing that the rise must be temporary, they tend to hoard their money and to postpone purchases, with the result that they hold in monetary form a *larger* aggregate of real value than before. (Keynes, 1923, p. 40)

Cependant, si la hausse de prix ne s'avère finalement pas temporaire mais initiatrice d'une phase d'inflation – c'est-à-dire d'une période prolongée de hausse générale des prix, correspondant à un boom économique – alors les agents finissent par adapter leur comportement et leurs habitudes monétaires, de sorte que la vitesse de circulation de la monnaie tend à augmenter :

The public [...] begin to change their habits and to economise in their holding of notes. They can do this in various ways : (1) instead of keeping some part of their ultimate reserves in money they can spend this money on durable objects, jewellery or household goods, and keep their reserves in this form instead ; (2) they can reduce the amount of till money and pocket money that they keep and the average length of time for which they keep it, even at the cost of great personal inconvenience [...]. (Keynes, 1923, p. 40)

Il est intéressant de souligner que, pour le second moyen par lequel la communauté réduit la quantité de monnaie en sa détention, Keynes donne dans une note de bas de page plusieurs exemples historiques récents, à Moscou et à Vienne, dans le contexte de la forte inflation que l'Europe a connue à la fin de la Première Guerre Mondiale. Avec humour, il remarque qu'à Moscou :

---

2. Nous excluons volontairement le cas des biens rares ou de luxe, c'est-à-dire ceux dont l'élasticité au prix est soit nulle, soit négative, car comme leur nom l'indique il s'agit de biens dont la demande revêt un caractère exceptionnel. Nous pouvons donc supposer que proportionnellement à l'ensemble des biens de consommation échangés dans une économie, la part représentée par les biens rares ou de luxe est suffisamment faible pour ne pas avoir d'impact sur le niveau de demande agrégé de biens de consommation.

### 3.1. L'ÉMERGENCE DU CONCEPT DE « CYCLE DU CRÉDIT »

---

If a grocer sold a pound of cheese, he ran off with the roubles as fast as his legs could carry him to the Central Market to replenish his stocks by changing them into cheese again, lest they lost their value before he got ther ; thus justifying the prevision of economists naming the phenomenon 'velocity of circulation' ! (Keynes, 1923, p. 41, 3<sup>e</sup> note de bas de page)

La variation des prix, si elle est suffisamment ample, est donc supposée influencer les habitudes monétaires, entraînant un accroissement de la vitesse de circulation lors des phases inflationnistes et un ralentissement lors des phases déflationnistes (Keynes, 1923, p. 42). Ceci signifie que les dénominateurs  $V_c$  et  $V_{bm}$  déterminant  $k$  et  $k'$  augmentent lorsque les prix sont à la hausse, et diminuent lorsque les prix sont à la baisse.

Les effets de l'inflation et de la déflation sur chacun des déterminants de  $k$  et  $k'$  sont donc convergents : en phase d'inflation,  $T_c$  a tendance à diminuer tandis que  $V_c$  tend à augmenter, ce qui conduit à une baisse – importante si les deux effets se conjuguent – de  $k$  ; il en va de même pour  $T_{bm}$  et  $V_{bm}$ , et, partant, de  $k'$ . En conséquence,  $k$  et  $k'$  diminuent pendant une phase de croissance et augmentent pendant une phase de dépression, indépendamment des niveaux de  $n$  et de  $r$ , conformément à la définition donnée par Keynes du cycle du crédit. Il faut remarquer que l'explication de la relation entre les prix et la quantité de biens de consommation demandée, et donc l'aspect réel du cycle, sont partiellement éludés par le recours aux variables  $k$  et  $k'$  qui sont des variables monétaires (respectivement la quantité d'espèces et la quantité de chèques nécessaires pour acheter une quantité donnée de biens), de sorte que le problème des fluctuations est présenté comme un problème strictement monétaire.

De fait, dans le *Tract*, la question des cycles est considérée comme un sujet très secondaire, et n'est introduite que pour autant qu'elle a des implications en termes de conduite de la politique monétaire. L'objectif est de montrer que lorsque  $k$  et  $k'$  connaissent des fluctuations, la stabilité de  $n$  et  $r$ , qui était le principal ressort de la politique de la Banque d'Angleterre, « is bound to lead to unsteadiness of the price level » (Keynes, 1923, p. 67). Or, « cyclical fluctuations are characterised, not primarily by changes in  $n$  or  $r$ , but by changes in  $k$  and  $k'$  » (Keynes, 1923, p. 67) ; ces fluctuations ne peuvent donc être empêchées que si la banque centrale est délibérément prête à « increase and decrease  $n$  and  $r$ , when symptoms of movement are showing in the values of  $k$  and  $k'$  » (Keynes, 1923, p. 69). Le cycle économique est

### 3.1. L'ÉMERGENCE DU CONCEPT DE « CYCLE DU CRÉDIT »

---

ainsi présenté comme une caractéristique négative, voire néfaste, des économies modernes, et devrait donc être le principal objet d'attention des autorités monétaires. Puisque les phases successives de boom et de dépression s'accompagnent et s'expliquent par des phases d'inflation et de déflation (respectivement), elles constituent une menace pour la stabilité de la valeur de la monnaie qui, comme nous l'avons démontré, est de prime importance dans la prise de décision d'investir.

Il reste alors à déterminer pourquoi la monnaie exerce une influence sur le niveau de production autant que sur les prix. Dans la conception classique de la monnaie, à laquelle Keynes paraît s'affilier étant donnée son adhésion à la théorie quantitative de la monnaie depuis ses premiers écrits jusque dans le *Treatise*, la monnaie est supposée être neutre, c'est-à-dire que l'équilibre sur les marchés de biens et services est censé être assuré indépendamment de toute référence aux variables nominales telles que le volume de monnaie en circulation dans l'économie, qui n'affecte que le niveau des prix. Pourtant, Keynes semble s'être distancé des tenants de la neutralité de la monnaie très précocement, puisque déjà dans un cours sur la monnaie donné à Cambridge en 1910–1911, il propose une explication du mécanisme de diffusion d'une augmentation de la masse monétaire dans la sphère réelle de la production :

New gold [...], although it may not exert an immediate influence and may wait until other causes have *started* an expansion of trade, assists these causes, accelerates the revival of trade, reduces the period between the old boom and the new one, and eventually serves to keep the bank rate lower than it would have been in the absence of increased gold production. (Keynes, 1910b, p. 778)

Il est intéressant de noter qu'une condition est imposée immédiatement à ce mécanisme de diffusion. Il est affirmé qu'une augmentation du volume de la monnaie, représenté dans ce cas par l'introduction d'une nouvelle quantité d'or dans le système monétaire national, n'est pas toujours suffisante pour initier 'an expansion of trade' (Keynes, 1910b, p. 778), ou en d'autres termes un boom économique.

Cette condition est probablement une concession faite par Keynes à la théorie classique de la monnaie qui était toujours enseignée et dominante dans le milieu académique britannique du début du XX<sup>e</sup> siècle. Il persiste néanmoins à défendre l'idée que la création de monnaie nouvelle, ou la découverte de nouvelles sources d'or, est une condition nécessaire (mais pas suffisante) pour initier une nouvelle phase de croissance économique, ou pour retarder l'entrée dans une phase de dépression :

### 3.1. L'ÉMERGENCE DU CONCEPT DE « CYCLE DU CRÉDIT »

---

New gold [...] helps to bring on or prevents the retardation of a boom in trade. It raises [...] the demand for the more speculative kinds of commodities, and so raises their prices. So far, however, there is no *general* rise of prices, and the commodities, which by being the first subject of speculative buying and selling rise first, are at the present time in England chiefly the raw materials of industry such as coal and iron. Ease of borrowing stimulates those expansions of industrial instruments and railways which chiefly require these commodities. The increased demand for coal and iron rapidly raises wages in those industries and increases the number of men employed. *At the present time this is probably the principal channel through which the new gold is diffused through the community.* (Keynes, 1910b, p. 778–779)

L'existence de booms et de dépressions dépend des conditions favorables ou défavorables régnant sur le marché de la monnaie, et par conséquent de la possibilité et de la facilité pour les investisseurs potentiels d'emprunter afin de financer leurs projets d'investissement. Si ces investisseurs décident d'initier un nouveau processus de production, ils ne peuvent en effet le faire qu'en investissant un montant minimal de capital, ce qui suppose généralement d'avoir recours à un emprunt auprès du secteur financier ou bancaire. Si au contraire leur projet d'investissement consiste en un accroissement des capacités d'un processus de production déjà mis en place, alors ils peuvent pendant un temps recourir à un accroissement de l'emploi des facteurs de production autres que le capital (essentiellement le travail) pour augmenter leur niveau de production ; mais si leurs anticipations de long terme concernant la demande pour leurs produits les incite à préférer un changement d'échelle de production, alors un investissement minimal en capital est à nouveau nécessaire. Dans les deux cas, une augmentation significative et non transitoire du niveau de production et d'emploi, qui est la caractéristique principale d'une phase de boom économique, ne peut se produire que si l'investissement est rendu possible pour un nombre suffisant d'investisseurs potentiels. Ceci suppose que les conditions monétaires appropriées à cette expansion soit remplies, notamment à travers un taux d'intérêt (relativement) faible et une unité de compte (relativement) stable.

Keynes se sentait ainsi justifié de considérer les fluctuations cycliques de l'économie comme des « cycles du crédit », car les variations cycliques de l'investissement, de la production et de l'emploi ne sont pas seulement accompagnées par une varia-

tion dans le même sens du volume de la monnaie banque centrale et du crédit, mais sont expliquées par celle-ci. Les fluctuations de prix qui découlent logiquement (en supposant que la théorie quantitative de la monnaie soit valide) des variations du volume de la monnaie banque centrale et du crédit ne sont alors plus uniquement une caractéristique des booms et des dépressions, mais un élément fondamental qui rythme l'intégralité de la dynamique de la production. Si l'on cherche à expliquer l'origine des cycles économiques, ou plus précisément des cycles du crédit, on doit donc expliquer en premier lieu pourquoi l'inflation et la déflation peuvent exister en tant que phases de la dynamique économique suffisamment longues pour générer une fluctuation correspondante de la production, et par conséquent des phases de croissance et de crise économique.

## 3.2 Les anticipations des entrepreneurs au cœur de l'analyse des fluctuations économiques

L'explication principale quant à l'existence d'une période d'inflation suffisamment longue pour initier une phase de croissance économique repose essentiellement sur la relation entre les coûts de production et les profits des firmes. Sur une période de production donnée, les coûts de production sont fixés par la firme conformément à ses prédictions concernant les recettes de vente des produits à la fin de la période, l'optimum standard consistant à faire en sorte que le niveau de production et donc les coûts (qui entretiennent une relation croissante, mais non nécessairement linéaire, avec le niveau de production) soient augmentés jusqu'au point où le coût marginal égalise les recettes marginales d'une unité de production supplémentaire. Si l'entrepreneur fait une erreur dans ses anticipations sur la demande, les coûts peuvent au final être inférieurs ou supérieurs aux recettes ; comme nous l'avons démontré, dans le premier cas la firme fait un profit d'aubaine, dans le second une perte exceptionnelle. *Si* au niveau macroéconomique les firmes sont en situation de perte, deux solutions s'offrent à elles à la période de production suivante : soit elles réduisent leurs coûts en réduisant leur niveau de production et le volume des facteurs de production qu'elles emploient, ou bien en réduisant le prix qu'elles payent aux facteurs de production ; soit elles augmentent le prix unitaire auxquelles elles vendront leurs biens.

### 3.2. LES ANTICIPATIONS DES ENTREPRENEURS AU CŒUR DE L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES

---

Au cœur de cette relation entre coûts, prix et profits se situent donc les anticipations des entrepreneurs. La hausse des prix à l'origine d'un phénomène inflationniste est l'existence d'anticipations optimistes, et parfois irréalistes, des producteurs relatives à la demande future de leurs produits. Puisque les coûts de facteur constituent également un revenu monétaire (*money income*) pour la communauté qui les loue aux firmes, Keynes estime que la hausse initiale des prix n'est pas due à une tentative par les entrepreneurs de limiter leurs pertes *a posteriori* une fois les recettes de vente comparées aux coûts engagés en début de période ; elle résulte bien plutôt de la hausse de la demande de biens de consommation initiée par la hausse des revenus monétaires, que les entrepreneurs ne peuvent pas immédiatement et intégralement satisfaire étant donnés les délais nécessaires à la production de biens supplémentaires. La loi de l'offre et de la demande les conduit donc à augmenter les prix qu'ils pratiquent, ce qui leur permet de faire un profit d'aubaine immédiat.

Dans une contribution à l'*Harmsworth's Universal History of the World* consacrée au « Chaos Économique en Europe » (*Economic Chaos of Europe*) et publiée en juin 1929, Keynes prend pour exemple de ce processus d'inflation par la demande la période de 1919-1922 durant laquelle l'Europe et le monde ont connu une succession de forte inflation puis de déflation. Il y écrit que :

[...] the combination of abundant money incomes with a shortage of ready goods could only have one result. From April 1919 to February 1920 the prices of raw materials rose in England by an average amount of 4 per cent a month, and this was representative of what was going on all over the world. As a consequence, every producer was selling his goods for more than he had anticipated, and at a substantial surplus above his cost of production. Windfalls on this scale to all holders of commodities had never been experienced before, whilst the difficulty of distinguishing between what might be a more or less permanent increase in price due to the lasting consequences of war finance, and the temporary additional excess superimposed on this by the trade boom, interfered with accurate forecast even by those who knew very well that trade booms come and pass away again. (Keynes, 1929b, p. 355)

La causalité initiale est donc la suivante : les revenus *monétaires* ont augmenté suffisamment pour que les producteurs aient des anticipations optimistes (relativement) justifiées concernant l'évolution future de la demande de biens de consommation ;

### 3.2. LES ANTICIPATIONS DES ENTREPRENEURS AU CŒUR DE L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES

---

en présence d'un rationnement de l'offre lié aux délais nécessaires pour augmenter le volume de production, les entrepreneurs tendent à augmenter leurs prix, car ils prévoient que cette hausse n'entravera pas trop fortement la hausse de la demande qu'ils anticipent ; le profit d'aubaine qu'ils font à cette occasion stimule alors l'emploi d'une quantité accrue de facteurs de production dans le but d'augmenter le volume de production et d'épuiser toutes les opportunités de profit. L'économie entre ainsi dans une période de boom économique. En conséquence, les cycles économiques sont principalement et logiquement un phénomène monétaire, puisque leur existence même est due à des perturbations dans la sphère monétaire.

Keynes précise donc les causes initiales de l'inflation, mais il ne les explique pas vraiment. En effet, la hausse initiale des revenus des facteurs n'est pas étudiée en tant que telle ; il n'est pas indiqué si elle résulte de négociations entre les salariés et le patronat par exemple. La période de 1919–1922 traitée dans l'article de l'*Harmsworth's Universal History* est d'ailleurs très particulière : la revalorisation des salaires nominaux a lieu au sortir d'une guerre longue de quatre ans ; il est possible d'avancer que la hausse des revenus monétaires correspondante est soit un ajustement par rapport à la modération salariale propre aux temps de conflit, soit une manière de « récompenser » la main-d'œuvre revenue du front. L'auteur ne s'étend guère sur le sujet. De fait, la perturbation initiale ayant causé la première hausse des prix est presque présentée comme un évènement parfaitement exogène<sup>3</sup>, sur lequel il n'est pas nécessaire de disserte<sup>4</sup>. Il est vrai que l'intérêt principal de l'auteur concerne les mouvements inflationnistes et déflationnistes, et non le simple ajustement des prix. Si les prix augmentent de manière à uniquement compenser la hausse des salaires nominaux, de telle sorte que le profit des firmes n'est pas affecté et que le revenu *réel*

---

3. De ce point de vue, Keynes n'échappe pas complètement à la critique qu'il avait lui-même adressée à Fisher dans sa revue de 1911, lorsqu'il lui reprochait de négliger les premières phases d'un mouvement inflationniste et de suggérer que « when new gold has been issued, prices rise automatically by a sort of natural magic » (Keynes, 1911, p. 377). La différence entre les deux économistes est que pour Fisher, l'exogénéité porte sur l'afflux d'or dans les réserves de la banque centrale, quand pour Keynes, il s'agit des négociations entre salariat et patronat.

4. Il est intéressant de remarquer que de manière générale, la question des salaires et des négociations salariales est grandement survolée dans les œuvres théoriques de Keynes, à l'exception notable du Chapitre 19 de la *Théorie Générale*. Ainsi, comme nous le démontrerons à la section 6.4, la question de la relation salaires-inflation est à peine abordée par l'auteur dans sa recherche des différentes sources potentielles de fluctuations des prix dans le *Treatise*. De même, les 18 premiers Chapitres de la *Théorie Générale* font l'hypothèse explicite que les salaires nominaux et plus généralement les prix sont fixés, cette hypothèse étant levée au Chapitre 19 qui étudie l'impact d'une variations des salaires nominaux sur l'équilibre de sous-emploi.

### 3.2. LES ANTICIPATIONS DES ENTREPRENEURS AU CŒUR DE L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES

---

de la communauté reste inchangé, alors le mécanisme inflationniste n'a *a priori* pas lieu d'être. Or, ce que Keynes cherche à démontrer est le fait qu'une hausse initiale des prix ne donne lieu à un mouvement inflationniste (sur une période suffisamment longue pour être considéré comme tel) que lorsqu'interviennent les anticipations des entrepreneurs.

A ce titre le *Tract* offre une analyse complète du mouvement cyclique des prix et des quantités qui explique la persistance et la continuité de l'inflation à travers le temps au-delà de l'impulsion initiale, c'est-à-dire une fois que le problème de l'insuffisance de l'offre par rapport à la demande est résolu. Cette explication repose intégralement sur les anticipations de profit des entrepreneurs, puisque « the continuous enjoyment of such profits engenders an expectation of their renewal » (Keynes, 1923, p. 18). Les entrepreneurs commettraient en quelque sorte l'erreur de croire que les profits d'aubaine dont ils bénéficient du fait de l'ajustement momentané des prix à la demande (elle-même artificiellement gonflée par un déséquilibre monétaire temporaire) sont permanents :

[...] an expectation about the course of prices tends, if it is widely held, to be cumulative in its results up to a certain point. If prices are expected to rise and the business world acts on this expectation, that very fact causes them to rise for a time and, by verifying the expectation, reinforces it [...]. Thus a comparatively weak initial impetus may be adequate to produce a considerable fluctuation. (Keynes, 1923, p. 34)

Le processus inflationniste est ainsi auto-entretenu, mais tend également à rendre les entrepreneurs plus réactifs et dépendants des signes qu'ils *perçoivent* ou *ressentent* concernant la demande future anticipée. Constatant qu'il y a une hausse générale des prix et que celle-ci ne freine que modérément la demande de leurs produits, ils voient dans cette hausse une preuve de la réalité de leurs anticipations optimistes de début de période, justifiant leur comportement au cours de cette période et la poursuite de ce comportement au cours de la période de production suivante.

Ce réflexe peut lui-même se justifier, au moins à court terme, si l'augmentation de la production et de l'emploi est telle qu'elle génère un sentiment général ou une « atmosphère » d'optimisme au sein de l'économie, conduisant par exemple la communauté à augmenter son niveau de consommation. C'est précisément l'examen que fait Keynes de la situation qu'a connue le monde en 1920–1921 dans sa contribution à l'*Harmsworth's Universal History* :

### 3.2. LES ANTICIPATIONS DES ENTREPRENEURS AU CŒUR DE L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES

---

For all these reasons, the merchants and middlemen in all quarters of the world overordered enormously. And this overordering produced in the world at large [...] a general atmosphere of spurious prosperity and excitement. Employment was excellent, and so long as prices continued to rise profits were enormous. (Keynes, 1929b, p. 356)

Même si la cause initiale, effective, de l'expansion économique était durant cette période historique des perturbations dans la sphère monétaire<sup>5</sup> causées par des revenus monétaires trop élevés, la concrétisation de ces perturbations dans la sphère réelle passait par les anticipations des producteurs, qui elles-mêmes dépendent du motif capitaliste de recherche du profit.

Il convient de remarquer que si les anticipations des investisseurs sont essentielles dans la détermination (ou la fluctuation) du niveau général des prix et donc de la valeur *interne* de la monnaie, elles jouent également un rôle considérable dans la détermination de la valeur *externe* d'une devise, c'est-à-dire de son taux de change. Dans le Chapitre 3 du *Tract*, juste après avoir proposé sa reformulation de l'équation quantitative de la monnaie, Keynes entreprend une réflexion sur la théorie de la parité du pouvoir d'achat. Reconnaisant les mérites d'une telle théorie, il ne peut qu'en constater les limites dans son application pratique. Selon lui, « the actual exchanges are often more sensitive and more volatile than the purchasing power parities, being subject to speculation [...] and to *anticipations* of impending changes in purchasing power parities (due to relative inflation or deflation) » (Keynes, 1923, p. 72).

Étant donné que le mouvement inflationniste repose essentiellement sur la poursuite d'anticipations optimistes, il arrive nécessairement un temps où la différence entre les prévisions des producteurs et la réalité devient trop grande pour permettre à la hausse des prix de se poursuivre, pour la simple raison que la hausse de la demande est toujours plus freinée par l'inflation. Comme l'écrit Keynes dans sa contribution de 1929, « the apparent prosperity carried within it the seeds of an inevitable reaction » (Keynes, 1929b, p. 356). Cette idée est également présente dans le *Tract* où elle est avancée comme une sorte de mise en garde morale contre tout laxisme de la part des autorités monétaires à l'égard de l'inflation. Celle-ci est bien accueillie par

---

5. Nous entendons par sphère monétaire la partie de l'économie concernée par les prix et les variables nominales, telles que les salaires nominaux, par distinction de la sphère réelle correspondant aux quantités physiques de biens produits et échangés.

### 3.2. LES ANTICIPATIONS DES ENTREPRENEURS AU CŒUR DE L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES

---

les entrepreneurs pour autant qu'elle génère des profits d'aubaine ; mais une période prolongée d'inflation forte leur fait risquer de perdre leur « esprit entrepreneurial » (ce que l'auteur nomme également et plus simplement l'« entreprise ») et fait d'eux des « profiteurs » au regard du reste de la communauté :

To convert the business man into the profiteer is to strike a blow at capitalism, because it destroys the psychological equilibrium which permits the perpetuance of unequal rewards. The economic doctrine of normal profits, vaguely apprehended by every one, is a necessary condition for the justification of capitalism. The business man is only tolerable so long as his gains can be held to bear some relation to what, roughly and in some sense, his activities have contributed to society.

This, then, is the second disturbance to the existing economic order for which the depreciation of money is responsible. If the fall in the value of money discourages investment, it also discredits enterprise. (Keynes, 1923, p. 24-25)

Cet état des affaires ne peut donc se prolonger au-delà d'une certaine période de temps, car la demande ne peut plus augmenter autant que l'offre et les prix, et finit par s'ajuster à ces derniers, c'est-à-dire à diminuer. Ceci était apparemment le cas en 1920, selon la contribution à l'*Harmsworth's Universal History of the World* :

Business men were entering into commitments on a scale greatly in excess of the current rate of consumption and at a price level above that which the currency systems of the world could support, hugely inflated though they were, when once the actual goods were coming into existence and needing finance.

It was not long, therefore, before the money incomes of consumers were inadequate to purchase the gradually increasing volume of goods which were coming forward at a price level equal to the price which manufacturers had been anticipating, or to their actual cost of production. As early as the spring of 1920 the tide had already begun to turn, and by the summer of 1920 prices had begun to fall again almost as rapidly as they had previously risen. (Keynes, 1929b, p. 356)

Dans le *Tract*, il est également noté que la dépression, définie et causée par une baisse des prix, est nécessairement la conséquence du mouvement inflationniste qui la précède :

### 3.2. LES ANTICIPATIONS DES ENTREPRENEURS AU CŒUR DE L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES

---

In due course came the depression, with falling prices, which operate on those who hold stocks in a manner exactly opposite to rising prices. Excessive losses, bearing no relation to the efficiency of the business, took the place of windfall gains ; and the effort of every one to hold as small stocks as possible brought industry to a standstill, just as previously their efforts to accumulate stocks had over-stimulated it. Unemployment succeeded profiteering as the problem of the hour. (Keynes, 1923, p. 25)

La cause de cette dépression est exactement de la même manière que celle de l'inflation, à savoir les anticipations des producteurs. Tout comme la perspective d'une future hausse des prix (initiée par une hausse de la demande à offre constante) est suffisante pour inciter les entrepreneurs à initier un nouveau processus de production afin d'épuiser toutes les opportunités de profit, ainsi « a *general fear* of falling prices may inhibit the productive process altogether ». Considérant que « the *fact* of falling prices injures entrepreneurs », il en résulte que « the *fear* of falling prices causes them [the business men] to protect themselves by curtailing their operations » (Keynes, 1923, p. 34). Or, « it is upon the aggregate of their individual estimations of the risk, and their willingness to run the risk, that the activity of production and of employment mainly depends » (Keynes, 1923, p. 34). Il suffit que cette volonté (*willingness*) s'atténue au regard de prévisions de pertes exceptionnelles futures pour qu'il y ait une baisse immédiate du nombre de nouveaux processus de production engagés, ce qui entraîne un ralentissement puis une baisse de l'emploi des facteurs de production. Ceci génère une atmosphère pessimiste au sein de l'économie, notamment lorsque « the period of depression has exacted its penalty from the working classes [...] in the form of unemployment » (Keynes, 1923, p. 28). Cela se traduit par une nouvelle baisse de la demande de biens de consommation, qui légitime *a posteriori* les craintes formulées *a priori* par les producteurs sur l'évolution future de la demande. Or, « a probable expectation of deflation is bad enough ; a certain expectation is disastrous » (Keynes, 1923, p.119) : si l'anticipation d'une baisse des prix se confirme, elle engendre une peur accrue d'une future nouvelle baisse par le jeu de la concurrence. En effet, à la suite des premières pertes et du constat de sa sur-production, une firme n'a pas d'autre choix pour écouler ses stocks que de baisser son prix, si possible à un niveau plus bas que celui des autres firmes afin d'attirer la clientèle vers ses produits plutôt que ceux des concurrents. Ce comportement se généralisant progressivement à l'ensemble des entreprises, il y a un mouvement de

### 3.2. LES ANTICIPATIONS DES ENTREPRENEURS AU CŒUR DE L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES

---

forte baisse du niveau général des prix qui incite les firmes à baisser encore plus leurs prix dans le but d'attirer une clientèle toujours plus importante et ainsi compenser en partie la baisse du prix unitaire par une hausse des quantités vendues.

L'économie entre dans une phase de dépression et de déflation auto-entretenu jusqu'à ce que la cause initiale de ce cycle particulier – des revenus monétaires trop élevés – soit éliminée par la réduction des revenus des facteurs ; ou bien jusqu'à ce que les anticipations de profit des entrepreneurs redeviennent optimistes. La seconde option est la plus probable, car elle est causée par les effets mêmes de la dépression sur le pouvoir d'achat des consommateurs<sup>6</sup>. Si une baisse des prix est une perspective négative du point de vue des entrepreneurs, elle est accueillie favorablement par les consommateurs car elle leur permet à niveau de revenu monétaire égal d'acheter une quantité plus importante de biens de consommation. Or, « [an] increased purchasing power of the working classes stimulates the demand for a grater variety of goods, and there is a tendency to rise on the part of all prices—some sooner, some later » : à mesure que les firmes se font concurrence sur le prix pour détourner la demande de leurs rivales, elles accroissent non seulement la demande pour leurs propres produits, mais également la demande totale en biens de consommation. Peu à peu, une situation de sous-capacité de production se fait à nouveau jour, incitant les firmes à réaugmenter leurs prix. De ce fait-même, la tendance à la hausse du niveau général des prix « is thus brought into existence » (Keynes, 1910b, p. 779), conformément au mécanisme des anticipations inflationnistes. Une seconde phase de boom économique est alors initiée, et peut se prolonger selon les mêmes modalités que la première. Il faut toutefois noter que Keynes ne développe guère l'analyse de ce point de retournement du cycle, et évacue même la possibilité que l'augmentation du chômage concomitante à la phase de déflation puisse contrebalancer l'effet de la baisse des prix sur la demande, du fait de la baisse des revenus du travail qu'elle engendre au niveau macroéconomique. Comme nous le démontrerons dans la deuxième partie de la thèse, c'est probablement l'incapacité de ce cadre d'analyse – encore en partie présent dans le *Treatise* – à expliquer la persistance de la déflation au début des années 1930 qui a conduit l'auteur à écrire la *Théorie Générale*.

---

6. Il convient ainsi de remarquer que dans son analyse des fluctuations de prix de la période 1920-1922, Keynes estime que la cause initiale des perturbations que le Royaume-Uni a connu, c'est-à-dire des revenus de facteurs trop élevés, n'a pas trouvé de solution au sortir de la période de déflation : « In 1923 British wage rates stood at an appreciably higher level above the pre-war rates than did the cost of living, if allowance is made for the shorter hours worked » (Keynes, 1923, p. 28).

### 3.2. LES ANTICIPATIONS DES ENTREPRENEURS AU CŒUR DE L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES

---

De manière générale, la narration analytique d'un cycle économique typique dans les écrits de jeunesse relève en grande partie d'une conception des fluctuations économiques comme étant exogènes, c'est-à-dire dépendantes d'un « choc initial » (pour reprendre, avec quelques libertés, la terminologie de la théorie des cycles réels actuelle). Même si le cycle initial porte en lui les graines d'une succession de phases ascendantes et descendantes ultérieures, celles-ci sont supposées être moins amples et conduire à un retour progressif à l'équilibre initial. En effet, Keynes reste dans les années 1920 convaincu que les mouvements cycliques de la production et des prix ne sont que des phénomènes de court terme, transitoires, et contre lesquels les autorités monétaires devraient lutter puisque par essence ils n'affectent pas la richesse réelle de l'économie. Le mouvement inflationniste est généré par l'existence d'un déséquilibre *monétaire* qui est sensé disparaître à la fin du cycle complet de telle sorte que l'équilibre est restauré (en supposant qu'aucun autre choc n'affecte l'économie entre-temps).

A fluctuation in the measuring-rod of value does not alter in the least the wealth of the world, the needs of the world, or the productive capacity of the world. It ought not, therefore, to affect the character or the volume of what is produced. (Keynes, 1923, p. 30)

En d'autres termes, les fluctuations de court terme ne sont que des mouvements d'ajustement à une perturbation dans la sphère monétaire. En l'absence de telles perturbations, l'activité économique procède selon un rythme stationnaire, compatible avec le maintien de l'équilibre sur les marchés des biens. Dans l'un des cours donnés à Cambridge en 1910–1914, il est ainsi noté que :

Apart from credit booms it seems likely that the annual rise of prices during the next few years can hardly be less than 2 or 3 per cent. Credit booms and depressions are likely, of course, to make the upward movement irregular. (Keynes, 1910b, p. 776)

Les phases d'inflation et de déflation de court terme, parfois violentes, déstabilisent le cours naturel du progrès économique car elles forcent les agents, en particulier les entrepreneurs, à réviser très régulièrement leurs anticipations quant aux mouvements de prix futurs. En l'absence de ces phases d'inflation et de déflation, les révisions pourraient être établies rationnellement sur la base du rythme tendanciel de long terme du niveau général des prix, ce qui stabiliserait l'activité économique autour de cette tendance.

### 3.2. LES ANTICIPATIONS DES ENTREPRENEURS AU CŒUR DE L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES

---

De fait, la stabilisation des prix autour d'une tendance de long terme peut même être garantie par la simple absence d'anticipations inflationnistes (ou déflationnistes) de la part des entrepreneurs. Dans le *Tract* il est fait allusion à plusieurs reprises (Keynes, 1923, p. 10–11, par exemple) au fait que la principale différence entre la période d'avant-guerre et celle de l'après-Première Guerre Mondiale réside dans la confiance que les agents ont dans la stabilité des prix et de la monnaie. Avant la guerre, la valeur de la monnaie avait connu une grande stabilité pendant plus de cent ans, de sorte que les individus avaient été habitués à croire une telle stabilité permanente ; en d'autres termes, même lorsqu'il y avait occasionnellement un ajustement à la hausse ou à la baisse des prix, les agents n'anticipaient pas que cette hausse ou cette baisse puisse conduire à un mouvement inflationniste ou déflationniste à l'avenir, ce qui permettait de stabiliser rapidement le niveau général des prix. A l'inverse, dans l'immédiat après-Première Guerre, les individus ont expérimenté plusieurs périodes de fortes inflations et déflations successives, les conduisant à perdre leur confiance en la stabilité de la monnaie et à développer des anticipations plus promptes à un emballement, à la hausse comme à la baisse. Ceci permettrait selon l'auteur de comprendre au moins en partie l'instabilité des prix au début des années 1920 et les fortes déviations que ceux-ci connaissent par rapport à la tendance de long terme.

Dès lors, il existe une légitimité à l'intervention contre-cyclique de la banque centrale. Cette intervention repose essentiellement sur la nécessité d'*empêcher* toute fluctuation, et non pas uniquement d'en atténuer les effets négatifs (contrairement à la position défendue par Keynes dans la *Théorie Générale* sur l'intervention des autorités publiques en économie). Anticipant dans le Chapitre 1 du *Tract* les recommandations de politique monétaire faites au Chapitre 5, l'auteur note ainsi que :

It is one of the objects of this book to urge that the best way to cure this mortal disease of individualism [the oscillatory movements of prices] is to provide that there shall never exist any confident expectation either that prices generally are going to fall or that they are going to rise ; and also that there shall be no serious risk that a movement, if it does occur, will be a big one. (Keynes, 1923, p. 35)

Il convient en effet de souligner que si les fluctuations de prix telles que présentées dans les ouvrages de jeunesse sont de nature exogène par leur cause initiale, l'ensemble du mouvement des prix, une fois initié par une quelconque perturbation

### 3.2. LES ANTICIPATIONS DES ENTREPRENEURS AU CŒUR DE L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES

---

nominale, repose sur les anticipations des agents, et plus particulièrement sur celles des entrepreneurs et des investisseurs. C'est pour cette raison que Keynes appelle de ses vœux une politique monétaire nouvelle, *affirmant* la primauté de la stabilité des prix internes plutôt que de la stabilité du taux de change et agissant en conséquence, afin de limiter le risque d'un emballement des prévisions inflationnistes des agents qui conduirait effectivement à un cycle d'inflation et de déflation. Il s'agit pour la banque centrale autant de réaliser les conditions rendant possible une stabilité des prix que de *rassurer* les investisseurs et les épargnants sur la stabilité de la valeur de la monnaie, de leur donner *confiance* en cette stabilité et (implicitement) en leur monnaie<sup>7</sup>. Quand bien même ces efforts échoueraient, il estime que ce serait malgré tout « an improvement on the policy of sitting quietly by, whilst a standard of value, governed by chance causes [...], produces expectations which paralyse or intoxicate the government of production » (Keynes, 1923, p. 35).

La conception que l'auteur fait des fluctuations et des cycles est ainsi très « classique », tant au sens commun du terme – Keynes perçoit encore les fluctuations de court terme comme des phénomènes liés à un déséquilibre temporaire, c'est-à-dire une déviation par rapport à un équilibre supposé optimal – qu'en son sens strictement économique : les fluctuations de prix sont nées d'une perturbation dans la sphère monétaire, et même si elles peuvent affecter à court terme le volume de l'investissement et de la production, elles n'altèrent pas le niveau d'activité à moyen ou long terme. L'analyse du mécanisme de diffusion des fluctuations de prix indique toutefois une spécificité de la pensée de Keynes, qui est présente dans ses ouvrages de jeunesse aussi bien que dans ses écrits ultérieurs, à savoir l'importance donnée aux anticipations des investisseurs et des entrepreneurs. Si l'on se réfère à la terminologie et aux concepts de la *Théorie Générale*, c'est fondamentalement l'existence d'une incertitude quant à l'avenir qui est la cause des phénomènes inflationnistes, car les agents sont conduits à établir leurs anticipations concernant l'avenir à partir des données partielles qu'ils possèdent ou perçoivent dans l'instant présent. En d'autres termes, ils n'ont d'autre choix pour décider de leur comportement à moyen et long terme que de recourir à l'observation de l'instant présent pour établir leurs prévi-

---

7. Keynes développe une idée similaire concernant la stabilisation des taux de change : « stability of the exchange from day to day cannot be maintained merely by the *fact* of stability [...]. It is necessary also that bankers should have a sufficiently certain *expectation* of such stability to induce them to look after the daily and seasonal fluctuations of the market in return for a moderate commission » (Keynes, 1923, p. 93).

### 3.2. LES ANTICIPATIONS DES ENTREPRENEURS AU CŒUR DE L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES

---

sions du futur ; c'est pourquoi une hausse (ou une baisse) des prix même faible peut générer un mouvement inflationniste (ou déflationniste) important, à la manière des bulles spéculatives sur les marchés financiers.

Si, comme nous le démontrerons dans la deuxième partie de la thèse, cette thématique des anticipations est (en apparence) moins présente dans la *Treatise*, elle n'en est pas absente pour autant, notamment à travers les comportements spéculatifs des agents vis-à-vis de l'épargne et de l'investissement – les deux variables qui sont précisément déterminantes dans l'analyse du cycle du crédit. Mais ce n'est qu'à partir du moment où Keynes entreprend la réécriture du *Treatise* qui donnera lieu à la *Théorie Générale* que cette thématique devient véritablement centrale, coïncidant avec un déplacement de l'intérêt principal de l'auteur depuis les questions monétaires vers le problème de l'emploi et du chômage.

### 3.2. LES ANTICIPATIONS DES ENTREPRENEURS AU CŒUR DE L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES

---

## Chapitre 4

# Des écrits de jeunesse au *Treatise on Money* : la rupture avec une conception pré-monétariste de l'économie

Bien que sa formation initiale marshallienne et son admiration pour les travaux de Fisher sur l'équation quantitative de la monnaie aient conduit Keynes à considérer d'abord la monnaie de façon classique et très orthodoxe, il en est venu très rapidement à exprimer sa conviction que la monnaie et le système bancaire pouvaient et devaient jouer un rôle actif dans une économie. L'analyse du niveau général des prix et de ses fluctuations représente pour lui, non seulement un intérêt en soi, mais surtout un intérêt dans sa relation avec les conditions dans lesquelles les décisions d'investissement sont prises. Que ce soit à travers son effet sur le taux d'intérêt – qui guide implicitement les prix des actions et des autres actifs financiers sur les marchés – ou à travers la nécessité de maintenir une unité de compte monétaire stable pour faciliter le prêt de fonds aux investisseurs, le système bancaire a une influence sur la dynamique de l'économie. Dans cette perspective, la question de la politique monétaire et celle des cycles sont intrinsèquement liées : d'une part, des changements dans le niveau d'activité économique peut entraîner un changement du niveau général des prix du fait des mécanismes de marché ; d'autre part, une politique monétaire active peut, et même devrait, influencer le niveau des prix à travers

un contrôle de la masse monétaire en circulation. Ceci explique pourquoi Keynes préférait le terme de « cycle du crédit » à celui de cycle économique dans ses œuvres de jeunesse, considérant que les fluctuations économiques sont d'abord monétaires par essence.

Le *Treatise* publié en 1930 peut donc être considéré comme une synthèse structurée et mieux argumentée des différents travaux, académiques ou non, menés par l'auteur dans la sphère de l'économie, et plus particulièrement dans le domaine de l'économie monétaire. Il marque cependant une nouvelle étape dans l'évolution intellectuelle de Keynes, notamment car il est l'occasion d'une première réflexion véritablement théorisée sur la question des cycles ; et de façon plus importante encore, car c'est la première fois que l'auteur envisage la possibilité que la relation entre la monnaie et l'investissement, jusque-là considérée en sens unique depuis la sphère monétaire vers la sphère réelle, puisse être inversée pour expliquer l'origine des fluctuations économiques. Ceci démontre qu'il y a une véritable rupture idéologique entre le *Tract* et le *Treatise*.

Les ouvrages de jeunesse développent en effet des idées proches de celles défendues par les monétaristes dans les années 1960–1970. Ces derniers ont cherché à démontrer que les fluctuations de prix, et plus particulièrement l'inflation (qui est le principal problème auquel les économies sont confrontées durant les Trente Glorieuses et juste après le premier choc pétrolier), sont des phénomènes purement monétaires. De la même manière que Keynes insiste sur l'importance de la stabilité de la valeur de la monnaie pour garantir un effort d'investissement suffisant, Friedman considère que la stabilité des prix est une condition *sine qua non* à la réalisation de l'optimum économique et social. Un autre point commun entre l'auteur et les monétaristes concerne leur rejet du système d'étalon-or. Keynes est d'abord opposé au retour du Royaume-Uni à ce système *aux parités d'avant-guerre*, mais devient progressivement très critique à l'égard du principe même de l'étalon-or, qui selon lui contraint fortement l'efficacité des politiques monétaires à rétablir les équilibres internes. De même, Friedman est un partisan de la « règle monétaire » (par contraste avec les politiques discrétionnaires), qu'il est difficile de mettre en place dans un système de parité fixe avec l'or<sup>1</sup>.

---

1. Pour une étude plus détaillée des relations entre Keynes et les monétaristes, voir Weintraub (1971) ; pour une comparaison des positions respectives de Keynes et Friedman sur les politiques monétaires discrétionnaires, voir Rivot (2013).

## DES ÉCRITS DE JEUNESSE AU *TREATISE ON MONEY* : LA RUPTURE AVEC UNE CONCEPTION PRÉ-MONÉTARISTE DE L'ÉCONOMIE

---

Ce n'est par conséquent pas étonnant que Friedman, généralement très critique à l'égard de la théorie keynésienne, ait eu une certaine admiration pour le *Tract*. Dans un article datant de 1997, il confesse que :

I am one of a small minority of professional economists who regard his *Tract on Monetary Reform* (1923), not the *General Theory*, as his best book in economics. Even after sixty-five years, it is not only well worth reading but continues to have a major influence on economic policy. (Friedman, 1997, p. 2)

Il est vrai que dans son approche des phénomènes monétaires à strictement parler, l'ouvrage de 1923 est plus cohérent et plus novateur que le *Treatise on Money* (qui se montre pour sa part plus complet et plus systématique d'un point de vue formel, mais dans lequel la transition vers des considérations plus « réelles » est déjà entamé) et *a fortiori* que la *Théorie Générale*, où la monnaie est traitée non en tant que telle, mais en tant que composante de la demande globale. Dans ses propositions de politique monétaire également, le *Tract* est différent des deux autres ouvrages théoriques de Keynes, dans la mesure où il établit un certain équilibre entre une approche en termes de règle monétaire<sup>2</sup> et la nécessité de politiques discrétionnaires pour lutter contre les effets néfastes des déséquilibres transitoires des prix<sup>3</sup>.

Le *Treatise* est, à l'inverse, tout à la fois plus « classique » – du point de vue formel ou de certaines idées concernant la politique monétaire, inspirées de la tradition néoclassique cambridgienne – et plus « keynésien » – du point de vue de la centralité de l'investissement dans la dynamique économique et de la mobilisation de certains concepts qui anticipent ceux de la *Théorie Générale*. L'ouvrage de 1930 marque donc la rupture avec une conception pré-monétariste de l'intervention des pouvoirs publics dans le champ économique, ainsi que le passage depuis un « premier Keynes », encore influencé par les enseignements de Marshall, vers le « Keynes de la *Théorie Générale* » qui a révolutionné l'histoire de la macroéconomie par son analyse de la demande effective.

---

2. La validité à long terme de la théorie quantitative de la monnaie est reconnue, même si l'auteur évoque de façon quelque peu provocatrice le fait que « in the long run we are all dead » (Keynes, 1923, p. 65).

3. Moggridge et Howson (1974) proposent un examen plus détaillé de l'évolution de la conception que se fait Keynes de la politique monétaire depuis 1910 jusqu'en 1946.

DES ÉCRITS DE JEUNESSE AU *TREATISE ON MONEY* : LA RUPTURE  
AVEC UNE CONCEPTION PRÉ-MONÉTARISTE DE L'ÉCONOMIE

---

## Deuxième partie

Le *Treatise on Money*, synthèse  
de la pensée du « premier  
Keynes » et développement de la  
théorie du cycle du crédit



Peu après la parution de *The Economic Consequences of Mr. Churchill* (Keynes, 1925), Keynes commence l'écriture d'un ouvrage théorique destiné à asseoir sa réputation au sein du monde académique britannique, en offrant une revue exhaustive des principaux sujets d'économie monétaire qui occupent ses écrits de jeunesse. La rédaction du *Treatise on Money* prend plusieurs années, le texte étant abondamment corrigé et retravaillé au fur et à mesure que les idées de l'auteur ont évolué depuis une position purement monétaire (voire monétariste) de l'économie à une approche plus sensible aux problèmes de production et d'investissement, sous l'influence de Robertson d'abord (dont la monographie *Banking Policy and the Price Level* est publiée en 1926), puis d'auteurs plus éloignés de la tradition néoclassique anglaise comme Wicksell ou Schumpeter.

A sa publication en 1930, le *Treatise* est scindé en deux volumes, l'un théorique et l'autre plus empirique, bien que la distinction entre les deux volumes soit assez vague (les premiers Chapitres du premier Volume sont par exemple centrés sur la pratique monétaire et bancaire, plutôt que sur la théorie de la monnaie); suivant la numérotation des *Collected Writings*, nous dénoterons le premier Volume (« The Pure Theory of Money ») comme le Volume V et le second Volume (« The Applied Theory of Money ») comme le Volume VI. Dans le cadre de notre thèse sur l'évolution de la théorie keynésienne des fluctuations et des cycles, nous nous focaliserons sur le Volume V, en ne recourant qu'à une étude ciblée de certains passages du Volume VI lorsqu'ils permettent un éclaircissement des concepts et de l'analyse théorique. Les Livres I et II du Volume V s'intéressent à la nature et la valeur de la monnaie, et ne seront étudiés que brièvement. En revanche, les Livres III et IV constituent une analyse macroéconomique en partie formalisée de la détermination et de l'évolution des prix, et sont au centre de cette deuxième partie de la thèse.

La question des fluctuations et des cycles économiques dans le *Treatise* occupe en effet majoritairement le Livre IV, intitulé « The Dynamics of the Price Level ». Le Livre III consacré à « The Fundamental Equations for the Value of Money », c'est-à-dire au système d'équations permettant de déterminer l'équilibre dans l'économie monétaire et bancaire qu'il étudie, décrit les facteurs déterminant le niveau des prix à la consommation et le niveau de prix de la production globale (*the price level of output as a whole*). Au-delà des définitions qui y sont données des principales variables de son modèle, c'est bien la constitution d'un système d'équilibre statique à court terme qui est l'enjeu majeur de ce Livre, afin de proposer une alternative à

la théorie quantitative de la monnaie reformulée par Fisher et Brown (1911). Dans le Livre IV, Keynes aborde les causes d'un changement dans ces niveaux et déduit de ces différentes causes une typologie des fluctuations économiques tant monétaires que réelles. Dès lors, ce Livre peut être considéré comme l'extension dans le champ de l'analyse dynamique du modèle statique qui est développé dans le Livre III. Keynes y annonce le mécanisme d'ajustement entre l'épargne et l'investissement, rendu célèbre par l'interprétation faite par Hicks de la *Théorie Générale* dans « Mr. Keynes and the Classics » (Hicks, 1937), et qui est ici placé au cœur de son analyse des fluctuations et des cycles.

Or, comme l'explique Hanin (2003), la compréhension des fluctuations par l'auteur repose sur l'hypothèse qu'un cycle est nécessairement un phénomène de déséquilibre, provoqué par un facteur perturbateur. En l'absence d'un tel facteur, l'économie est (ou retourne spontanément) à l'équilibre. L'analyse dynamique des cycles ne peut avoir lieu que pour autant que l'économie dévie de son état d'équilibre macroéconomique. C'est pourquoi, avant de nous intéresser à cette analyse, il nous faut commencer par présenter les « équations fondamentales » définissant cet équilibre. Le chapitre 5 propose un examen détaillé des variables et équations principales du modèle macroéconomique simple présenté dans le Livre III du *Treatise*, en démontrant que deux thématiques en ressortent : d'une part, ce modèle s'inspire fortement des principes néoclassiques d'optimisation, en supposant que l'équilibre n'est atteint que lorsque le niveau agrégé des profits des firmes est nul ; d'autre part, il s'en éloigne, puisque la variable-clé du système économique est l'investissement (et non l'épargne comme dans un modèle classique). Le chapitre se conclut sur l'identification des trois types de changements des prix sur lesquels repose la nomenclature des fluctuations économiques de l'ouvrage.

Le chapitre 6 étudie deux de ces trois types, qui ont en commun d'être des facteurs monétaires ou nominaux plutôt que des facteurs réels. Keynes propose à cette occasion une nouvelle réécriture de l'équation quantitative de Fisher, différente de celle présente dans le *Tract* et que nous avons examinée au chapitre 1. Cette équation introduit la distinction entre deux motifs de demande de monnaie, l'un correspondant aux besoins « industriels » des ménages et des firmes (la circulation industrielle), l'autre correspondant aux besoins « financiers » des investisseurs et des épargnants (la circulation financière). Chacun de ces motifs définit une sous-catégorie du premier type de changement des prix : l'instabilité de la circulation

financière est due aux changements d'opinion au sein de la communauté financière entre optimisme et pessimisme ; tandis que l'instabilité de la circulation industrielle est due au changement dans les rémunérations des facteurs de production. Cette même source d'instabilité définit également le deuxième type de changement des prix, reposant sur un mécanisme de spirale salaires-inflation, mais qui est à peine développé dans le *Treatise*.

Le chapitre 7 examine pour sa part le troisième type de changement des prix, à l'origine d'une théorie du « cycle du crédit » (*credit cycle*), qui est la principale contribution à la théorie des fluctuations économiques de l'ouvrage et qui s'inscrit dans une relative continuité avec les écrits de jeunesse. Ce terme est introduit au Chapitre 16 du Livre IV, où il est substitué à celui de « cycle du commerce » (*trade cycle*) ou à celui de « cycle des affaires » (*business cycle*) qui sont plus généralement usités dans la littérature de l'entre-deux-guerres, indiquant qu'il s'agit d'une contrepartie monétaire au cycle économique à proprement parler. Pourtant, il est principalement conceptualisé au Chapitre 18, qui se focalise sur le type de fluctuations économiques causé par des variations dans les comportements d'investissement des agents (« Changes due to investment factors »), démontrant que la cause initiale des fluctuations de prix se trouve dans la sphère réelle, à travers l'investissement en capital fixe. L'ambiguïté de la position de Keynes entre théorie monétaire et théorie réelle des cycles est d'autant plus forte que les Chapitres 27 à 29 du Volume VI détaillent les facteurs influençant les variations du taux de l'investissement. L'auteur y confesse même son entier accord avec les théories réelles du cycle de « Tugan-Baranovski, Hull, Spiethoff » (Keynes, 1930d, p. 89) et surtout de Schumpeter, alors même qu'il se considère toujours comme appartenant à l'école néoclassique et qu'il en partage la conviction que l'existence des cycles est la conséquence de perturbations d'ordre monétaire.

Nous montrons à l'occasion de ce chapitre qu'il s'opère dans la pensée de Keynes une évolution significative distinguant le *Treatise* des écrits de jeunesse et anticipant la révolution keynésienne. L'investissement n'est en effet plus entièrement sujet aux conditions monétaires et bancaires de l'économie – même si celles-ci peuvent jouer un rôle important – mais dépend en premier lieu de vagues d'innovations conduisant les entrepreneurs à exploiter de nouvelles opportunités de profit. L'investissement est donc mis à pied égal avec la monnaie comme source des fluctuations économiques, premier pas d'un mouvement en direction d'une théorie réelle des cycles achevée

dans la *Théorie Générale*.

Le chapitre 8 propose précisément de rendre compte de ce mouvement. L'éclatement de la crise de 1929 et les lacunes conceptuelles et analytiques de la théorie du cycle du crédit amènent Keynes à s'interroger de façon plus systématique sur les causes et le déroulement d'une crise et d'une dépression économiques, et à rechercher des solutions autant théoriques que pratiques permettant d'initier une reprise de l'activité et de l'emploi. Nous abordons dans ce chapitre trois ensembles de textes symptomatiques de cette réorientation des enjeux de la théorie des cycles. Tout d'abord, le témoignage de l'auteur devant le *Macmillan Committee on Finance and Industry* (1929–1930) et son mémorandum adressé à l'*Economic Advisory Council* (1930) insistent sur la nécessité de mener des politiques monétaires et budgétaires contra-cycliques pour réunir les conditions favorables à une reprise. Ensuite les conférences de 1931 à l'Université de Chicago introduisent le lien entre chômage et cycle économique. Enfin, les premiers manuscrits et les tables des matières provisoires de la *Théorie Générale*, datés de 1932 et 1933, permettent de mieux comprendre comment le passage du cadre conceptuel du *Treatise* à celui de la *Théorie Générale*, à savoir le principe de la demande effective, a relégué (du moins en apparence) la question des cycles au second plan par rapport à la problématique du chômage.

## Chapitre 5

# L'équilibre macroéconomique à la base d'une théorie des cycles de déséquilibre

Dans le *Treatise*, Keynes cherche à proposer une approche la plus complète possible des phénomènes monétaires et bancaires. Dans cette perspective, la partie analytique et formelle du Volume V repose sur un modèle — de conception assez simple par ailleurs — d'équilibre macroéconomique. C'est à partir de ce modèle que l'auteur tire la plupart de ses conclusions en matière de fixation des prix et des autres variables économiques. C'est également à partir de ce modèle, comme nous le démontrerons, qu'il déduit sa théorie du cycle du crédit. Il s'en justifie ainsi :

The fundamental problem of monetary theory is not merely to establish identities or statistical equations relating (e.g.) the turnover of monetary instruments to the turnover of things traded for money. The real task of such a theory is to treat the problem dynamically, analysing the different elements involved, in such a manner as to exhibit the causal process by which the price level is determined, and the method of transition from one position of equilibrium to another. (Keynes, 1930c, p. 120)

Keynes se positionne de toute évidence par rapport à l'équation quantitative de la monnaie de Fisher et Brown (1911), dans la continuité des premiers travaux théoriques apparus dans le *Tract*. L'importance accordée dans le Volume V au concept de « pouvoir d'achat de la monnaie » (*purchasing power of money*) est même une

référence directe à l'ouvrage dans lequel Fisher a proposé cette reformulation de la théorie quantitative. Keynes maintient sa critique de 1911 concernant cette reformulation, à savoir son manque d'application pratique et surtout son raisonnement fondé sur la dynamique de long terme de la masse monétaire et des prix. Il lui oppose ainsi une étude dynamique, de plus court terme, de la formation et de l'évolution des prix à la consommation et du niveau général des prix, dans le cadre d'un modèle macroéconomique plus large.

En d'autres termes, la « théorie pure de la monnaie » (*The Pure Theory of Money*) se décompose elle-même en deux types d'analyse. Dans le Livre III, elle se fonde sur l'analyse statique d'une situation d'équilibre. L'auteur commence par définir et déterminer formellement les différentes variables intervenant dans la fixation du pouvoir d'achat de la monnaie, c'est-à-dire l'inverse du niveau des prix à la consommation, ainsi que dans la fixation du niveau général des prix (qu'il nomme « the price level of output as a whole », c'est-à-dire le niveau de prix de l'ensemble des produits en circulation dans l'économie). Le modèle ainsi développé repose sur deux « équations fondamentales », présentées comme des évidences théoriques et empiriques ou des truismes. La première équation fondamentale explique que le niveau des prix à la consommation dépend avant tout du rapport entre le coût des facteurs de production et le niveau de production, donc du coût unitaire des facteurs de production, mais aussi de la différence entre le coût de production d'un bien de capital (*capital good*) et le niveau d'épargne macroéconomique. De même, la seconde équation fondamentale met en relation le niveau général des prix avec deux éléments : le coût unitaire des facteurs de production, à nouveau, ainsi que la différence entre le montant de l'investissement et celui de l'épargne. La conclusion que Keynes tire de ces équations est que les prix sont déterminés essentiellement par deux variables : la productivité des facteurs et la relation investissement-épargne. Ce n'est que dans le Livre IV, une fois les conditions d'équilibre définies et établies, que l'auteur passe à une étude dynamique, ou *a minima* en termes de statique comparative, des situations de déviation par rapport à l'équilibre.

Puisque les fluctuations sont entendues dans le *Treatise* – tout comme dans le *Tract* et les autres ouvrages de jeunesse – comme des phénomènes de déséquilibre, nous débiterons notre analyse par la situation d'équilibre à laquelle sont naturellement comparées, voire opposées, les phases de boom et de dépression qui marquent un cycle économique standard. Dans un premier temps, nous définirons les princi-

## 5.1. DÉFINITION DES VARIABLES DU MODÈLE ET DÉTERMINATION DU POUVOIR D'ACHAT DE LA MONNAIE

---

pales variables du modèle conduisant à la première équation fondamentale, déterminant le niveau des prix à la consommation et donc le pouvoir d'achat de la monnaie, et introduisant la problématique récurrente de la relation investissement-épargne. Dans un second temps, nous étendrons l'analyse à la seconde équation fondamentale, déterminant le niveau général des prix. A partir de ces deux équations, nous établirons ensuite les conditions d'équilibre du système économique, reposant sur le principe du profit nul à l'optimum, conformément à la théorie néoclassique standard.<sup>1</sup> Enfin nous étudierons dans une dernière section de ce chapitre le passage des conditions statiques de l'équilibre de court et de long terme à la classification des types de déséquilibre de court terme, impliquant une analyse multi-factorielle des fluctuations de prix.

### 5.1 Définition des variables du modèle et détermination du pouvoir d'achat de la monnaie

L'un des principaux enjeux du *Treatise* est de déterminer la manière dont se forme et dont évolue le « pouvoir d'achat de la monnaie » en fonction de l'action des autorités monétaires et bancaires. Dans cette perspective, l'objectif premier du modèle développé au Chapitre 10 du Livre III est d'offrir une méthode à la fois formalisée et simple de détermination du niveau général des prix. Le pouvoir d'achat de la monnaie est en effet défini comme :

the power of money to buy the goods and services on the purchase of which for purposes of consumption a given community of individuals expend their money income. (Keynes, 1930c, p. 48)

Il est, dès lors, identifiable à l'inverse du niveau des prix à la consommation, et son évolution est négativement corrélée à celle du niveau des prix à la consommation. Déterminer le pouvoir d'achat de la monnaie à une certaine date implique d'étudier comment les prix des différents biens disponibles sur les marchés sont liés, non seulement entre eux, mais aussi aux quantités de ces biens produites et échangées et aux autres variables qui déterminent les quantités de biens offertes et demandées.

---

1. Dimand (1986, 1988) propose une présentation plus synthétique du modèle macroéconomique du *Treatise* qui fait l'objet de ce chapitre.

## 5.1. DÉFINITION DES VARIABLES DU MODÈLE ET DÉTERMINATION DU POUVOIR D'ACHAT DE LA MONNAIE

---

Il nous faut tout d'abord préciser le cadre dans lequel ce modèle se place. Il s'agit d'une économie composée de deux secteurs de production, celui des biens de consommation d'une part et celui des biens de capital — ou biens d'investissement — d'autre part. Ces deux secteurs ont leurs caractéristiques propres, tant au niveau des technologies de production que des coûts de production. Les biens de consommation sont demandés par les ménages, qu'ils soient salariés, entrepreneurs ou rentiers<sup>2</sup> afin de satisfaire un besoin, ce qui conduit à la destruction immédiate (physiquement ou simplement en valeur) du bien. A l'inverse, les biens de capital sont demandés uniquement par les firmes afin de satisfaire un projet d'investissement, c'est-à-dire un renouvellement ou une extension de leurs capacités de production.

Dans cette économie circulent également des titres (essentiellement de propriété, c'est-à-dire des actions) qui sont la contrepartie financière des biens d'investissement, ainsi que de la monnaie, qui revêt différentes formes. Les deux premiers Chapitres du Livre I présentent différentes catégorisations des formes de monnaie. La plus usuelle d'entre elles est la distinction entre la monnaie au sens strict (*proper money*) ou monnaie centrale (*State money*) d'une part, et la monnaie scripturale (*bank money*) d'autre part (Keynes, 1930c, p. 5). Au sein de la monnaie centrale, Keynes identifie ensuite trois sous-catégories, à savoir la monnaie-marchandise (*commodity money*), la monnaie fiduciaire (*fiat money*) et la monnaie gérée (*managed money*)<sup>3</sup>.

Au Chapitre 3 du Livre I, l'auteur procède toutefois à une autre catégorisation, non plus en termes de formes monétaires, mais en termes de motifs de détention de la monnaie. Il distingue ainsi trois motifs de détention auxquels correspondent trois

---

2. Bien que Keynes identifie quatre types de revenus, nous ne retiendrons que trois classes sociales correspondant à chaque type de revenu : les salariés sont ceux qui perçoivent un salaire en contrepartie de leur travail, les rentiers sont ceux qui perçoivent un revenu sous la forme d'un intérêt (sur le capital ou sur la terre, indifféremment), les entrepreneurs sont ceux qui perçoivent une « rémunération normale » en contrepartie du risque associé à l'activité entrepreneuriale.

3. Les trois sous-catégories de monnaie centrale sont définies ainsi :

*Commodity money* is composed of actual units of a particular [...] commodity [...] the supply of which is governed—like that of any other commodity—by scarcity and cost of production.

*Fiat money* is representative (or token) money [...] —now generally made of paper [...] —which is created and issued by the State, but is not convertible by law into anything other than itself, and has no fixed value in terms of an objective standard.

*Managed money* is similar to fiat money, except that the State undertakes to manage the conditions of its issue in such a way that, by convertibility or otherwise, it shall have a determinate value in terms of an objective standard. (Keynes, 1930c, p. 6–7)

## 5.1. DÉFINITION DES VARIABLES DU MODÈLE ET DÉTERMINATION DU POUVOIR D'ACHAT DE LA MONNAIE

---

types de « dépôt » sur compte bancaire : les dépôts de revenu (*income deposits*), les dépôts d'affaires (*business deposits*) et les dépôts d'épargne (*savings deposits*). Les dépôts de revenu sont un stock de monnaie que les ménages détiennent « both to bridge the intervals of time between receipts and expenditure and to provide against contingencies » (Keynes, 1930c, p. 30–31) ; de manière similaire, les dépôts d'affaires permettent aux entrepreneurs de faire face aux délais entre leurs dépenses (les coûts de production) et leurs recettes ; enfin les dépôts d'épargne sont une forme alternative de placement de l'épargne par rapport à la détention de titres non monétaires<sup>4</sup>.

Il faut remarquer que le modèle développé par Keynes peut s'appliquer aussi bien à une économie ouverte qu'à une économie fermée. Les deux cas sont envisagés par l'auteur et certains passages, voire des Chapitres entiers, des Livres III et IV sont dédiés aux conséquences d'une perturbation extérieure sur l'économie domestique. Cependant, nous nous limiterons au cas d'une économie fermée, en supposant que l'intégralité des biens et services consommés ou investis ont été produits par les firmes de cette même économie.

En termes macroéconomiques, quantifier le pouvoir d'achat de la monnaie revient à estimer la quantité de biens et services qu'une nation peut, au moyen du revenu dont elle dispose effectivement, acheter auprès des producteurs nationaux. Si le niveau de revenu national est supposé fixé et connu, alors la seule variable à estimer est le niveau de prix des différents biens et services entrant dans le panier de consommation de la communauté. D'où l'on définit  $E$  comme la quantité totale de revenu monétaire de la communauté à une période donnée<sup>5</sup>. Encore convient-il de préciser ce que l'auteur entend par « revenu de la communauté » :

We propose to mean identically the same thing by the three expressions : (1) *the community's money income* ; (2) *the earnings of the factors of production* ; and (3) *the cost of production* [...].

More particularly we include in income :

(a) Salaries and wages paid to employees, including any payments made to unemployed or partially employed or pensioned employees—these being in the long run a charge on industry just as much as other outgoings to remunerate the factors of production.

---

4. Nous commenterons plus en détail ces différents types de dépôts à l'occasion du chapitre 6.

5. « Let  $E$  be the total income or earnings of the community in a unit of time. » (Keynes, 1930c, p. 121)

## 5.1. DÉFINITION DES VARIABLES DU MODÈLE ET DÉTERMINATION DU POUVOIR D'ACHAT DE LA MONNAIE

---

(b) The normal remuneration of entrepreneurs.

(c) Interest on capital [...].

(d) Regular monopoly gains, rents and the like.

The entrepreneurs being themselves amongst the factors of production, their normal remuneration [...] is included in income, and, therefore, in costs of production, under heading (b). But we exclude their windfall profits or losses represented by the difference (positive or negative) between the earnings, thus defined, of the factors of production and the actual sale proceeds. The income of holders of ordinary shares will usually include elements of each of the items (b), (c) and (d), and they will also be recipients of windfall profits or losses. (Keynes, 1930c, p. 111–112)

Il faut remarquer que la définition que Keynes donne du revenu national n'est pas neutre et hypothèque déjà les résultats de son modèle, puisque si les profits et pertes d'aubaine (*windfall profits and losses*) ne sont pas inclus dans le revenu courant de la communauté, leur niveau est l'indicateur d'un décalage transitoire du niveau d'activité par rapport à son niveau « normal » (le terme « normal » étant employé ici au même sens que pour l'élément (b), « the normal remuneration of entrepreneurs »). Comme nous le démontrerons lors de l'examen des conditions d'équilibre du modèle, l'existence même de profits ou de pertes d'aubaine au niveau agrégé est révélatrice d'une déviation par rapport à une situation d'équilibre de long terme et est le signe d'une fluctuation du niveau d'activité de l'économie – que cette fluctuation soit temporaire ou permanente.

Puisque l'enjeu du Chapitre 10 du *Treatise* est de déterminer implicitement le pouvoir d'achat de la monnaie à partir du niveau général des prix, et notamment à partir du niveau des prix à la consommation, il paraîtrait logique que l'une des premières variables à définir dans le modèle soit le niveau de consommation globale. Ce n'est cependant pas le choix retenu par Keynes. Plutôt que de définir une certaine variable représentant le niveau de consommation, il suppose que  $S$  représente le montant de l'épargne, exprimé en termes d'étalon monétaire. Il en déduit alors que  $E - S$  mesure la dépense courante en biens de consommation.  $E$ ,  $S$  et  $E - S$  sont donc des quantités de monnaie en circulation, correspondant à des dépenses effectives. Cette identification des opérations économiques de consommation et d'épargne à des quantités de monnaie n'est pas sans rappeler le recours aux variables  $k$  et  $k'$  dans

## 5.1. DÉFINITION DES VARIABLES DU MODÈLE ET DÉTERMINATION DU POUVOIR D'ACHAT DE LA MONNAIE

---

l'équation quantitative du *Tract*, qui correspondent chacune à la quantité d'espèces ou de monnaie scripturale nécessaire pour financer la consommation.

Dans le *Treatise*, Keynes définit l'épargne comme « the sum of the differences between the money incomes of individuals and their money expenditure on current consumption ». Dans sa définition littéraire, l'auteur adopte ainsi la même position que celle qu'il défend dans la *Théorie Générale*, à savoir que l'épargne n'est en règle générale qu'un reliquat et non un choix délibéré. A l'inverse, dans sa définition formelle, il semble se placer plutôt du côté de la théorie « classique » où le niveau de consommation et d'épargne sont simultanément déterminés par les individus ; il est même implicitement supposé que les ménages choisissent *d'abord* leur niveau d'épargne, par exemple en fonction du taux d'intérêt, puis dépensent le reliquat pour acheter des biens de consommation. Indépendamment du problème de cohérence entre les ouvrages de l'auteur que cela implique, qui justifie la distinction entre un « premier Keynes » néoclassique et un « second Keynes » qui émerge dans les années 1930, le choix effectué par l'auteur n'est à nouveau pas neutre et oriente partiellement les résultats de son analyse. En effet, comme nous le démontrerons dans les chapitres 6 et 7, il est avancé que l'une des origines de la fluctuation des prix n'est pas la demande pour des biens de consommation comme on pourrait s'y attendre, mais le volume de l'épargne désiré par les ménages.

La remarque sur la non-neutralité des concepts peut également s'appliquer à l'autre définition formelle faite au début du Chapitre 10 du *Treatise*. Soit  $I'$  la part du revenu national versée en contrepartie de la production des biens d'investissement, de sorte que  $I'$  mesure le coût de production d'un nouvel investissement et  $E - I'$  le coût de production dans le secteur des biens de consommation<sup>6</sup>. Ces deux variables sont également exprimées en termes d'étalon monétaire. On peut constater qu'une fois encore, le secteur des biens de consommation passe au second plan, et que l'accent est mis sur le secteur des biens de capital. Comme nous le démontrerons, le choix de l'auteur peut s'expliquer par l'accent mis sur la relation entre épargne et investissement dans son analyse dynamique du niveau général des prix.

Enfin, pour introduire un lien entre ces variables exclusivement exprimées en monnaie et les conditions effectives de production et de circulation des biens et

---

6. « Let  $E$  be the total money income or earnings of the community in a unit of time, and  $I'$  the part of it which has been earned by the production of investment goods, so that  $I'$  measures the cost of production of new investment and  $E - I'$  the cost of production of the current output of consumption goods. » (Keynes, 1930c, p. 121)

## 5.1. DÉFINITION DES VARIABLES DU MODÈLE ET DÉTERMINATION DU POUVOIR D'ACHAT DE LA MONNAIE

---

services dans l'économie, trois variables réelles sont définies :

Let us choose our units of quantities of goods in such a way that a unit of each has the same cost of production at the base date; and let  $O$  be the total output of goods in terms of these unit in a unit of time,  $R$  the volume of liquid consumption goods and services flowing on to the market and purchased by consumers, and  $C$  the net increment of investment, in the sense that  $O = R + C$ . (Keynes, 1930c, p. 121–122)

Les variables  $R$  et  $C$  sont des variables de volume qui, une fois multipliées par les prix de chacun des types de biens, permettent de déterminer les valeurs de  $E - S$  et  $I'$ . De même, le revenu de la communauté (c'est-à-dire la somme de la rémunération des facteurs dans chacun des secteurs, supposée égale à la somme des recettes de vente des deux secteurs) peut être obtenu en faisant le produit des quantités produites  $O$  et du niveau général des prix. Les prix permettent donc le passage de variables réelles exprimées en unités physiques à des variables monétaires exprimées en termes d'étalon monétaire, légitimant la place centrale qu'ils occupent dans le traité sur la monnaie que Keynes entend proposer.

C'est à partir de ces différentes définitions formelles que sont déduites les deux équations fondamentales de son modèle. En vérité, ces deux équations ne sont qu'une réécriture des identités posées par définition. En supposant que  $P$  représente le niveau de prix des biens de consommation liquides (*the price level of liquid consumption goods*), alors nécessairement  $P \cdot R$  représente les recettes de vente courantes du secteur des biens de consommation, ou alternativement la dépense courante en biens de consommation des ménages, c'est-à-dire la différence  $E - S$  déjà définie précédemment :

$$P \cdot R = E - S \quad (5.1)$$

Puisque  $O = R + C$ , il est possible d'écrire que :

$$P \cdot R = E \cdot \frac{O}{O} - S = E \cdot \frac{R + C}{O} - S = E \cdot \frac{R}{O} + E \cdot \frac{C}{O} - S \quad (5.2)$$

Par ailleurs, on sait que  $E$  désigne en même temps le revenu national et le coût (total) des facteurs de production. Le rapport  $\frac{C}{O}$  mesure la part de l'investissement nouveau dans la production nationale courante, et est inférieur ou égal à l'unité. Dans ce cas,  $E \cdot \frac{C}{O}$  représente la part du coût total des facteurs de production qui est liée à l'investissement nouveau, c'est-à-dire le coût de l'investissement nouveau.

## 5.1. DÉFINITION DES VARIABLES DU MODÈLE ET DÉTERMINATION DU POUVOIR D'ACHAT DE LA MONNAIE

---

Keynes peut donc écrire que :

$$I' = \frac{E \cdot C}{O} \quad (5.3)$$

Il en déduit que :

$$P \cdot R = \frac{E}{O} \cdot R + I' - S \quad (5.4)$$

En isolant  $P$  du côté gauche de l'équation, on définit ainsi la première des équations fondamentales :

$$P = \frac{E}{O} + \frac{I' - S}{R} \quad (5.5)$$

Il faut à nouveau souligner que cette équation n'est en aucun cas le résultat d'un calcul, mais la simple reformulation de l'égalité  $P \cdot R = E - S$ , c'est-à-dire l'égalité entre les recettes de vente du secteur des biens de consommation et les dépenses de la communauté en biens de consommation. Il s'agit d'une identité comptable dans une économie fermée. C'est pourquoi l'auteur lui-même parle d'« identities » et de « truisms » (Keynes, 1930c, p. 125) lorsqu'il s'agit d'évoquer les deux équations fondamentales du modèle<sup>7</sup>. Ces équations ne prouvent rien en soi, mais sont présentées comme des outils analytiques permettant de comprendre la formation des prix et – même si la thématique est moins présente dans le *Treatise* que dans le *Tract* – de proposer des politiques monétaires adaptées.

Il apparaît ainsi que le niveau de prix des biens de consommation dépend essentiellement de deux variables. D'une part le rapport  $\frac{E}{O}$  représente – en interprétant  $E$  comme le coût des facteurs de production – la rémunération de l'ensemble des facteurs de production par unité de produit national ; il s'agit donc du taux de rémunération efficace des facteurs de production. D'autre part, la différence entre le coût de l'investissement nouveau et le volume de l'épargne,  $I' - S$ , est rapportée au volume de biens de consommation disponibles sur le marché. Ce rapport n'a aucune signification économique en tant que tel ; toutefois, il démontre l'importance de l'évolution des conditions dans lesquelles se font les choix d'investissement et d'épargne pour l'évolution des prix. En effet, le coût de l'investissement dépend partiellement du progrès technique affectant la production des biens de capital, mais également, comme nous le démontrerons au chapitre 6, de l'influence des anticipations des opé-

---

7. Il faut rappeler que de façon similaire, dans le *Tract*, Keynes associe la théorie quantitative de la monnaie, et plus précisément l'équation quantitative de la monnaie, à un truisme. Comme nous l'expliquerons au chapitre 6, les équations fondamentales du *Treatise* peuvent d'ailleurs facilement être réécrites à la manière de l'équation quantitative de Fisher.

## 5.1. DÉFINITION DES VARIABLES DU MODÈLE ET DÉTERMINATION DU POUVOIR D'ACHAT DE LA MONNAIE

---

rateurs des marchés financiers sur les cours des titres. Quant au niveau d'épargne, s'il est relativement stable à travers le temps, il peut connaître des variations assez importantes dans certains cas-limites.

Souhaitant simplifier l'écriture de son équation fondamentale (5.5), Keynes considère que le rapport  $\frac{E}{O}$  ne représente au final qu'une seule variable effective déterminant le pouvoir d'achat de la monnaie. Il est ainsi possible de simplifier l'écriture de l'équation (5.5), en définissant  $W$  comme le taux de rémunération efficace des facteurs de production :

Let  $W$  be the rate of earnings per unit of human effort (so that the inverse of  $W$  measures the labour power of money),  $W_1$  the rate of earnings per unit of output, i.e. the rate of efficiency earnings, and  $e$  the coefficient of efficiency (so that  $W = e \cdot W_1$ ). (Keynes, 1930c, p. 122)

En termes plus formels, on peut donc définir  $W$  et  $W_1$  de la manière suivante :

$$\begin{cases} W = e \cdot W_1 \\ W_1 = \frac{E}{O}. \end{cases} \quad (5.6)$$

S'appuyant sur ces définitions, la première équation fondamentale se réécrit :

$$P = W_1 + \frac{I' - S}{R} = \frac{1}{e} \cdot W + \frac{I' - S}{R} \quad (5.7)$$

La réécriture de l'équation (5.5) est présentée moins comme une règle théorique de fixation du prix des biens de consommation, que comme une modélisation du mécanisme d'évolution de ce prix. En effet, le niveau de  $P$  ne peut être altéré que pour autant que  $W_1$ , c'est-à-dire le taux de rémunération efficace des facteurs de production, est modifié ou que le coût de l'investissement nouveau  $I'$  diverge (dans un sens ou dans un autre) du volume de l'épargne  $S$ .

Or, c'est précisément le problème que vise Keynes ; il faut rappeler que  $P$  représente l'inverse du pouvoir d'achat de la monnaie, de sorte que la stabilité du niveau du prix des biens de consommation implique la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie. C'est pourquoi l'auteur conclut que :

It follows that the stability of the purchasing power of money involves the two conditions — that efficiency earnings should be constant and that the cost of new investment should be equal to the volume of current

## 5.1. DÉFINITION DES VARIABLES DU MODÈLE ET DÉTERMINATION DU POUVOIR D'ACHAT DE LA MONNAIE

---

savings. (Keynes, 1930c, p. 122–123)

La première équation fondamentale et sa conclusion théorique posent toutefois deux problèmes. Le premier est explicitement reconnu par l'auteur :

Thus the price level, as determined by the first term, is upset by the fact that the division of output between investment and goods for consumption is not necessarily the same as the division of the income between savings and expenditure on consumption. For workers are paid just as much when they are producing for investment as when they are producing for production ; but having earned their wages, it is they who please themselves whether they spend or refrain from spending them on consumption. Meanwhile, the entrepreneurs have been deciding quite independently in what proportions they shall produce the two categories. (Keynes, 1930c, p. 123)

Il s'agit d'un problème bien connu de coordination des décisions des agents à l'échelle macroéconomique, car ce ne sont pas les mêmes agents qui décident du niveau de production des deux types de bien d'une part, et du niveau de la consommation d'autre part. Ce défaut de coordination est doublé d'un problème de temporalité puisque les décisions prises par les entrepreneurs le sont en début de période, alors que le niveau de consommation des ménages n'est constaté qu'en fin de période. La conséquence est que la décision des entrepreneurs repose en grande partie sur les *anticipations* qu'ils se font des décisions futures des ménages, anticipations qui peuvent se révéler erronées. Pourtant, l'auteur donne lui-même la clé d'une résolution partielle de ce problème, en soulignant que les entrepreneurs ont décidé de la répartition de la production entre biens de consommation et biens d'investissement « assez indépendamment » (*quite independently*) du choix des ménages ; même si les entrepreneurs agissent en fonction de leurs anticipations, celles-ci se forment en réaction aux décisions passées et observées des ménages. Il est alors possible d'envisager qu'il y a assez rapidement un ajustement au cours des périodes entre les décisions des firmes et celles des ménages, réduisant au minimum le décalage entre le niveau de production des biens de consommation et le niveau de consommation des ménages.

Le second problème posé par la première équation fondamentale est qu'il n'y a pas de raison *a priori* pour que le *coût* de l'investissement nouveau soit égal au montant de l'épargne. Il s'agit dans ce cas moins d'un problème de coordination

## 5.2. LE NIVEAU DE PRIX DE LA PRODUCTION GLOBALE ET LA CONDITION D'ÉQUILIBRE DU SYSTÈME

---

que d'un problème de causalité. En effet, le montant de l'épargne est le résultat d'un choix des agents en fonction de déterminants, principalement monétaires ou financiers. Le coût de l'investissement nouveau est quant à lui en grande partie déterminé par le niveau technologique des firmes produisant les biens de capital, qui est supposé exogène au modèle. Il faudrait donc le plus grand des hasards pour que les conditions objectives de fabrication des biens d'investissement coïncident avec les conditions objectives et subjectives de fixation du niveau de l'épargne de telle sorte que  $I'$  égale  $S$ , sauf à supposer que les autorités monétaires ont à la fois la volonté et les moyens d'ajuster finement les agrégats monétaires et financiers au progrès technique. La stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie en devient une éventualité grandement aléatoire, ce qui implique que l'équilibre macroéconomique auquel elle est associée dans le *Treatise* serait l'exception plutôt que la règle.

Si ces deux problèmes rendent la possibilité théorique d'une stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie très incertaine, ils mettent d'autant mieux en lumière les sources potentielles de fluctuations des prix. Il apparaît que celles-ci sont au moins au nombre de trois : la relation entre salaires et prix à travers le taux de rémunération efficace des facteurs de production, le progrès technique à travers le coût de l'investissement, et les anticipations des agents (notamment des entrepreneurs) en réponse au défaut de coordination intra-période des décisions.

## 5.2 Le niveau de prix de la production globale et la condition d'équilibre du système

Ayant pu déterminer une relation entre le niveau de prix des biens à la consommation et la différence entre épargne et investissement, Keynes étend son modèle au niveau général des prix, ou plus exactement au niveau de prix de la production globale (*the price level of output as a whole*). Ce dernier est construit comme un indice de prix standard, basé sur un panier de différents biens pour chacun desquels on relève le niveau de prix pratiqué. Par simplification, le panier est ici composé de deux types de biens, les biens de consommation et les biens de capital, auxquels est associé un certain prix.

Le prix des biens de consommation est donné par l'équation (5.7) ; en revanche, celui des biens d'investissement n'est pas formellement défini dans le *Treatise*. Keynes

## 5.2. LE NIVEAU DE PRIX DE LA PRODUCTION GLOBALE ET LA CONDITION D'ÉQUILIBRE DU SYSTÈME

---

en analyse néanmoins les différentes variables déterminantes, de façon plus littéraire. Il en identifie plus précisément deux, avançant que « the actual price level of investments is the resultant of the sentiment of the public and the behaviour of the banking system » (Keynes, 1930c, p. 128). Selon lui, le choix premier d'un ménage se fait entre consommation et épargne (au sens large) ; son choix secondaire concerne la forme que revêt cette épargne, entre dépôts bancaires (*bank deposits* ou *savings deposits*) et titres (*securities*) (Keynes, 1930c, p. 127). L'attractivité relative des dépôts bancaires par rapport aux titres dépend en première instance du « sentiment » du ménage quant à l'évolution future des cours boursiers : même si les dépôts sont faiblement rémunérés par un intérêt, si le prix des titres baisse suffisamment ou même si le ménage *anticipe* une baisse future de ce prix, alors il peut faire le choix de placer son épargne sous forme de dépôts plutôt que de titres. Si tel est le cas pour un nombre suffisamment important d'individus (ou pour des individus ayant un poids financier suffisamment important), la baisse du prix des titres continue ou devient effective.

Cependant, le système bancaire peut avoir un rôle atténuateur sur ce mécanisme :

If [...] the banking system operates in the opposite direction to that of the public and meets the preference of the latter for savings deposits by buying securities which the public is *less* anxious to hold and creating against them the additional savings deposits which the public is *more* anxious to hold, then there is no need for the price level to fall at all.  
(Keynes, 1930c, p. 128)

L'effet des anticipations des investisseurs sur le prix des biens de capital peut ainsi être contrebalancé par un achat de titres de la part, soit des banques privées (financé par le surcroît des dépôts d'épargne engendré par le pessimisme des agents individuels), soit de la banque centrale – ce qui dans le langage actuel correspondrait à une politique d'*open market*. Par conséquent, le prix des biens d'investissement tend à augmenter (respectivement baisser) lorsque les ménages sont en majorité optimistes (pessimistes) quant à l'évolution future de ce prix, ou bien lorsque le système bancaire réduit (augmente) suffisamment le volume des dépôts d'épargne, par exemple en diminuant (augmentant) le taux d'intérêt pratiqué sur ces dépôts. C'est pourquoi le niveau de prix effectif des biens d'investissement dépend de l'équilibre entre le « sentiment » des investisseurs, majoritairement optimistes ou pessimistes<sup>8</sup>, et la

---

8. Nous préférons reporter l'analyse plus détaillée du rôle du sentiment financier, c'est-à-dire

## 5.2. LE NIVEAU DE PRIX DE LA PRODUCTION GLOBALE ET LA CONDITION D'ÉQUILIBRE DU SYSTÈME

---

politique monétaire des banques.

Par conséquent, une situation d'équilibre – ou plus simplement de stabilité du niveau général des prix – suppose, soit que les anticipations des investisseurs quant aux cours futurs sont parfaitement neutres, soit que le système bancaire parvient à ajuster parfaitement sa politique vis-à-vis des dépôts d'épargne pour contrebalancer les aléas de ces anticipations :

The price level of investments as a whole, and hence of new investments, is that price level at which the desire of the public to hold savings deposits is equal to the amount of savings deposits which the banking system is willing and able to create. (Keynes, 1930c, p. 129)

Supposons donc que le prix des nouveaux biens de capital  $P'$  est fixé et connu. On peut alors définir  $\Pi$ , le niveau de prix de la production globale, comme une moyenne géométrique du prix des biens de consommation  $P$  et du prix des biens d'investissement  $P'$  ; le niveau de prix de la production globale correspond ainsi au niveau général des prix associé au volume total de la production nationale  $O$ . Or, comme nous l'avons précédemment expliqué, le revenu de la communauté  $E$  peut être obtenu en faisant le produit des quantités produites  $O$  et du niveau général des prix  $\Pi$ . Puisque  $E = P \cdot R + P' \cdot C$ , on peut écrire que :

$$\Pi = \frac{P \cdot R + P' \cdot C}{O} \quad (5.8)$$

Par ailleurs, Keynes définit la variable  $I$  comme représentant la valeur de l'augmentation des biens d'investissement nouveaux au cours de la période courante, c'est-à-dire « the value of the increment of capital during any period » (Keynes, 1930c, p. 144). Le passage des unités physiques de biens d'investissement à l'étalon monétaire dans lequel est exprimé  $I$  s'effectue au moyen du prix de ces biens, de telle sorte que :

$$I = P' \cdot C \quad (5.9)$$

Puisque  $P \cdot R = E - S$ , on en déduit que :

$$\Pi = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O} \quad (5.10)$$

---

des anticipations haussières et baissières des investisseurs, au chapitre 6, car il s'agit par essence d'une variable extrêmement instable qui agit comme l'une des principales sources de fluctuations des prix autant que de l'investissement au sens large.

## 5.2. LE NIVEAU DE PRIX DE LA PRODUCTION GLOBALE ET LA CONDITION D'ÉQUILIBRE DU SYSTÈME

---

La seconde équation fondamentale ainsi définie peut être reformulée de la même manière que pour la première en fonction du taux de rémunération efficace des facteurs de production :

$$\begin{cases} \Pi = W_1 + \frac{I-S}{O} \\ \Pi = \frac{1}{e} \cdot W + \frac{I-S}{O}. \end{cases} \quad (5.11)$$

Il apparaît que le niveau du prix de la production globale dépend principalement du taux de rémunération efficace – avec la limite que nous avons déjà soulignée – et de la différence entre la valeur de l'investissement net et le montant de l'épargne. Il faut remarquer que le second problème qui affectait la première équation fondamentale, à savoir la différence dans la nature des déterminants du coût de l'investissement et du montant de l'épargne, est ici partiellement levé : les deux variables procèdent toutes deux d'un choix des agents selon des considérations monétaires ou financières, de sorte que leur égalité pose uniquement un problème de coordination intra-période entre les comportements des épargnants et des investisseurs sur les marchés financiers ou à travers l'activité bancaire. Ceci peut expliquer pourquoi Keynes finit par se focaliser dans les Livres III et IV du *Treatise* sur le niveau de prix de la production globale au détriment du prix des biens de consommation, alors même que c'est ce dernier qui détermine directement le pouvoir d'achat de la monnaie.

En vertu des deux équations fondamentales, il existe de fait une triple condition à l'existence d'un équilibre macroéconomique, entendu dans ce cas comme la stabilité des prix et du pouvoir d'achat de la monnaie. Il faut que :

- (i) le taux de rémunération efficace des facteurs de production soit constant ;
- (ii) le *coût* de l'investissement nouveau égale le montant de l'épargne courante ;
- (iii) la valeur de l'investissement net égale le montant de l'épargne courante.

La condition (i) implique que, soit  $E$  et  $O$  sont tous deux constants, soit  $E$  et  $O$  évoluent dans le même sens et au même taux. Elle est donc compatible aussi bien avec un équilibre statique qu'avec un équilibre dynamique à l'état stationnaire. Les conditions (ii) et (iii) peuvent quant à elles être réduites à une seule, à savoir que :

$$S = I = I' \quad (5.12)$$

Si cette condition est respectée, alors à l'équilibre :

$$P = \Pi = W_1 \quad (5.13)$$

Il apparaît ainsi que si le problème de coordination des décisions des agents et le problème de corrélation entre le coût de l'investissement et le montant de l'épargne sont résolus, le niveau des prix dépend uniquement du taux de rémunération efficace des facteurs, c'est-à-dire de deux éléments distincts mais liés : la dynamique salariale (ou plus généralement des rémunérations de facteurs) et l'évolution de la productivité des facteurs.

### 5.3 La condition de profits nuls et l'équilibre entre l'investissement et l'épargne

Une troisième formulation possible des équations fondamentales est proposée par l'auteur pour mieux comprendre les implications de la condition d'équilibre. Cette réécriture se fonde sur la définition qu'il donne du profit, ou plus précisément du profit d'aubaine. En effet, une distinction est faite entre les « profits normaux » de la firme qui constituent la « rémunération normale » de l'entrepreneur (qui est l'une des catégories du revenu national), et les « profits d'aubaine » (*windfall profits*). La rémunération normale des entrepreneurs est définie comme suit :

For my present purpose I propose to define the 'normal' remuneration of entrepreneurs at any time as that rate of remuneration which, if they were open to make new bargains with all the factors of production at the currently prevailing rates of earnings, would leave them under no motive either to increase or to decrease their scale of operations. (Keynes, 1930c, p. 112)

Présentée ainsi, la fixation du niveau de rémunération normale des entrepreneurs semble grandement subjective. Il n'est pas précisé pour quel motif les entrepreneurs seraient, au contraire, incités à augmenter ou diminuer leur niveau d'activité à coûts de production inchangés. Plus exactement, Keynes laisse entendre que la rémunération normale des entrepreneurs est l'équivalent des salaires pour les employés et de l'intérêt pour les détenteurs de capitaux, c'est-à-dire une juste rétribution de l'effort fourni en participant au processus de production des biens et services. C'est pourquoi elle est incluse à la fois dans le revenu de la communauté et dans les coûts de production totaux (qui, rappelons-le, sont deux façons strictement substituables de désigner la même variable).

### 5.3. LA CONDITION DE PROFITS NULS ET L'ÉQUILIBRE ENTRE L'INVESTISSEMENT ET L'ÉPARGNE

---

Implicitement, donc, il s'agirait au niveau microéconomique d'un revenu suffisant pour assurer non seulement la survie de la classe des entrepreneurs, mais aussi un certain niveau de confort matériel moyen. Dans ce cas, il aurait été plus cohérent de présenter la rémunération normale comme le revenu juste suffisant pour que les entrepreneurs soient incités, non seulement à maintenir le niveau d'activité courant, mais surtout à poursuivre leur activité entrepreneuriale<sup>9</sup> (plutôt que d'adopter un statut de salarié employé par une autre firme, par exemple). En définitive, le concept a principalement pour objectif de justifier que même en l'absence de profit, l'activité entrepreneuriale d'une économie persiste : si au niveau macroéconomique, les recettes de vente sont exactement égales aux coûts de production totaux, alors les profits sont nuls ; mais puisque les coûts de production couvrent la rémunération normale des entrepreneurs, ceux-ci sont assurés de percevoir un revenu même en l'absence de profits d'aubaine.

De fait, l'auteur ne s'étend guère sur ce concept de rémunération normale, qui est introduit uniquement pour mieux en distinguer les profits d'aubaine qui sont au cœur de son analyse :

Thus when the actual rate of entrepreneurs' remuneration exceeds (or falls short of) the normal as thus defined, so that profits are positive (or negative), entrepreneurs will—in so far as their freedom of action is not fettered by existing bargains with the factors of production which are for the time being irrevocable—seek to expand (or curtail) their scale of operations at the existing costs of production. (Keynes, 1930c, p. 112–113)

De toute évidence, le profit – ou plus précisément les profits ou pertes d'aubaine<sup>10</sup> – est envisagé comme une sorte de rente différentielle dont l'existence dépend entièrement des aléas de l'activité économique, aléas indépendants de la volonté des entrepreneurs. Par exemple, s'il advenait que la demande en biens de consommation soit pendant une période donnée à un niveau plus élevé que son niveau « normal »

---

9. L'idée d'une rémunération normale des entrepreneurs serait dans ce cas-là très proche du concept de prix de l'offre globale dans la *Théorie Générale*, qui se définit comme « the expectation of proceeds which will just make it worth the while of the entrepreneurs to give that [amount of] employment » (Keynes, 1936b, p. 24).

10. Keynes précise que : « It has been suggested to me that, owing to the variety of ways in which the term *profits* has been employed, both by economists and in business usage, it might be better to employ the term *windfalls* for what I here call *profits*. It may help some readers mentally to substitute this term ; but for my own part I prefer the term *profits* as carrying with it on the whole the most helpful penumbra of suggestion. » (Keynes, 1930c, p. 113)

### 5.3. LA CONDITION DE PROFITS NULS ET L'ÉQUILIBRE ENTRE L'INVESTISSEMENT ET L'ÉPARGNE

---

(ou considéré comme tel par les firmes), les recettes de vente excéderaient instantanément les coûts de production du fait de la hausse des prix. Cela signifie, tant au niveau microéconomique que macroéconomique, que les firmes font un profit. Toutefois, il ne s'agit que d'un profit d'aubaine, momentané, transitoire et lié à une déviation par rapport au cours « normal » de l'activité économique. Il est donc parfaitement cohérent que l'existence de profits ou de pertes d'aubaine soit négativement corrélée à l'existence d'un équilibre macroéconomique, puisque c'est à partir de cette situation d'équilibre qu'est défini le niveau « normal » d'activité.

Ceci explique pourquoi Keynes procède à une troisième formulation des deux équations fondamentales, en termes de profits d'aubaine. Supposons que  $Q_1$  représente le montant de profit dans le secteur des biens de consommation,  $Q_2$  le profit dans le secteur des biens de capital, et enfin  $Q$  le profit total. Puisque le profit est calculé par la différence entre le revenu effectivement perçu par les entrepreneurs, c'est-à-dire les recettes de vente, et les coûts de production, on a dans le secteur des biens de consommation :

$$Q_1 = P \cdot R - \frac{E}{O} \cdot R \quad (5.14)$$

On sait que  $O = R + C$  et que  $I' = E \cdot \frac{C}{O}$ . On en déduit donc que :

$$\frac{E}{O} \cdot R = E \cdot \frac{O - C}{O} = E \cdot \frac{O}{O} - \left( E \cdot \frac{C}{O} \right) = E - I' \quad (5.15)$$

Puisque  $P \cdot R = E - S$ , on a :

$$Q_1 = E - S - (E - I') = I' - S \quad (5.16)$$

Par ailleurs, étant donné que  $I$  représente la valeur de l'investissement nouveau, il s'agit également des recettes de vente du secteur de production des biens d'investissement. Puisque  $I'$  représente le coût de production d'un nouveau bien d'investissement, le profit du secteur des biens de capital se définit comme suit :

$$Q_2 = I - I' \quad (5.17)$$

### 5.3. LA CONDITION DE PROFITS NULS ET L'ÉQUILIBRE ENTRE L'INVESTISSEMENT ET L'ÉPARGNE

---

Enfin, par définition, le niveau de profit total est l'agrégation des profits dans chacun des deux secteurs :

$$Q = Q_1 + Q_2 = I' - S - (I - I') = I - S \quad (5.18)$$

Cette dernière équation, que nous commenterons plus en détail à la section 7.1, est au cœur de l'analyse du *Treatise*, probablement plus encore que les deux équations fondamentales. Elle fait le lien entre l'existence de profits d'aubaine, qui sont le seul motif incitant les entrepreneurs à modifier leur niveau de production, et l'existence d'un excédent de l'investissement sur l'épargne. Comme le note Keynes :

Thus we have profits = value of output – cost of production = value of investment – savings; profits being the balancing figure not only between cost of production and value of output, but also between savings and the value of net investment, both in terms of money. (Keynes, 1930c, p. 136)

De fait, il est possible de réécrire les équations (5.7) et (5.11) en fonction du profit :

$$\begin{cases} P = W_1 + \frac{I'-S}{R} = W_1 + \frac{Q_1}{R} \\ \Pi = W_1 + \frac{I-S}{O} = W_1 + \frac{Q}{O}. \end{cases} \quad (5.19)$$

En termes statiques, le profit d'aubaine participe donc à la détermination du niveau des prix  $P$  et  $\Pi$ . De même, en termes dynamiques, et en l'absence d'une modification du taux de rémunération efficace  $W_1$ , il apparaît que seules deux variables influent sur les deux niveaux de prix : le profit du secteur des biens de consommation  $Q_1$  et le profit total  $Q$ . La question qu'il reste à déterminer est celle de la causalité entre l'apparition de profits ou pertes d'aubaine et l'existence d'un déséquilibre entre épargne et investissement.

Conformément aux trois conditions d'équilibre (i), (ii) et (iii), on sait qu'à l'équilibre, on a :

$$P = \Pi = W_1 \quad (5.20)$$

On a déduit des conditions (ii) et (iii) qu'une condition nécessaire de l'équilibre est l'égalité  $I = I' = S$ . Par conséquent, à la fois le profit dans le secteur des biens de consommation  $Q_1$  et le profit global  $Q$  sont nuls à l'équilibre — ce qui nous permet de déduire que le profit dans le secteur des biens de capital  $Q_2$  est également nul à l'équilibre. La condition d'équilibre du modèle n'est donc rien de plus que la condition classique de profit nul :

### 5.3. LA CONDITION DE PROFITS NULS ET L'ÉQUILIBRE ENTRE L'INVESTISSEMENT ET L'ÉPARGNE

---

Now equilibrium requires that  $Q_1$ ,  $Q_2$  and  $Q$  should all be zero. For if either  $Q_1$  or  $Q_2$  is not zero one class of entrepreneurs will have an incentive to expand their output ; and if the total profits  $Q$  are not zero, the entrepreneurs will tend, so far as they can, to alter the total volume of employment which they offer to the factors of production at a given rate of remuneration—upwards or downwards, according as such profits are positive or negative. Thus  $W_1$  and therefore  $P$  will be in a condition of disequilibrium, which will continue so long as profits (whether  $Q_1$  or  $Q_2$ ) have not returned to zero. (Keynes, 1930c, p. 136)

La situation « normale » de l'activité économique, qui est celle de l'équilibre, exige que les profits soient nuls dans chacun des secteurs de production, du moins au niveau macroéconomique<sup>11</sup>. Ce n'est donc pas par l'existence de profit qui est la cause première d'une perturbation de l'équilibre, étant donné qu'un profit positif ou négatif ne peut être observé que lorsque que l'équilibre a *déjà* été perturbé.

Comme nous l'avons démontré, un changement dans les niveaux du prix des biens de consommation et du prix de la production globale ne peut survenir qu'à travers deux canaux : soit une modification du taux de rémunération efficace  $W_1$ , soit une modification des conditions guidant les comportements d'investissement et d'épargne. La première possibilité n'implique qu'un passage instantané d'une position d'équilibre à une nouvelle position d'équilibre, et n'affecte pas le niveau de profit qui reste nul. Seule la seconde peut être considérée comme un cas de déséquilibre, puisque dans ce cas, l'égalité entre les recettes de vente globales et le coût de production global n'est plus vérifiée, du fait de l'écart entre  $I'$  et  $S$  (qui affecte le coût de production) ou du fait de l'écart entre  $I$  et  $S$  (qui affecte quant à lui les recettes de vente globales). Plus spécifiquement, un changement dans les conditions gouvernant l'investissement ou l'épargne génère une déviation du pouvoir d'achat de la monnaie et du niveau général des prix, qui s'apparente à une fluctuation des prix autour d'un niveau d'équilibre (défini par  $W_1$ ) inchangé.

---

11. Keynes note que l'existence d'un profit nul au niveau macroéconomique n'est pas incompatible avec l'existence de profits ou de pertes au niveau individuel, l'essentiel étant que les profits des uns compensent exactement les pertes des autres : « The reader will appreciate that the condition of zero profits means that *aggregate* profits are zero. For a stability of the price level as a whole is perfectly compatible with the profits of particular entrepreneurs or particular classes of entrepreneurs being positive or negative, just as it is compatible with the prices of particular commodities rising or falling. » (Keynes, 1930c, p. 137)

## 5.4. DE L'ÉQUILIBRE MACROÉCONOMIQUE À L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS DE PRIX

---

Le lien entre les profits d'aubaine et la différence entre épargne et investissement est ainsi causalement déterminé : ce sont les divergences entre les comportements des épargnants et ceux des investisseurs, liées par exemple à un manque de coordination de leurs actions par le marché ou le secteur bancaire, qui sont à la source des déviations par rapport à l'équilibre tel que nous l'avons défini et qui par conséquent expliquent l'apparition de profits ou de pertes d'aubaine. En l'absence de telles divergences, l'économie est supposée se situer en permanence à l'équilibre, de sorte que le prix des biens de consommation et le prix de la production globale sont tous deux égaux au taux de rémunération efficace des facteurs de production. Cette conclusion est le résultat principal de l'analyse statique menée au Livre III du *Treatise*, mais n'est en vérité qu'un moyen de préparer l'analyse dynamique menée au Livre IV, avec pour enjeu de comprendre l'émergence et la persistance de fluctuations dans l'activité économique.

### 5.4 De l'équilibre macroéconomique à l'analyse des fluctuations de prix

Au début du Chapitre 16 du Livre IV, Keynes fait l'hypothèse que l'équilibre macroéconomique déterminé par le modèle statique est vérifié dans l'économie considérée :

Assume a state of equilibrium in which the price level corresponds to the cost of production, profits are zero, the cost of investment is equal to that of saving, and (if we are dealing with a member of an international system) the rate of foreign lending is equal to the foreign balance. Assume also — if our community is a progressive one — that the supply of money is being increased at the same steady rate as that of general output, e.g. (say) 3 per cent per annum. (Keynes, 1930c, p. 231)

L'hypothèse principale faite dans le cas présent est que les profits sont nuls, ou alternativement que l'investissement égale l'épargne — ce qui est parfaitement cohérent avec l'hypothèse selon laquelle « the cost of investment is equal to that of saving ». La seconde hypothèse importante faite par Keynes est que « our community is a progressive one ». En d'autres termes, il ne s'agit pas de considérer un équilibre statique intemporel mais bien une dynamique stable d'équilibres successifs. Plus précisément,

#### 5.4. DE L'ÉQUILIBRE MACROÉCONOMIQUE À L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS DE PRIX

---

l'auteur semble faire l'hypothèse qu'en-dehors de certaines perturbations, l'économie suit un chemin de croissance à taux régulier. La question est donc de savoir quelles sont les perturbations qui vont empêcher l'économie de suivre ce chemin de croissance régulier, ou comme l'exprime l'auteur : « In what way can this state of equilibrium be upset ? » (Keynes, 1930c, p. 231)

Comme il est annoncé au Chapitre 11 du Livre III :

a principal object of this treatise is to show that we have here the clue to the way in which the fluctuations of the price level actually come to pass, whether they are due to oscillations about a steady equilibrium level or to a transition from one equilibrium to another. (Keynes, 1930c, p. 137)

De fait, la sortie d'un état d'équilibre macroéconomique n'est pas synonyme pour autant de l'existence d'un cycle. Certes, cela entraîne une fluctuation du niveau de prix des biens de consommation  $P$  et du niveau de prix de la production globale  $\Pi$ , générant une modification de la plupart des autres variables macroéconomiques. Mais l'existence d'un cycle suppose nécessairement que le mouvement premier de ces variables implique de lui-même (et sans aucune nouvelle perturbation exogène) un mouvement inverse des variables macroéconomiques, jusqu'à retrouver un état d'équilibre. Il faut toutefois souligner que Keynes fait une distinction entre le passage d'une position d'équilibre à une nouvelle position d'équilibre, c'est-à-dire le passage d'un certain niveau des prix à un autre niveau des prix, et les fluctuations transitoires du niveau des prix autour de leur niveau d'équilibre initial. En termes plus contemporains, ceci correspondrait à la distinction entre croissance et cycles, ou bien encore entre tendance (structurelle) et fluctuations (conjoncturelles). De toute évidence, sa théorie du cycle se place dans la seconde perspective, celle d'une fluctuation transitoire des niveaux de prix autour d'un état d'équilibre stationnaire. Il reste donc à déterminer sous quelles conditions la rupture de l'équilibre macroéconomique conduit, soit à une modification structurelle, soit à une fluctuation conjoncturelle des niveaux de prix.

Au sein des variations du niveau des prix, Keynes cherche plus spécifiquement à déterminer comment varie le niveau de prix de la production nationale définie par la seconde équation fondamentale :

It follows from the fundamental equation of chapter 10,

$$\Pi = \frac{E}{O} + \frac{I-S}{O},$$

#### 5.4. DE L'ÉQUILIBRE MACROÉCONOMIQUE À L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS DE PRIX

---

that the price level of output is wholly governed by the three factors : (i)  $E$ , the volume of money earnings of the factors of production, (ii)  $O$ , the volume of current output, and (iii)  $I - S$ , the relation between the volume of saving and the value of investment. Changes can only be effected, therefore, through one or other or all of these fundamental factors. (Keynes, 1930c, p. 231)

En d'autres termes, trois sources potentielles de variations des prix sont identifiées, qui sont de trois natures différentes. La première est principalement monétaire, puisqu'une variation de la quantité de monnaie en circulation affecte  $E$ , qui représente le montant de monnaie redistribué par les firmes entre les différents facteurs de production. La seconde est « réelle », ou industrielle, et affecte le niveau courant de production nationale  $O$ . Enfin, la troisième est *a priori* financière, puisqu'elle est liée aux mouvements inverses de l'épargne et de l'investissement, pouvant conduire à une différence  $I - S$  positive ou négative. En conséquence, la « classification des causes d'un déséquilibre du pouvoir d'achat de la monnaie » – pour reprendre le titre du Chapitre 16 – se subdivise en trois types de causes, correspondant aux trois variables ou ensembles de variables que nous venons d'identifier : il s'agit respectivement des « changes due to monetary factors », des « changes due to industrial factors » et des « changes due to investment factors » (Keynes, 1930c, p. 232). Nous choisissons pour faciliter notre étude d'adapter cette classification sous la forme de la nomenclature suivante : les changements dus aux facteurs monétaires seront dits de type I, les changements dus aux facteurs d'investissement de type II et les changements dus aux facteurs industriels de type III, chacun de ces types pouvant être subdivisé en sous-catégories dénotées par des lettres <sup>12</sup>.

Une précision supplémentaire concernant ce triptyque de causes de l'inflation doit être faite. Comme nous le préciserons au chapitre 6, il s'opère au sein de la masse monétaire totale une distinction entre la circulation industrielle et la circulation financière, c'est-à-dire entre une demande de monnaie pour financer l'achat et la vente de biens, et une demande de monnaie pour financer l'achat et la vente de titres. Si le type III étudie l'impact des facteurs industriels sur la circulation industrielle, nous pourrions nous attendre à ce qu'il y ait un quatrième type, étudiant l'impact des facteurs financiers sur la circulation financière. Ce n'est toutefois pas l'option

---

12. Un tableau synthétique de notre nomenclature des types de changements de prix présents dans le *Treatise*, détaillant les différentes subdivisions et précisant la définition qui en est donnée par l'auteur, est présent en annexes.

#### 5.4. DE L'ÉQUILIBRE MACROÉCONOMIQUE À L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS DE PRIX

---

retenue dans le *Treatise* :

Nor do we need to introduce *changes due to financial factors* as a separate type, since these [...] operate either via type I by modifying the supply of money available for the industrial circulation, or via type II by modifying the attractiveness of new investment or of saving. (Keynes, 1930c, p. 234)

En effet, l'une des sous-catégories du type I (le type IA dans notre nomenclature) concerne précisément la relation entre la demande de monnaie et les opérations sur titres, tandis que le type II dans son ensemble est conditionné par un ensemble de facteurs d'ordre financier, ayant un effet sur le coût et la valeur de l'investissement.

Il faut par ailleurs noter que Keynes introduit, dans son analyse des conditions d'équilibre, un second triptyque, qui recoupe partiellement et non entièrement notre nomenclature. Il s'agit d'une catégorisation de la *nature*, plutôt que de la cause, de la variation de prix qu'une économie peut expérimenter à tout instant. L'inflation ou la déflation par les revenus (*income inflation or deflation*) correspond aux variations de prix provoquées par une modification dans le premier terme des deux équations fondamentales, à savoir la rémunération efficace des facteurs  $W_1$  ou encore le rapport  $\frac{E}{0}$  (Keynes, 1930c, p. 140). L'inflation ou la déflation par les revenus peut ainsi être la conséquence, soit de changements du type I, soit de changements du type III dans notre nomenclature. Par opposition, l'inflation ou la déflation par les profits (*profit inflation or deflation*) correspondent aux variations de prix provoquées par une modification dans le niveau des profits totaux  $Q$  (Keynes, 1930c, p. 140), ce qui les identifie aux changements de type II. Keynes précise encore que :

[...] since  $Q = Q_1 + Q_2$  [...], profit inflation (or deflation) is the sum of two terms,  $Q_1$  and  $Q_2$ , which we may call *commodity inflation (or deflation)* and *capital inflation (or deflation)* respectively. (Keynes, 1930c, p. 140)

Conformément aux deux équations quantitatives, la hausse du niveau général des prix  $\Pi$  est donc la somme de l'inflation par les revenus et de l'inflation par les profits, tandis que la hausse du niveau des prix à la consommation  $P$  est la somme de l'inflation par les revenus et de l'inflation par les marchandises (*commodity inflation*).

Puisque l'inflation (ou la déflation) par les revenus est la synthèse de deux types de causes potentielles de fluctuations des prix, il nous paraît plus adapté, dans notre examen de la conception keynésienne du cycle et des fluctuations économiques, de partir de la nomenclature des causes de l'inflation (ou de la déflation) et de n'en

#### 5.4. DE L'ÉQUILIBRE MACROÉCONOMIQUE À L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS DE PRIX

---

discuter la nature qu'à titre secondaire. C'est pourquoi le chapitre 6 détaillera tout d'abord les changements dus aux facteurs monétaires ainsi que ceux dus aux facteurs industriels, tandis que le chapitre 7 se focalisera sur les changements de prix dus aux facteurs d'investissement.

#### 5.4. DE L'ÉQUILIBRE MACROÉCONOMIQUE À L'ANALYSE DES FLUCTUATIONS DE PRIX

---

## Chapitre 6

# L'explication monétaire et industrielle des changements de prix : la version keynésienne de la théorie classique des fluctuations

Le Chapitre 16 du *Treatise* est pour l'essentiel une typologie de l'ensemble des causes pouvant expliquer l'apparition d'une variation dans le pouvoir d'achat de la monnaie et donc d'un cycle monétaire – ou « cycle du crédit » comme le nomme Keynes. Parmi les trois grands types de causes retenues, le premier et le plus évident *a priori* regroupe l'ensemble des facteurs de nature monétaire. Puisque le prix des biens de consommation et le prix de la production nationale sont des variables nominales, et sont nécessairement exprimés en termes d'étalon monétaire, il est normal qu'une modification des conditions monétaires de l'économie soit à même de générer une fluctuation des prix.

Il y a cependant une raison supplémentaire à ce que les facteurs monétaires soient étudiés en premier lieu. La publication par Fisher et Brown en 1911 de *The Purchasing Power of Money* et sa proposition d'équation quantitative de la monnaie ont relancé le débat autour de la théorie quantitative de la monnaie. Celle-ci stipule que sous l'hypothèse d'une stabilité de la vitesse circulation de la monnaie (vérifiée à court terme) et d'une stabilité du volume des transactions de biens et services, le niveau général des prix est entièrement déterminé par la quantité de monnaie

## L'EXPLICATION MONÉTAIRE ET INDUSTRIELLE DES CHANGEMENTS DE PRIX : LA VERSION KEYNÉSIEENNE DE LA THÉORIE CLASSIQUE DES FLUCTUATIONS

---

en circulation. Dans le Chapitre 10 du Livre III, avant même de poser la condition d'équilibre de profits nuls, une autre version de la condition d'équilibre est présentée sous la forme d'une équation similaire à celle de Fisher. La version keynésienne de l'équation quantitative présentée à cette occasion repose sur la distinction de différents motifs de détention de la monnaie, qui annoncent les développements à ce sujet présents dans la *Théorie Générale*. Plus précisément, en restreignant la compréhension de la monnaie à son rôle d'intermédiaire des échanges, il est possible de démontrer qu'à l'équilibre (tel que défini au chapitre 5), autant le niveau des prix à la consommation que le niveau général des prix peuvent être expliqués par la masse monétaire en circulation, conformément à la théorie quantitative standard – sous réserve des hypothèses classiques concernant la vitesse de circulation de la monnaie et le volume des transactions<sup>1</sup>.

C'est à partir de cette nouvelle équation quantitative, à la proche et différente de celle formalisée dans le *Tract*, que le rôle des facteurs monétaires dans la génération des fluctuations de prix peut être expliqué, mais sans se limiter à la simple mécanique d'ajustement des prix présente dans la théorie quantitative de la monnaie. Bien au contraire, il s'agit de souligner l'interaction entre la sphère monétaire d'une part, et les sphères financière et réelle d'autre part, au moyen de deux concepts : la circulation industrielle et la circulation financière. Si la circulation industrielle, définie par rapport aux activités de production et d'échange, semble au premier abord relativement stable, elle peut connaître des variations d'une certaine ampleur du fait de modifications dans les déterminants de sa vitesse de circulation. La circulation financière est plus instable par essence, car elle repose sur les anticipations et les humeurs des agents présents sur les marchés de titres. L'une et l'autre de ces composantes de la masse monétaire sont à l'origine de fluctuations de prix de nature monétaire, même si aucune ne permet en soi d'expliquer la cyclicité des phases d'inflation et de déflation.

---

1. Comme le note Hanin (2003), à la suite des travaux de Klein (1946), les commentateurs de Keynes ont de fait été « porté[s] à interpréter [...] le *Treatise on Money* comme une nouvelle formulation de la théorie cambridgienne de la monnaie, enrichie de raisonnements wickselliens » (Hanin, 2003, p. 72). L'objet du présent chapitre et du suivant est de prouver que, bien que la reformulation de l'équation quantitative de la monnaie occupe une part importante de l'ouvrage, y compris de son analyse dynamique des prix, le *Treatise* introduit des éléments novateurs annonciateurs de la « révolution keynésienne ».

## 6.1 La seconde reformulation keynésienne de l'équation quantitative de la monnaie

Dans le *Treatise*, Keynes renouvelle explicitement son adhésion à la théorie quantitative de la monnaie. Ainsi au Chapitre 10 du Livre III, lors de l'examen des équations fondamentales de son modèle, il démontre que celles-ci sont tout à fait compatibles avec l'équation quantitative que Fisher a popularisée en 1911. Il se fonde pour cela sur la distinction entre les trois formes de la monnaie qu'il fait au Chapitre 3 du Livre I, entre les dépôts de revenu (*income deposits*), les dépôts d'affaires (*business deposits*) et les dépôts d'épargne (*savings deposits*). Avant d'envisager le rôle des variations de la masse monétaire dans la variation du niveau des prix, il nous est donc nécessaire d'explicitier cette distinction qui correspond à une première réflexion de l'auteur sur les motifs de détention de la monnaie, réflexion qui sera poursuivie et approfondie dans la *Théorie Générale*.

Un individu reçoit à intervalles réguliers les revenus de son activité — de travail, d'entrepreneuriat, d'investissement ou de propriété foncière — sous la forme d'une certaine quantité de monnaie. Dans un système économique « archaïque » (tel que celui de l'Europe avant la première Révolution industrielle), le paiement des services des facteurs se fait essentiellement en monnaie centrale ou en or (ou toute autre marchandise ayant une fonction monétaire). Dans un système moderne bancarisé, en revanche, où le paiement des facteurs de production se fait par virements de compte à compte, ce volume de monnaie prend la forme de comptes bancaires, c'est-à-dire de monnaie scripturale. Par ailleurs, tout individu doit en règle générale dépenser quasi quotidiennement une certaine quantité de monnaie, notamment à des fins de consommation. En conséquence :

He must [...] hold a stock of money, or a ready command over it in the form of a bank deposit, both to bridge the intervals of time between receipts and expenditure and to provide against contingencies. Deposits of this kind, replenished by individuals out of their personal incomes and employed by them to meet their personal savings, we shall call *income deposits*. Cash in the hands of workers and others, who have no bank accounts, are, of course, to be included in the same category. (Keynes, 1930c, p. 31)

En d'autres termes, les dépôts de revenu représentent la fraction de la masse mo-

## 6.1. LA SECONDE REFORMULATION KEYNÉSIENNE DE L'ÉQUATION QUANTITATIVE DE LA MONNAIE

---

nétaire en circulation à l'usage de laquelle est attachée un motif d'échange. Détenir un stock de monnaie durant la période qui s'écoule entre un encaissement et un décaissement est une attitude rationnelle qui permet d'éviter les désagréments et les éventuels frais liés à la conversion de la monnaie en un autre actif. Dans la terminologie de la *Théorie Générale*, les dépôts de revenu correspondent presque parfaitement à la monnaie détenue à des fins de transaction, ou plus précisément la monnaie détenue pour un motif de revenu (*Income-motive*). La définition qui en est donnée est également fondée sur le problème d'ajustement intra-période entre la fréquence de la perception des revenus et celle des dépenses courantes :

- (i) *The Income-motive*. One reason for holding cash is to bridge the interval between the receipt of income and its disbursement. The strength of this motive in inducing a decision to hold a given aggregate of cash will chiefly depend on the amount of income and the normal length of the interval between its receipt and its disbursement. It is in this connection that the concept of the income-velocity of money is strictly appropriate. (Keynes, 1936b, p. 195)

En ce sens, le rôle dévolu à la monnaie par les agents est celui, classique, d'instrument facilitant les échanges puisqu'elle est à la fois l'unité de compte à partir de laquelle les prix des biens échangés sont calculés et le moyen universel de règlement des dettes. Il n'est donc pas étonnant que la version modifiée de l'équation quantitative proposée par Keynes dans le *Treatise* repose exclusivement sur ces deux fonctions de la monnaie, la théorie quantitative classique ne lui reconnaissant pas sa troisième fonction, à savoir la réserve de valeur.

La référence aux « contingencies » dans la définition des dépôts de revenu du *Treatise* laisse toutefois entendre qu'ils intègrent ce qui, dans la *Théorie Générale*, est nommé le motif de précaution (*Precautionary-motive*) à détenir de la monnaie sous forme liquide :

- (iii) *The Precautionary-motive*. To provide for contingencies requiring sudden expenditure or for unforeseen opportunities of advantageous purchases, and also to hold an asset in which the value is fixed in terms of money to meet a subsequent liability fixed in terms of money, are further motives for holding cash. (Keynes, 1936b, p. 196)

Cependant, étant donné qu'une partie des dépôts d'épargne est (comme nous le démontrerons) spécifiquement destinée à couvrir ce genre d'utilisation de la monnaie,

## 6.1. LA SECONDE REFORMULATION KEYNÉSIIENNE DE L'ÉQUATION QUANTITATIVE DE LA MONNAIE

---

on peut considérer que le motif de précaution est un motif mineur de détention de dépôts de revenu. L'auteur lui-même note au Chapitre 24 du Volume VI que « in defining the savings deposits and the income deposits [...] the line between the two is not quite precise » (Keynes, 1930d, p. 24). Il nous apparaît qu'il s'agit d'une façon de réintroduire la troisième fonction de la monnaie, celle de réserve de valeur, dans la théorie quantitative standard d'où elle est absente : si les dépôts de revenu permettent de parer aux éventualités non prévisibles qui peuvent se produire entre deux dates d'encaissement, c'est précisément parce que le stock de monnaie conservé entre ces deux dates possède une valeur nominale (voire réelle, dans le cas-limite d'une absence d'inflation correspondant à l'équilibre macroéconomique) constante. Cette troisième fonction de la monnaie introduit ainsi un élément qui est absent de la théorie quantitative : l'incertitude quant à l'avenir. En effet, il est rationnel de détenir un stock de monnaie entre deux dates d'encaissement pour éviter les désagréments et frais éventuels d'une conversion de la monnaie en un autre actif, *même* lorsque les agents peuvent anticiper parfaitement la chronique des décaissements qu'ils devront effectuer durant cette période ; mais il est encore plus rationnel (ou du moins raisonnable) de se constituer un tel stock *si* les agents sont incapables de telles anticipations parfaites.

Qu'il y ait incertitude ou non sur la chronique des décaissements futurs, le volume des revenus de dépôts dépend directement ou indirectement du volume des transactions : d'une part, plus ce volume est grand, plus les entreprises sont incitées à embaucher des facteurs de production et donc plus le total des rémunérations nominales des facteurs est grand ; d'autre part, plus ce volume est grand, plus les individus sont incités à détenir de la monnaie pour financer leurs échanges. Supposons que la monnaie sous la forme de dépôts de revenu, notée  $M_1$ , correspond donc à la quantité de monnaie mise en circulation dans l'économie afin de rétribuer les facteurs de production et, en retour, de financer les dépenses courantes – prévues ou imprévues – des individus. Formellement et par définition, on a :

$$M_1 = \frac{E}{V_1} \quad (6.1)$$

ou encore :

$$E = M_1 V_1 \quad (6.2)$$

où  $V_1$  représente la vitesse de circulation des dépôts de revenu. Dans ce cas, la

## 6.1. LA SECONDE REFORMULATION KEYNÉSIIENNE DE L'ÉQUATION QUANTITATIVE DE LA MONNAIE

---

condition d'équilibre du modèle peut se réécrire en fonction de la quantité de monnaie sous forme de dépôts de revenu. En effet, on a :

$$W_1 = \frac{E}{O} = \frac{M_1 V_1}{O} \quad (6.3)$$

D'où, à l'équilibre :

$$\Pi = P = \frac{M_1 V_1}{O} \quad (6.4)$$

ou bien encore :

$$P \cdot O = M_1 V_1 \quad (6.5)$$

Comme le note Keynes,

The equation

$$P \cdot O = M_1 V_1$$

evidently bears a family relationship to Professor Irving Fisher's familiar equation

$$P \cdot T = M \cdot V,$$

except that  $O$  represents current output whereas  $T$  is the volume, not of output, but of transactions, and that  $M_1, V_1$  represent the income deposits and their velocity, whereas  $M, V$  are cash deposits and their velocity. (Keynes, 1930c, p. 135)

Le fait de substituer le volume de la production globale au volume des transactions dans la formalisation de la théorie quantitative n'est pas complètement neutre. Certes, les deux variables sont corrélées : le volume des transactions ne peut être qu'un multiple du volume de la production globale (en supposant qu'un même bien peut être échangé plusieurs fois, le multiple tendant vers l'unité dans le cas contraire), et réciproquement les entreprises tendent à ajuster leur niveau de production au volume des échanges qu'elles anticipent faire sur le marché des biens. Mais le choix des variables prouve que si Fisher raisonne plutôt dans une économie d'échanges, Keynes tente pour sa part d'adapter le raisonnement à une économie (monétaire) de production, qui, comme nous le démontrerons dans le chapitre 8, sera véritablement élaboré dans les premiers manuscrits de la *Théorie Générale*.

Par conséquent ce n'est que lorsque le volume de la production globale est fixe, c'est-à-dire lorsque les entreprises n'ont aucune motivation à augmenter ou à diminuer leur niveau de production du fait de l'existence de profits ou de pertes d'aubaine,

## 6.1. LA SECONDE REFORMULATION KEYNÉSIIENNE DE L'ÉQUATION QUANTITATIVE DE LA MONNAIE

---

*et* lorsque le coefficient de corrélation entre le volume de la production globale et le volume des transactions est fixe et proche de l'unité, que la conclusion classique de la théorie quantitative de la monnaie est valable. C'est pourquoi l'auteur peut conclure que :

In equilibrium—i.e. when the factors of production are fully employed, when the public is neither bullish or bearish of securities and is maintaining in the form of saving deposits neither more nor less than the 'normal' proportion of its total wealth, and when the volume of saving is equal both to the cost and to the value of new investments—there is a unique relationship between the quantity of money and the price levels of consumption goods and of output as a whole, of such a character that if the quantity of money were double the price levels would be double also. (Keynes, 1930c, p. 132)

Le lien entre fluctuations de prix et facteurs monétaires s'en trouve ainsi légitimé. En effet, si un de ces facteurs conduit à un changement de la quantité de monnaie en circulation, le facteur en question peut être considéré comme une cause de la fluctuation du niveau général des prix, et donc comme une origine possible des fluctuations économiques en général.

Il convient alors de préciser ce qui cause un tel changement dans le volume de monnaie en circulation, non seulement en niveau mais aussi dans sa composition, c'est-à-dire les sources effectives de fluctuations de prix. Parmi l'ensemble des facteurs monétaires pouvant entraîner un changement dans le niveau des prix, Keynes en retient trois :

A state of disequilibrium may be said to have been initiated by monetary factors, if we have :

(i) A change in the total quantity of money which does not correspond to the secular trend in general economic activity ; or

(ii) A change in the proportion of the total quantity of money needed to satisfy the requirements of finance (i.e. the financial circulation), due to a change of financial sentiment or activity or of financial values relatively to the price level of output ; or

(iii) A change in the requirements of the industrial circulation, owing to a change in the velocity of the income deposits or of the business deposits A or in the turnover of the industrial circulation corresponding

## 6.1. LA SECONDE REFORMULATION KEYNÉSIENNE DE L'ÉQUATION QUANTITATIVE DE LA MONNAIE

---

to a given volume of earnings, due to a change in the habits and methods of the public or of the business world or to a change in the character (as distinct from the volume) of output. (Keynes, 1930c, p. 232)

Parmi les changements dus aux facteurs monétaires (ou changements de type I dans la classification retenue par Keynes), le premier que nous noterons IA est à la fois celui qui découle le plus directement des conditions d'équilibre et celui qui se rapproche le plus de ce qui est nommé de nos jours un « choc monétaire ».

Il s'agit en effet d'une déviation de la quantité totale de monnaie en circulation dans l'économie par rapport à son niveau d'équilibre mais aussi par rapport à la progression régulière et de long terme du volume de la monnaie. Si l'on se réfère à la réécriture de l'équation quantitative du *Treatise*, étant donné qu'il existe une relation entre le niveau des prix et le volume de la monnaie, alors nécessairement un écart de ce volume par rapport à la tendance séculaire entraîne une fluctuation des prix en-dehors de leur progression régulière. En d'autres termes, une déviation de la quantité de monnaie par rapport à la tendance implique une déviation des prix par rapport à la tendance. En se fondant toujours sur l'équation quantitative, on peut remarquer qu'il s'agit d'un phénomène strictement monétaire *a priori*, puisque le déséquilibre n'affecte pas le niveau de production totale ; la conclusion reste valable si l'on se réfère à la seconde équation fondamentale, puisque le choc monétaire n'affecte que  $E$  (étant donné que  $E = M_1 V_1$  et que  $M_1$  varie proportionnellement à  $M$ ), et non  $O$ . Keynes se place dans ce cas dans une lignée (néo)classique assez ancienne, en avançant l'idée que les perturbations de nature monétaire n'ont d'effet que sur les variables nominales, et non sur les variables réelles ; et que cet effet est transitoire et de court terme, voire instantané : il y a un ajustement plus ou moins immédiat du niveau de prix à la consommation et du niveau général des prix aux nouvelles conditions monétaires (reflétées par le revenu monétaire de la communauté).

En conclusion, ce que l'on peut nommer le type IA de changements du niveau de prix correspond à une perturbation monétaire pure entraînant des ajustements uniquement d'ordre nominal. Ces fluctuations de prix n'ont toutefois pas un caractère cyclique, puisqu'elles procèdent d'un simple réajustement des différents prix aux variables nominales de l'économie, sans entraîner de mouvement inverse subséquent qui serait caractéristique d'une cyclicité. Il peut toutefois y avoir une relative *récur-rence* dans leur réalisation qui donne l'*impression* d'une cyclicité des mouvements de prix dus aux perturbations monétaires. Mais un ajustement à la hausse ou à la

## 6.1. LA SECONDE REFORMULATION KEYNÉSIIENNE DE L'ÉQUATION QUANTITATIVE DE LA MONNAIE

---

baisse des prix n'est pas en soi porteur des conditions nécessaires à un mouvement inverse, à moins que les agents anticipent un tel mouvement. Ceci correspondrait plutôt à ce que nous notons les types *IB* et *IC* de changements de prix, qui nécessitent d'explicitier d'abord les concepts de circulation financière et de circulation industrielle avant d'en faire une étude plus approfondie.

Nous savons que, dans la typologie retenue dans le *Treatise*, la monnaie en circulation à tout instant est détenue sous trois formes : les dépôts de revenu ( $M_1$ ), les dépôts d'affaires (notés  $M_2$ ) et les dépôts d'épargne (notés  $M_3$ ). Comme nous l'avons précisé, les dépôts de revenu correspondent à la quantité de monnaie détenue à tout moment par les ménages (que ce soit sous forme de monnaie banque centrale ou de monnaie scripturale) pour ce qui correspond, dans la *Théorie Générale*, au motif de revenu et – de façon très secondaire – au motif de précaution. Les dépôts d'affaires ne sont guère différents dans leur fonction des dépôts de revenu, si ce n'est qu'ils concernent exclusivement les entrepreneurs et correspondent plutôt au « motif professionnel » (*Business-motive* (Keynes, 1936c, p. 219)) :

(ii) *The Business-motive*. Similarly, cash is held to bridge the interval between the time of incurring business costs and that of receipt of the sale-proceeds; cash held by dealers to bridge the interval between purchase and realisation being included under this heading. The strength of this demand will chiefly depend on the value of current output (and hence on current income), and on the number of hands through which output passes. (Keynes, 1936b, p. 195–196)

Les dépôts d'affaires répondent donc aux mêmes préoccupations que les dépôts de revenu, à savoir l'ajustement intra-période entre recettes et dépenses que les entreprises opèrent en maintenant un stock de monnaie pour ne pas avoir à subir les coûts divers associés à la conversion de ces sommes en titres financiers.

Les dépôts d'épargne correspondent quant à eux, de façon logique, au troisième motif de détention de monnaie de la *Théorie Générale*, le motif de précaution. Il s'agit essentiellement de comptes bancaires « held, not for the purpose of making payments, but as a means of employing savings, i.e. as an investment<sup>2</sup> » (Keynes,

---

2. Il y a une fois encore une confusion dans la terminologie de l'auteur entre investissement et placement. Dans le contexte de cette citation, nous entendons par « investment » le placement de l'épargne soit sous une forme monétaire, soit sous la forme de titres. Par convention et pour ne pas diverger trop grandement de la terminologie employée par Keynes, nous nommons une telle opération un investissement financier par opposition à l'investissement productif tel que précédemment

## 6.1. LA SECONDE REFORMULATION KEYNÉSIENNE DE L'ÉQUATION QUANTITATIVE DE LA MONNAIE

---

1930c, p. 31). Il s'agit dans ce cas pour les agents – ménages comme entrepreneurs – de détenir un stock de monnaie pour se garantir à l'avenir d'une ressource ayant en termes nominaux au moins la même valeur qu'aujourd'hui, même si sa valeur *réelle* peut lui être supérieure ou inférieure selon le taux d'inflation en vigueur dans l'économie et selon le taux d'intérêt appliqué à ce type de dépôts bancaires. Dans cette perspective, la thésaurisation, c'est-à-dire la détention « passive » de monnaie liquide, pourrait également être considérée comme un dépôt d'épargne ; elle possède cependant l'inconvénient de ne pas être rémunérée par un taux d'intérêt aussi faible soit-il, contrairement au compte bancaire d'épargne : si le taux d'inflation est positif, même si le taux d'intérêt nominal lui est inférieur (et donc le taux d'intérêt réel est négatif), le compte d'épargne perd de sa valeur réelle moins fortement que la monnaie banque centrale thésaurisée – ou que la monnaie scripturale sur comptes non rémunérés.

Il s'agit alors de déterminer pourquoi les agents détiennent des dépôts monétaires, qui ne sont *a priori* pas rémunérés par un intérêt ou le sont très faiblement (dans le cas des dépôts d'épargne), plutôt que des titres financiers qui donnent droit à des dividendes dans le cas d'actions ou à des intérêts pour les obligations. Keynes distingue deux motifs différents à la détention d'encaisses monétaires. Au sein de la quantité totale de monnaie en circulation, il s'opère « a division between the deposits used for the purposes of industry, which we shall call the *industrial circulation*, and those used for the purposes of finance, which we call the *financial circulation* » (Keynes, 1930c, p. 217). L'auteur précise alors que :

By *industry* we mean the business of maintaining the normal process of current output, distribution and exchange and paying the factors of production their incomes for the various duties which they perform from the first beginning of production to the final satisfaction of the consumer. By *finance*, on the other hand, we mean the business of holding and exchanging titles to wealth (other than exchanges resulting from the specialisation of industry), including stock exchange and money market transactions, speculation and the process of conveying current savings and profits into the hands of entrepreneurs. (Keynes, 1930c, p. 217)

La circulation financière est donc la part du volume monétaire total qui circule dans l'économie lors de transactions à but financier, c'est-à-dire typiquement lors de

---

## 6.2. LA CIRCULATION FINANCIÈRE ET LE « SENTIMENT FINANCIER » : LE RÔLE DES ANTICIPATIONS DES INVESTISSEURS FINANCIERS DANS LA DYNAMIQUE DES PRIX

---

l'achat ou de la vente de titres financiers, mais aussi lors des opérations d'intermédiation bancaire dans le but de redistribuer l'épargne collectée vers les entreprises qui souhaitent mener un investissement. La circulation industrielle correspond quant à elle à la partie de la masse monétaire qui répond aux fonctions « traditionnelles » de la monnaie, celles d'unité de compte et d'instrument facilitant les échanges ; ces fonctions sont toutefois perçues moins sous l'angle des échanges à proprement parler que sous celui de l'activité productive, puisque la circulation industrielle intègre les dépenses des entreprises au titre de rémunération des facteurs.

Les deux composantes (ou motifs de détention) de la masse monétaire déterminent chacune un type de variations de prix : la circulation financière est au centre du type *IB* tandis que la circulation industrielle génère le type *IC*. Les deux prochaines sections étudient alternativement ces deux types, en démontrant qu'au final la circulation financière est le principal élément déterminant des fluctuations de prix d'origine monétaire.

### **6.2 La circulation financière et le « sentiment financier » : le rôle des anticipations des investisseurs financiers dans la dynamique des prix**

Le second cas de changements de prix dus aux facteurs monétaires, ou type *IB* dans notre classification, c'est-à-dire « a change in [...] the financial circulation, due to a change of financial sentiment or activity or of financial values relatively to the price level of output » (Keynes, 1930c, p. 232), est plus complexe que le type *IA* car il fait intervenir les différents motifs pour lesquels les agents détiennent de la monnaie plutôt que des titres financiers. Cela implique d'intégrer une analyse du fonctionnement des marchés financiers à l'étude des fluctuations de prix monétaires. Il convient en particulier de préciser le concept de « sentiment financier » (*financial sentiment*) auquel l'auteur fait appel dans sa définition. Hanin (2003) estime d'ailleurs que la principale originale du *Treatise* consiste en son « analyse [...] de la formation et de la dynamique de l'équilibre sur les marchés financiers », au centre de laquelle se situe « l'instabilité des anticipations des investisseurs » (Hanin, 2003, p. 84). Bien que nous ne partagions pas entièrement son diagnostic, ni sa démarche focalisée uniquement sur les mécanismes institutionnels des marchés de la monnaie

## 6.2. LA CIRCULATION FINANCIÈRE ET LE « SENTIMENT FINANCIER » : LE RÔLE DES ANTICIPATIONS DES INVESTISSEURS FINANCIERS DANS LA DYNAMIQUE DES PRIX

---

et des titres, force est de reconnaître que l'introduction de ce facteur d'anticipations marque une véritable évolution dans le traitement de la problématique des fluctuations en anticipant certains éléments de l'analyse de l'état de la prévision à long terme du Chapitre 12 de la *Théorie Générale*.

Le rôle de la circulation financière est à la fois de liquider les opérations financières et de faciliter la conversion de l'épargne disponible en source de financement pour les investissements. Elle est par conséquent composée des dépôts d'épargne, puisque la monnaie déposée sur des comptes bancaires par les épargnants ne reste pas inactive ; au contraire, elle est utilisée par les banques pour octroyer des crédits aux entrepreneurs et investisseurs financiers qui en feraient la demande, voire pour investir directement sur les marchés financiers et ainsi financer l'investissement productif des firmes.

La circulation financière est aussi constituée de la part des dépôts d'affaires effectués par les entreprises pour un motif financier plutôt qu'industriel, ce que Keynes désigne comme les dépôts d'affaires B (par opposition aux dépôts d'affaires A, constitués pour répondre aux besoins de l'industrie au sens où nous l'avons définie précédemment). Il note néanmoins que :

Since we shall argue that the *absolute* variability of the business deposits B is, as a rule, only a small proportion of the total quantity of money, this being a consequence of their very high velocity [...], changes in the savings deposits [are generally a good index] of changes in the financial circulation [...]. (Keynes, 1930c, p. 218)

L'argument avancé est que :

the velocity of the business deposits B is so very high—as a result of the great development of devices for economising the use of cash by stock exchange clearings and the like—that the absolute amount of the variations in the volume of money so employed cannot ordinarily be very great. (Keynes, 1930c, p. 223)

L'auteur présente au Chapitre 24 du Volume VI, dédié aux études empiriques des variables monétaires, une estimation du niveau et de la variabilité des vitesses de circulation des dépôts de revenu (Keynes, 1930d, p. 21–26) et des dépôts d'affaires (Keynes, 1930d, p. 26–38). Il ne parvient cependant pas à affiner son analyse chiffrée de la vitesse des dépôts d'affaires suffisamment pour distinguer l'influence respective

## 6.2. LA CIRCULATION FINANCIÈRE ET LE « SENTIMENT FINANCIER » : LE RÔLE DES ANTICIPATIONS DES INVESTISSEURS FINANCIERS DANS LA DYNAMIQUE DES PRIX

---

des dépôts d'affaires A et B dans la vitesse totale de ce type de dépôts bancaires. C'est pourquoi il fait l'*hypothèse* que le développement et la complexification des marchés financiers, qui autorisent le recours à des produits financiers de plus en plus adaptés aux besoins de court terme des entreprises, dispensent celles-ci de la nécessité de détenir un stock de monnaie pour motif financier au-delà d'une période de temps très courte. Il est vrai que l'émergence des produits et des stratégies de couverture de risque (*hedging*) permet aux firmes exposées à un risque de variabilité de la valeur de leurs matières premières, de leurs produits ou de leurs actifs de le réduire voire de l'éliminer en recourant à des titres comme les options ou les *futures*. Dans ce cas, la fonction de préservation de valeur de la monnaie n'est plus aussi importante, justifiant que les dépôts d'affaires B constitués dans cette perspective soient en volume relativement faibles, et que leur taux de rotation (ou vitesse de circulation) soit très forte.

En définitive, ce seraient uniquement les comportements d'épargne des agents (essentiellement des ménages) qui détermineraient la majeure partie de la circulation financière, et par conséquent expliqueraient les fluctuations de prix de type IB. Il s'agit dès lors d'examiner comment se forment ces comportements, et comment ils affectent le volume des dépôts d'épargne. En vérité, tout comme pour les dépôts d'affaires, on peut faire la distinction au sein des dépôts d'épargne entre deux sous-catégories, également identifiées par les lettres A et B. La division s'opère dans ce cas, non à travers l'usage qui est fait de ces dépôts, mais à travers le degré de stabilité du volume d'épargne monétaire correspondant. Ainsi, les dépôts d'épargne A sont définis comme :

a substantial stable substratum of savings deposits which are not held because the holder of them takes a view adverse to the prospects of the money values of securities, but for one or other of the personal reasons enumerated in chapter 3. (Keynes, 1930c, p. 223)

Parmi ces raisons, Keynes cite le fait que :

[the holder] may attach importance to the stability of the money value of his savings and to being able to turn them into cash at short notice ; or he may find this the most convenient way of holding small increments of savings with the intention of transforming them into a specific investment when they have accumulated to a sufficient sum ; or he may be awaiting an opportunity of employing them in his own business ; or other such

## 6.2. LA CIRCULATION FINANCIÈRE ET LE « SENTIMENT FINANCIER » : LE RÔLE DES ANTICIPATIONS DES INVESTISSEURS FINANCIERS DANS LA DYNAMIQUE DES PRIX

---

reasons may influence him. (Keynes, 1930c, p. 32)

C'est pourquoi :

there are owners of wealth [...] who permanently prefer to hold savings deposits in preference to securities. (Keynes, 1930c, p. 223)

Par simplification, on peut assimiler les dépôts d'épargne A à l'épargne bancaire au sens strict, détenue sous la forme de comptes ou de livrets d'épargne, sur lesquels l'agent verse plus ou moins régulièrement une somme d'argent pour se constituer un capital, dans la perspective à la fois de se garantir une stabilité de la valeur monétaire de sa richesse et de financer des projets d'achat et d'investissement futurs nécessitant une certaine somme accumulée. Il est donc légitime de considérer que le volume de monnaie représenté par les dépôts d'épargne A est relativement stable, puisque les motifs qui guident leur détention par les agents sont rarement influencés par la conjoncture économique.

On en déduit que si la circulation financière est modifiée (et cause par conséquent un déséquilibre dans le niveau des prix), cela passe nécessairement par une modification dans les dépôts d'épargne B. Ceci justifie le lien fait entre la circulation financière et ce que Keynes nomme le « sentiment financier ». En effet :

The second category of savings deposits comprise what, in language borrowed from the stock exchange, we will call the 'bear' position — including, however, as bears not only those who have sold securities 'short', i.e. have sold securities which they do not own, but also those who would normally be holders of securities but prefer for the time being to hold liquid claims on cash in the form of savings deposits. A 'bear', that is to say, is one who prefers at the moment to avoid securities and lend cash, and correspondingly a 'bull' is one who prefers to hold securities and borrow cash—the former anticipating that securities will fall in cash value and the latter that they will rise. (Keynes, 1930c, p. 223–224)

Typiquement, les agents intervenant sur les marchés financiers sont répartis entre deux catégories d'investisseurs, pour lesquelles l'auteur retient la distinction déjà employée dans le jargon de la finance, c'est-à-dire les *bulls* et les *bears*. D'un côté, les *bears* (ou pessimistes) sont les agents qui, pour une raison ou pour une autre, anticipent une baisse future – à plus ou moins court terme – des cours et qui prennent leurs positions en conséquence, c'est-à-dire qu'ils vendent immédiatement leurs titres

## 6.2. LA CIRCULATION FINANCIÈRE ET LE « SENTIMENT FINANCIER » : LE RÔLE DES ANTICIPATIONS DES INVESTISSEURS FINANCIERS DANS LA DYNAMIQUE DES PRIX

---

contre de la monnaie afin de se prémunir de la chute des cours et de profiter de la baisse des prix qui l'accompagne en général (ce qui augmente la valeur réelle des dépôts monétaires). De l'autre, les *bulls* (ou optimistes) sont ceux qui, pour des raisons diamétralement opposées, anticipent une hausse à venir des prix des titres et adoptent la stratégie inverse : ils souhaitent profiter de la montée des cours en achetant dès aujourd'hui des titres à (relativement) faible coût qu'ils revendront une fois la hausse des cours effective, réalisant de ce fait une plus-value.

Ainsi, les *bears* ont une préférence plus forte pour les actifs les plus liquides ; leur pessimisme quant à l'évolution prochaine des cours boursiers les incite à détenir une proportion plus grande de leur richesse sous forme monétaire, qui conserve en permanence sa valeur nominale (mais pas sa valeur réelle, qui diminue en cas d'inflation et augmente en cas de déflation), contrairement aux titres financiers dont ils prévoient la baisse de la valeur nominale. A l'inverse, les *bulls* qui anticipent une hausse des cours ont tout intérêt, non seulement à utiliser leur épargne monétaire pour acquérir des titres, mais aussi à emprunter de la monnaie auprès des banques contre intérêt, à la condition que la plus-value qu'ils anticipent de faire dépasse l'intérêt qu'ils auront à verser à leurs créanciers (ce qui, dans le langage de la finance, correspond à une stratégie de *cash-and-carry*). On comprend dès lors qu'au niveau agrégé, c'est la proportion de *bears* par rapport aux *bulls* qui guide l'évolution des dépôts d'épargne : si le pessimisme touche une partie grandissante de la communauté financière, l'épargne monétaire a tendance à augmenter ; si au contraire les investisseurs tendent à être majoritairement optimistes vis-à-vis de l'avenir, les dépôts d'épargne ont tendance à diminuer. Ce que Keynes nomme au Chapitre 16 du Livre IV le « sentiment financier » n'est autre que le sentiment dominant qui règne parmi les agents opérant sur les marchés financiers, et constitue un indicateur de l'évolution à court ou moyen terme des dépôts d'épargne B.

Il faut remarquer que les anticipations des agents – ou leur « sentiment » quant à l'avenir – ont une tendance à s'auto-réaliser. Ceci est dû au fait que ce sont ces anticipations qui guident les prises de position immédiates des investisseurs sur les marchés : si une majorité d'individus ont la conviction que les cours vont baisser dans un proche avenir, le comportement le plus rationnel qui soit pour eux est de vendre immédiatement les titres qu'ils possèdent, avant que leurs cours ne diminuent (diminuant la plus-value ou augmentant la moins-value qu'ils peuvent faire par la revente des titres) et de se constituer ainsi une réserve monétaire à la valeur garantie.

## 6.2. LA CIRCULATION FINANCIÈRE ET LE « SENTIMENT FINANCIER » : LE RÔLE DES ANTICIPATIONS DES INVESTISSEURS FINANCIERS DANS LA DYNAMIQUE DES PRIX

---

Cependant, leur activité de revente massive conduit *de facto* à la chute des cours, à moins, bien entendu, que le « poids » financier des agents optimistes prêts à racheter les titres en vente ne compense le fait que ces *bulls* soient moins nombreux que les *bears*. Il est toutefois raisonnable de penser que le « poids » financier des agents est plus ou moins équitablement réparti entre le groupe des *bears* et celui des *bulls*, de sorte que le sentiment financier dominant tend généralement à se concrétiser et à légitimer les prises de position des agents animés de ce sentiment. Dès lors, on comprend mieux pourquoi les dépôts d'épargne B sont définis comme la contrepartie dans la sphère monétaire des positions des investisseurs sur les marchés financiers (Keynes, 1930c, p. 225).

Il existe toutefois une limite à cette relation simple entre l'optimisme (*bullishness*) ou le pessimisme (*bearishness*) et le niveau des dépôts d'épargne B, à savoir l'action potentiellement stabilisatrice des banques :

But (apart from compensating variations in the requirements of the industrial circulation) the volume of savings deposits can only be maintained or increased in face of an increase of bullish sentiment, if the banking system directly brings about the rise in security prices by itself buying securities or if it takes advantage of the fact that *differences* of opinion exist between different sections of the public so that, if one section is tempted by easy credit to borrow for the purpose of buying securities speculatively, security prices can be raised to a level at which another section of the public will prefer savings deposits. (Keynes, 1930c, p. 224)

Si les banques interviennent sur les marchés financiers au même titre que les autres agents économiques, elles ont la possibilité de compenser par leur activité l'influence du sentiment financier sur le montant des dépôts d'épargne. Dans le cadre de leur fonction d'intermédiation financière, elles ont tout intérêt à conserver le niveau de ces dépôts aussi stable que possible, car ils constituent les fonds disponibles qu'elles recueillent pour les redistribuer aux investisseurs qui demandent des fonds, le différentiel d'intérêt entre le taux emprunteur et le taux prêteur constituant leur rémunération principale. Or, par leur activité sur les marchés financiers, les banques peuvent compenser les variations de trop grande ampleur des dépôts d'épargne en vendant les titres qu'elles possèdent ou en achetant des titres disponibles sur le marché ; ayant des moyens financiers plus importants que les investisseurs particuliers, elles peuvent générer des volumes de transactions plus importants et donc avoir

## 6.2. LA CIRCULATION FINANCIÈRE ET LE « SENTIMENT FINANCIER » : LE RÔLE DES ANTICIPATIONS DES INVESTISSEURS FINANCIERS DANS LA DYNAMIQUE DES PRIX

---

plus d'influence sur les cours des titres. C'est pourquoi Keynes, dans sa définition du type IB de changements des prix monétaires, tient compte du niveau d'activité financière, c'est-à-dire du volume effectif de transactions effectuées sur les marchés financiers, notamment lorsque ces transactions incluent l'action correctrice du système bancaire.

Les banques, du fait de leur poids financier lié à leur capacité à mobiliser de larges sommes de monnaie pour leurs activités, peuvent influencer l'évolution des cours financiers. Si une tendance optimiste semble se dessiner au sein de la communauté des investisseurs financiers, entraînant une demande décroissante de dépôts d'épargne, le système bancaire peut être amené à intervenir massivement sur les marchés en vendant les titres qu'il aurait en stock afin de créer une pression à la baisse sur les cours et ainsi amoindrir, voire briser, l'élan d'optimisme des investisseurs. À l'inverse, si les banques considèrent qu'un sentiment pessimiste majoritaire fait courir le risque d'une demande trop forte en dépôts d'épargne, elles peuvent acheter un volume important de titres (mis à l'actif de leur bilan) pour soutenir les cours et ainsi détourner au moins une partie des détenteurs de fonds des dépôts monétaires vers les titres financiers. C'est donc à travers la régulation des transactions financières que le système bancaire peut exercer un contrôle actif sur le sentiment financier et, partant, sur la demande de monnaie pour motif financier.

En dépit de cette action *potentielle* des banques qui influence la relation entre titres et monnaie, on peut conclure que :

the total amount of the financial circulation depends [...] partly on the *activity* of transactions but mainly on the magnitude of the 'bear' position [...]. (Keynes, 1930c, p. 225)

Il faut rappeler que le type IB de variations des prix est défini comme « a change in the [...] financial circulation, due to a change of financial sentiment or activity or of financial values relatively to the price level of output » (Keynes, 1930c, p. 233). Or, comme nous venons de le souligner, les valeurs financières dépendent soit du sentiment financier, soit de l'activité financière. Par ailleurs, l'activité financière ne joue un rôle que lorsque le système bancaire réagit à des changements dans l'opinion boursière pouvant entraîner une variation du niveau des dépôts d'épargne B. Au final, c'est donc bien le sentiment financier qui guide essentiellement le volume de circulation financière. Par conséquent, un changement dans le sentiment dominant, par exemple le passage soudain d'un optimisme à un pessimisme généralisé, constitue

## 6.2. LA CIRCULATION FINANCIÈRE ET LE « SENTIMENT FINANCIER » : LE RÔLE DES ANTICIPATIONS DES INVESTISSEURS FINANCIERS DANS LA DYNAMIQUE DES PRIX

---

un choc suffisant pour provoquer une variation du niveau des prix  $P$  et  $\Pi$ , c'est-à-dire pour créer un déséquilibre macroéconomique. Dans le langage actuel de la théorie des cycles, le type  $IB$  correspondrait dans une certaine mesure à un choc d'anticipations, c'est-à-dire à une perturbation exogène liée aux changements de prévisions des agents concernant l'évolution future des principales variables.

Il est possible d'envisager que, contrairement au type  $IA$ , le type  $IB$  est à même de générer une fluctuation des prix à proprement parler, voire une fluctuation de nature cyclique. En effet, entre l'instabilité des anticipations des investisseurs et l'intervention active du système bancaire pour les corriger, le mouvement des cours et des prix dans un sens pourrait porter en lui les conditions d'un mouvement en sens inverse. Par exemple, admettons que le sentiment dominant dans la communauté soit positif, provoquant une baisse de la demande de dépôts d'épargne ; si les banques ne souhaitent pas voir une réduction trop forte de leur passif, elles peuvent intervenir sur les marchés en vendant des titres, de manière à contenir la hausse des cours ; voyant que leurs anticipations haussières ne se réalisent pas (ou du moins pas pleinement), une partie des investisseurs peut finir par réviser leurs prévisions de façon pessimiste ; si cette partie de la communauté devient majoritaire, alors un mouvement baissier tend à se réaliser. Une telle éventualité n'est cependant pas avancée dans le *Treatise* ; comme nous le démontrerons dans le chapitre 7, la dénomination de « cycle » est réservée uniquement aux fluctuations de type  $IIB$  et  $IIC$ . Par ailleurs, le mécanisme décrit ressemble plutôt à un phénomène de bulle spéculative qui, lorsqu'elle éclate, conduit à un retour à une situation « normale » et non à un excès inverse (c'est-à-dire une bulle baissière) :

If everyone agrees that securities are worth more, and if everyone is a 'bull' in the sense of preferring securities at a rising price to increasing his saving deposits, there is no limit to the rise in price of securities and no effective check arises from a shortage of money. (Keynes, 1930c, p. 229)

Dès lors, si les fluctuations de la quantité de monnaie pour un motif financier entraînent des fluctuations de prix, celles-ci ne prennent en général pas une nature cyclique, mais correspondent à des déviations de forte ampleur – souvent à la hausse, du fait d'un biais vers l'optimisme relativement répandu au sein des investisseurs professionnels – par rapport à la tendance.

En revanche, Keynes présente deux conséquences d'un changement dans la circulation financière dont l'une peut conduire à une fluctuation de type  $IIB$ , donc à

### 6.3. LA CIRCULATION INDUSTRIELLE, UNE PREMIÈRE APPROCHE DE LA RELATION SALAIRES-INFLATION

---

un cycle du crédit. Selon lui, « changes in the financial situation [...] have the effect of altering the quantity of money available for the industrial circulation ; and they may have the effect of altering the attractiveness of investment » (Keynes, 1930c, p. 227). La première possibilité renvoie aux fluctuations de type IC qu'il nous reste à discuter. La seconde possibilité est en lien avec la conception que l'auteur se fait du cycle du crédit : si l'investissement – ici compris au sens strict du terme – devient moins attractif, du fait d'une hausse des cours boursiers qui accroît le coût de l'investissement en capital (suite à des anticipations majoritairement haussières des investisseurs financiers), alors il y a sur-épargne ce qui correspond à la phase descendante du cycle du crédit. Ce n'est donc qu'*indirectement* que les anticipations des investisseurs déterminent la cyclicité des prix et de l'activité.

### 6.3 La circulation industrielle, une première approche de la relation salaires-inflation

Si les anticipations des agents présents sur les marchés sont, par essence, relativement instables de sorte que la circulation financière l'est également, il en va *a priori* autrement de la circulation industrielle. En effet, celle-ci représente la quantité de monnaie détenue pour financer les opérations courantes et régulières de production et d'échange dans l'économie, qui ne semblent pas en soi (et en l'absence de toute autre perturbation) être susceptibles de connaître des changements soudains. Dans la continuité des idées défendues dans le *Tract*, Keynes considère pourtant qu'une partie des fluctuations de prix peut être imputée à une modification des comportements, notamment des consommateurs, qui se traduirait par une variation dans la vitesse de circulation de la monnaie.

De fait, dans la classification opérée au Chapitre 16 du Volume V du *Treatise*, le type IC de variations de prix est défini comme :

a change in the requirements of the industrial circulation, owing to a change in the velocity of the income deposits or of the business deposits A or in the turnover of the industrial circulation corresponding to a given volume of earnings, due to a change in the habits and methods of the public or of the business world or to a change in the character (as distinct from the volume) of output. (Keynes, 1930c, p. 232)

### 6.3. LA CIRCULATION INDUSTRIELLE, UNE PREMIÈRE APPROCHE DE LA RELATION SALAIRES-INFLATION

---

Puisque la circulation financière est composée des dépôts d'épargne et des dépôts d'affaires B, la circulation industrielle regroupe nécessairement les autres formes de dépôts monétaires, à savoir les dépôts de revenu et les dépôts d'affaires A (qui sont précisément définis comme la part des dépôts d'affaires destinés à satisfaire les besoins de l'industrie). Un changement s'opérant dans l'un ou l'autre de ces dépôts monétaires est donc susceptible d'affecter la circulation industrielle.

Comme nous l'avons expliqué à la section 6.1, les dépôts de revenu (notés  $M_1$ ) concernent principalement les ménages et correspondent au stock (moyen) de monnaie qu'ils détiennent entre le moment où ils touchent leurs revenus des facteurs de production et les différents moments où ils dépensent ces revenus, sous forme de consommation notamment. Dès lors, « since  $M_1 V_1 = E$ , the amount of money  $M_1$  required for income deposits depends partly on  $E$ , the volume of income, and partly on  $V_1$ , the velocity of income deposits » (Keynes, 1930c, p. 218). En effet le stock moyen de monnaie détenu en vue d'effectuer des transactions dépend en premier lieu du volume des encaissements monétaires au titre de la rémunération des facteurs ; plus le niveau des revenus est élevé, plus les dépôts de revenu *en début de période* sont importants.

Le volume de ces dépôts *en fin de période* dépend pour sa part de la vitesse de circulation de la monnaie, ou plus précisément de la vitesse de circulation spécifique aux dépôts de revenu. Les déterminants de  $V_1$  sont détaillés au Chapitre 24 du Volume VI. Keynes tente d'y évaluer empiriquement la valeur de la vitesse de circulation des différents dépôts monétaires. Il avance en particulier que :

The velocity of income deposits is a function of the community's habits in regard to the intervals between wages and salary payments, whether weekly, monthly or quarterly, and so forth, as to whether they disburse their income regularly or irregularly between income dates, and as to what proportion of their incomes they carry forward from one income date over the next. (Keynes, 1930d, p. 22)

La fréquence de la rémunération des facteurs tend à être déterminée à un niveau social, sur la base d'une convention implicite ou explicite. Par conséquent, une première approximation de la vitesse des dépôts de revenu est le rapport  $\frac{R}{x}$  où  $R$  représente le revenu annuel total d'un ménage et  $x$  le nombre de fois que ce revenu est versé au cours d'une année, avec par exemple  $x = 52$  si le paiement est hebdomadaire (Keynes, 1930d, p. 22). De nos jours, la périodicité du versement des salaires et des

### 6.3. LA CIRCULATION INDUSTRIELLE, UNE PREMIÈRE APPROCHE DE LA RELATION SALAIRES-INFLATION

---

dividendes est fixée par la loi. Ainsi en France la loi précise que les salaires doivent être payés sur une base mensuelle, sauf pour certains contrats (travail saisonnier ou temporaire) ou certaines catégories de travail (travail domestique par exemple), tandis que les dividendes ont pour leur part une périodicité annuelle ; et il en est de même dans la plupart des pays développés. Ce facteur pouvait donc en partie influencer la vitesse de circulation et le volume des dépôts de revenu à l'époque où le *Treatise* a été publié, mais la massification du salariat et l'uniformisation légale des périodes de rémunération ont neutralisé cette influence.

En revanche, la fréquence et la régularité des dépenses ordinaires (par exemple les achats de biens de consommation) ont une dimension bien plus individuelle voire subjective, puisqu'elles dépendent avant tout des habitudes de consommation et d'épargne des ménages. Ces habitudes peuvent évidemment connaître des changements rapides, surtout en période de forte instabilité de l'emploi ou des prix, et tendent à évoluer fortement à long terme. Néanmoins à court terme, il est raisonnable de supposer qu'en moyenne, les habitudes de consommation des ménages sont relativement stables et par conséquent « one would expect the velocity of the income deposits to be relatively stable from one year to the next, although it might show a definite trend over a long period due to a progressive change of custom » (Keynes, 1930d, p. 26). Nous en déduisons qu'en général le volume  $M_1$  dépend uniquement du niveau du revenu de la communauté  $E$  et tend à être relativement stable à court terme.

La circulation industrielle n'est toutefois pas uniquement composée des dépôts de revenu, mais également des dépôts d'affaires A. Il s'agit du stock (moyen) de monnaie détenu par les entreprises entre le moment où elles encaissent leurs recettes et le moment où elles payent leurs coûts de production. Cette définition empruntée à celle des dépôts de revenu ne correspond cependant pas à la réalité du processus de production : le décaissement lié à l'achat de matières premières et à la rémunération des facteurs a lieu au *début* de la période de production, tandis que l'encaissement des recettes de vente n'a généralement lieu qu'en fin de période, et ne se fait pas d'un seul tenant mais est fractionné en plusieurs encaissements plus ou moins réguliers. S'il s'agit de la première période pour une firme nouvellement créée, il est évident que le décaissement initial peut s'effectuer uniquement sur la base d'une avance consentie sur sa richesse personnelle par l'entrepreneur, ou bien au moyen d'un crédit accordé par une banque ; pour les périodes ultérieures, il est raisonnable de supposer que

### 6.3. LA CIRCULATION INDUSTRIELLE, UNE PREMIÈRE APPROCHE DE LA RELATION SALAIRES-INFLATION

---

le décaissement nécessaire au paiement des coûts réguliers peut se faire au moyen des recettes de la période précédente (ce qui correspond au fonds de roulement de l'entreprise dans le jargon comptable).

L'analyse conduite à propos des dépôts de revenu peut ainsi partiellement être reprise, en tenant compte du fait que la chronologie des flux est inversée. Si pour une firme le volume du décaissement en début de période est connu et relativement stable dans le temps (tout comme l'encaissement en début de période pour le ménage salarié), les encaissements liés aux ventes sont pour leur part incertains et relativement irréguliers (tout comme un ménage est obligé de faire face à certaines contingences impossibles à prédire, au moyen de ses dépôts de revenu). Le volume moyen des dépôts d'affaires A dépend donc du coût total de production sous forme de rémunération des facteurs<sup>3</sup>, du montant des ventes, ainsi que de la fréquence et de la régularité de l'encaissement du produit des ventes.

Les deux premiers déterminants du volume des dépôts d'affaires A dépendent en réalité de la même variable. Au niveau agrégé la rémunération totale des facteurs de production correspond au niveau de revenu monétaire de la communauté  $E$ . Réciproquement, les recettes des ventes sont égales au montant total dépensé par les ménages au titre de l'achat de biens de consommation et par les entreprises au titre de l'achat de biens de capital ; elles sont donc une fonction du niveau de revenu monétaire de la communauté  $E$ . Or, le montant dépensé au titre de la consommation détermine également le volume des dépôts de revenu. Dès lors « it is evident in the first place that the volume of a part of them [the business deposits A] tends to move much in the same way as that of the income deposits » (Keynes, 1930c, p. 218). De fait, « the income deposits are constantly flowing into the business deposits through purchases of goods and out again through payment of wages » (Keynes, 1930c, p.218). Ainsi, tout comme  $M_1$  dépend de  $E$ , une partie de  $M_2$  dépend également de  $E$  ; les dépôts d'affaires A sont de ce point de vue stables aussi longtemps que le revenu de la communauté est constant *et* que la répartition du revenu entre consommation et épargne est inchangé. Dans le cas où la part dévolue à l'épargne augmenterait par rapport à celle de la consommation, les entreprises auraient une proportion moindre de leur décaissement de début de période qui leur reviendrait sous forme

---

3. L'achat de matières premières se faisant entre entreprises, et en supposant que les producteurs de ces matières premières n'appliquent pas sur leur prix une marge autre que la « rémunération normale des entrepreneurs » telle que définie au chapitre 5, le coût de production lié à l'achat des consommations intermédiaires est neutralisé au niveau agrégé.

### 6.3. LA CIRCULATION INDUSTRIELLE, UNE PREMIÈRE APPROCHE DE LA RELATION SALAIRES-INFLATION

---

de recettes de vente, entraînant au moins temporairement une perte exceptionnelle – conformément à la mécanique implicite de l'équation (5.18) décrite au chapitre 5.

Puisque les dépôts de revenu et les dépôts d'affaires A sont déterminés par le même facteur, alors il est possible de poser que ces derniers fluctuent de façon similaire. Plus précisément, Keynes suppose les dépôts d'affaires A « must [...] bear the same proportion to the income deposits as the velocity of the latter ( $V_1$ ) bears to that of the former ( $V_2$ ), so that the two fluctuate together so long as the ratio of their velocities is unchanged. » (Keynes, 1930c, p. 218). Cependant, il précise que :

An assumption of stability in the ratio between the volume of the income deposits and of business deposits A respectively is not reliable. The latter is not tied down to a measure of stability, as the former is, by the regularity in the dates of payment which generally characterises the disbursement of wages and salaries. (Keynes, 1930c, p. 219)

Il est intéressant de noter que même si le volume et la vitesse de circulation des dépôts de revenu sont supposés stables à court terme, le *Treatise* évoque un cas particulier où ils pourraient connaître un changement à court terme. En effet, « when real incomes are falling through a decline in employment, the public may endeavour for a time to maintain their standard of life by reducing their income deposits » (Keynes, 1930c, p. 220). En d'autres termes, suite à un effet de cliquet similaire à celui décrit par Duesenberry (1949), dont l'intuition est donnée par Keynes mais sans toutefois donner lieu à une analyse propre, il y a suite à une diminution du revenu réel un maintien de la fréquence et de la régularité des décaissements en cours de période alors même qu'il y a une réduction de l'encaissement en début de période (le revenu des facteurs). Par conséquent, il y a à la fois une augmentation de la vitesse de circulation des dépôts de revenu et une réduction de leur volume, contribuant à modifier le rapport entre les dépôts de revenu et les dépôts d'affaires A ainsi que le rapport entre leurs vitesses de circulation respectives.

Par ailleurs, si pour un ménage l'incertitude périodique porte sur les montants et les dates des dépenses courantes imprévues ou imprévisibles, pour les firmes il s'agit plutôt d'une incertitude concernant le montant et les dates de perception des recettes de vente. Ceci implique que les dépôts d'affaires en général – qu'ils soient de type A (motif industriel) ou de type B (motif financier) – ont par essence une vitesse de circulation très variable d'une période à l'autre : si l'activité économique est forte, la vitesse de circulation est très élevée car les entreprises sont garanties

### 6.3. LA CIRCULATION INDUSTRIELLE, UNE PREMIÈRE APPROCHE DE LA RELATION SALAIRES-INFLATION

---

d'avoir des recettes régulières, leur épargnant le besoin de maintenir un stock de monnaie important pour parer aux dépenses imprévues ou au paiement des facteurs de production ; à l'inverse, si l'activité est plutôt faible, les firmes sont obligées de maintenir des dépôts d'affaires (au moins de type A) plus importants car leur vitesse de circulation est plus faible. Ainsi en période de faible activité économique ou de récession il se produit une augmentation de  $V_1$  « at a time when  $V_2$  is likely to be decreasing » (Keynes, 1930c, p. 220).

Cependant, comme nous l'avons démontré, la variabilité à court terme de  $V_1$  ne saurait être très grande puisque la vitesse des dépôts de revenu est conditionnée essentiellement par des habitudes monétaires stables à court terme, au point que l'auteur estime que « short-period fluctuations of  $V_1$  are inconsiderable » (Keynes, 1930c, p. 220). C'est pourquoi le rapport entre  $V_1$  et  $V_2$  ne peut changer de façon significative que si  $V_2$  évolue fortement. Cette dernière variable est une synthèse des vitesses de circulation respectives des dépôts d'affaires A et B. Il a déjà été établi à la section 6.1 que celle des dépôts d'affaires B est très élevée, mais stable. Par ailleurs, puisqu'il existe une relation décroissante entre  $V_2$  et  $E$ , le volume des dépôts d'affaires A dépend d'une part du revenu monétaire de la communauté  $E$ , et d'autre part de leur vitesse de circulation qui varie elle-même avec  $E$  ; de sorte qu'en dernier ressort,  $E$  est la principale variable déterminante du volume comme de la vitesse de circulation des dépôts d'affaires A. Dès lors, s'il y a un changement dans la proportion entre  $V_1$  et  $V_2$ , cela résulte d'une variation du revenu monétaire  $E$  (impliquant une variation de la vitesse de circulation des dépôts d'affaires A). Cette première objection faite par Keynes concernant la stricte correspondance entre les dynamiques des dépôts de revenu et les dépôts d'affaires A n'en est pas véritablement une.

Deux autres éléments sont évoqués comme pouvant interférer sur cette correspondance. D'une part, le rapport entre le volume des dépôts de revenu et celui des dépôts d'affaires A peut être modifié s'il se produit un changement dans le prix relatif des biens échangés dans l'économie ou bien dans la nature des biens produits dans l'économie, car ce changement déstabilise temporairement le circuit permettant à un entrepreneur de recouvrer les frais qu'il avance au titre des coûts de production sous la forme des recettes de vente (Keynes, 1930c, p. 219). D'autre part, le volume des dépôts d'affaires A peut être affecté par l'existence de profits ou de pertes d'aubaine dans l'économie (Keynes, 1930c, p. 220) ; il faut toutefois noter que par définition

#### 6.4. LES FACTEURS INDUSTRIELS DES CHANGEMENTS DE PRIX : UNE SECONDE APPROCHE EMBRYONNAIRE DE LA DYNAMIQUE SALAIRES-INFLATION

---

cela signifie qu'il existe déjà un déséquilibre macroéconomique (tel qu'entendu dans le *Treatise*), et que cela ne saurait être la source d'un tel déséquilibre. Ces différentes objections, qui ne donnent d'ailleurs lieu à aucun développement, ne semblent encore une fois que très secondaires pour l'auteur qui estime que :

[...] in the main the volume of the industrial circulation—though it is also influenced to a certain extent by changes in the character of the production, in the habits of the public and of the business world, and in the sacrifice involved in keeping resources in the form of money—will vary with  $E$ , the aggregate of money incomes, i.e. with the volume and cost of production of current output. (Keynes, 1930c, p. 221)

En d'autres termes, tant que  $E$  reste constant, la circulation industrielle reste au moins à court voire à moyen terme stable, et n'engendre pas de variations dans le volume total de monnaie en circulation et dans le niveau des prix. S'il y a toutefois un changement dans le niveau général des prix dû à un changement dans la circulation industrielle, cela ne résulte que d'une variation du revenu monétaire de la communauté, c'est-à-dire du revenu des facteurs de producteurs. Le type IC de changements de prix n'est ainsi qu'une première approche de la dynamique salaires-inflation, approche qui est très partiellement développée par l'étude du type III, qui l'objet de la prochaine section.

### **6.4 Les facteurs industriels des changements de prix : une seconde approche embryonnaire de la dynamique salaires-inflation**

Nous en venons ainsi à examiner le troisième type de cause d'un déséquilibre du pouvoir d'achat de la monnaie, les « changements dus aux facteurs industriels » ou changements de type III. Ils sont en vérité à peine abordés en tant que tels par Keynes dans le *Treatise*. C'est pourquoi notre examen de ce type particulier de changements de prix repose essentiellement sur une interprétation, voire une extrapolation, d'éléments épars présents dans différents passages de l'ouvrage, notamment dans la dernière Section du Chapitre 10 présentant les équations fondamentales du modèle. Il est dès lors possible de distinguer deux sous-catégories au sein du type III : le type IIIA correspond à une modification « induite » du taux de rémunération

#### 6.4. LES FACTEURS INDUSTRIELS DES CHANGEMENTS DE PRIX : UNE SECONDE APPROCHE EMBRYONNAIRE DE LA DYNAMIQUE SALAIRES-INFLATION

---

des facteurs, tandis que le type III B correspond à une modification « spontanée » de ce taux. La première catégorie ne peut être distinguée, d'un point de vue analytique autant qu'empirique, des fluctuations de prix associées de type I et II. En revanche, la seconde permet de faire un lien avec la conception des fluctuations présente dans le *Tract* et la contribution à l'*Harmworth's Universal History*, que nous avons présentée au chapitre 3 ; en effet, il s'agit d'examiner comment les rémunérations des facteurs, stimulées par les revendications salariales des travailleurs, sont susceptibles de varier même en l'absence de variations de prix préalables. Bien que cette question ait fait l'objet de nombreux développements ultérieurs dans l'histoire de la macroéconomie, l'analyse qu'en fournit le *Treatise* n'est, comme nous le montrerons, qu'embryonnaire et se limite à en survoler les principaux enjeux, sans les approfondir.

Au Chapitre 16 présentant les différentes causes potentielles de déviation des prix effectifs par rapport à leur niveau d'équilibre, les changements de type III sont définis comme :

a change in the quantity of money demanded by entrepreneurs for the industrial circulation due to a change—away from the secular trend which we have already allowed in our hypothetical conditions of equilibrium—in the volume of current output or to a change in its cost of production, due either to an 'induced' or to a 'spontaneous' change in the rate of earnings. (Keynes, 1930c, p. 233)

Rappelons que la circulation industrielle correspond à la part de la monnaie en circulation destinée à financer « the business of maintaining the normal process of current output, distribution and exchange and paying the factors of production their incomes » (Keynes, 1930c, p. 217). Les entrepreneurs sont en effet supposés avancer la quantité de monnaie nécessaire au paiement des facteurs de production, avant même d'engager le processus de production et donc de vendre leurs biens. C'est donc sur la base de leurs prévisions du niveau de demande pour la période courante que sont calculés le niveau de production et donc la quantité de monnaie circulant depuis l'ensemble des entrepreneurs vers les facteurs de production, c'est-à-dire les rémunérations des facteurs de production. La somme de ces rémunérations est alors égale au revenu monétaire de la communauté  $E$  qui, rapporté au volume de production totale  $O$ , permet d'obtenir le taux de rémunération efficace  $W_1$  (tel que défini au chapitre 5, notamment à travers l'équation (5.6)).

Inversement, les entrepreneurs ne reçoivent de la monnaie qu'une fois la vente de

#### 6.4. LES FACTEURS INDUSTRIELS DES CHANGEMENTS DE PRIX : UNE SECONDE APPROCHE EMBRYONNAIRE DE LA DYNAMIQUE SALAIRES-INFLATION

---

leurs produits réalisée. Typiquement, ce transfert de monnaie a lieu essentiellement à la fin de la période courante, puisque cette période correspond au temps nécessaire pour que les biens dont la production est initiée au début de période soient finalisés et offerts sur le marché. Ce transfert se fait d'une part depuis les demandeurs de capital vers les producteurs de biens de capital, c'est-à-dire entre entrepreneurs, et d'autre part depuis les consommateurs finaux (les ménages) vers les producteurs de biens de consommation.

Admettons que les entrepreneurs dans leur ensemble prévoient pour la période courante – pour des raisons que nous détaillerons ultérieurement – une hausse de la demande en biens de consommation ou en biens de capital. Anticipant l'apparition de profits d'aubaine positifs, ils sont prêts à répondre à cette demande excédentaire par une hausse de leur production jusqu'à épuiser toutes les opportunités de profit. Cependant, afin de pouvoir produire plus, il leur faut employer une quantité accrue de facteurs de production. Si (et seulement si) l'ensemble des facteurs de production offerts sont déjà employés par les firmes, les entrepreneurs n'ont d'autre choix que de se faire concurrence pour attirer à eux un maximum de ces facteurs, ce qui risquerait de priver certains producteurs d'une capacité de production égale à leurs prévisions de demande future ; ou bien ils doivent accepter une augmentation du taux de rémunération par unité de bien produit, afin d'attirer sur le marché des facteurs supplémentaires que les propriétaires refusaient de louer au taux existant. Dans les deux cas, une anticipation de hausse de la demande conduit en début de période à une hausse du taux de rémunération  $W_1$ .

En conséquence, la circulation industrielle devrait augmenter. Le volume total de revenus monétaires versés aux facteurs de production augmente en effet sous le double effet de l'accroissement du taux de rémunération efficace et de l'amélioration de l'emploi des facteurs : chaque facteur employé perçoit individuellement une quantité de monnaie supplémentaire en contrepartie d'un niveau d'effort inchangé, et le nombre total de facteurs employés (et donc payés à un meilleur taux) est lui-même augmenté. Les entrepreneurs ont tout intérêt de procéder de la sorte, car un accroissement de  $E$  détermine, toutes choses égales par ailleurs, un accroissement des achats de biens de consommation et permet la réalisation des anticipations d'augmentation de la demande faites en début de période.

Ce mécanisme est cependant entièrement conditionné par le comportement et le bon-vouloir du système bancaire. Une quantité accrue de revenus monétaires si-

#### 6.4. LES FACTEURS INDUSTRIELS DES CHANGEMENTS DE PRIX : UNE SECONDE APPROCHE EMBRYONNAIRE DE LA DYNAMIQUE SALAIRES-INFLATION

---

gnifie que les dépôts de revenu des ménages tendent à augmenter. Si les autorités monétaires refusent qu'il y ait un élargissement de la masse monétaire, une telle augmentation ne peut se produire que de deux façons. Soit il s'opère une redistribution au sein de la circulation industrielle de la quantité de monnaie depuis les dépôts d'affaires A vers les dépôts de revenu ; soit il s'opère une redistribution de la quantité de monnaie totale depuis la circulation financière vers la circulation industrielle, laissant les dépôts d'affaires A constants mais conduisant à une réduction des dépôts d'affaires B ou des dépôts d'épargne. Le premier cas pose le problème de la réduction des disponibilités monétaires des firmes pour leurs opérations, qui ne serait qu'un problème de très court terme si les entrepreneurs avaient la garantie de pouvoir récupérer l'intégralité du surcroît de rémunération des facteurs sous la forme de ventes de biens. Le second cas pose le problème, bien plus important, d'un rééquilibrage entre investissement et épargne : si la baisse de la circulation financière se fait au détriment des dépôts d'épargne, les banques seront à terme incitées à augmenter le taux d'intérêt qu'elles pratiquent, décourageant l'investissement au profit de l'épargne ; si une telle éventualité venait à se réaliser, les entrepreneurs connaîtraient des pertes exceptionnelles si l'investissement décroît plus fortement que les dépôts d'épargne<sup>4</sup>.

Ces deux problèmes n'ont en revanche pas lieu d'être si les autorités monétaires consentent à accompagner la hausse des rémunérations des facteurs par un accroissement, immédiat ou progressif, de la masse monétaire. De fait, ce troisième cas est le plus probable car l'anticipation de profits d'aubaine faite en début de période par les entrepreneurs est souvent motivée par une action préalable du système bancaire « *permitting a disparity between investment and saving* » (Keynes, 1930c, p. 151) à l'origine des profits, conformément à l'équation (5.18).

Dès lors, ce n'est qu'à fin de la période courante, et uniquement si la hausse de la demande se confirme au gré du bon-vouloir et de l'action du système bancaire, que les entrepreneurs perçoivent une quantité accrue de monnaie en contrepartie de la vente de leurs produits aux consommateurs et aux investisseurs. Keynes suppose qu'en règle générale, cet accroissement est d'un montant juste suffisant pour compenser la hausse des coûts due à l'augmentation des revenus des facteurs, de sorte que les

---

4. Nous expliquerons en détail le mécanisme sous-jacent à cette situation dans le chapitre 7, lorsque nous examinons le rôle des facteurs d'investissement dans la génération de fluctuations cycliques des prix.

#### 6.4. LES FACTEURS INDUSTRIELS DES CHANGEMENTS DE PRIX : UNE SECONDE APPROCHE EMBRYONNAIRE DE LA DYNAMIQUE SALAIRES-INFLATION

---

firmes ne font ni profits, ni pertes :

[...] changes in the [...] rate of earnings have no direct tendency in themselves to bring about profits or losses, because—so long as the currency authority allows the change without attempting to counteract it—entrepreneurs will always be recouped for their changed outlay by the corresponding change in their receipts, which will result from the proportionate change in the price level. (Keynes, 1930c, p. 150)

L'action des autorités monétaires est à cet égard critique, car si elles refusent d'augmenter la masse monétaire d'un montant égal à l'accroissement des rémunérations, les entrepreneurs pourraient connaître des profits ou des pertes en fonction du déséquilibre entre investissement et épargne. Néanmoins, que les anticipations de profits d'aubaine des entrepreneurs se réalisent ou non, la circulation industrielle aura augmenté durant au moins une période. Cette modification du volume de circulation industrielle a bien entendu un impact sur le niveau d'équilibre des prix, conformément au mécanisme décrit à la section 6.3.

L'exemple que nous avons décrit jusqu'à présent est celui d'un changement induit (*induced change*) du taux de rémunération des facteurs, défini comme « [the] result of a change in the offers made [to the factors of production] by entrepreneurs acting under the influence of profits or losses » (Keynes, 1930c, p. 149). Comme nous l'avons indiqué, cet exemple repose sur l'hypothèse que les entrepreneurs prévoient, *pour une raison ou pour une autre*, de faire des profits au cours de la période courante. Cette raison, selon Keynes, est l'existence préalable de profits d'aubaine, due à une modification antérieure des facteurs affectant l'investissement et l'épargne. Lorsque l'équilibre entre épargne et investissement est transitoirement altéré de telle façon que les entrepreneurs connaissent des profits ou des pertes d'aubaine, ceux-ci en viennent naturellement à anticiper pour l'avenir de nouveaux profits ou de nouvelles pertes. Si l'investissement est supérieur à l'épargne, les anticipations de profits provoquent une hausse « induite » du taux de rémunération qui génère une nouvelle hausse des prix ; à l'inverse, si l'investissement est inférieur à l'épargne, les anticipations de perte provoquent une baisse « induite » du taux de rémunération conduisant à une baisse des prix.

En d'autres termes, le type IIIA de changements de prix est généralement lui-même causé par des changements de prix de type I ou de type II : un changement de type IA par exemple modifierait le montant de l'épargne, alors qu'un changement

#### 6.4. LES FACTEURS INDUSTRIELS DES CHANGEMENTS DE PRIX : UNE SECONDE APPROCHE EMBRYONNAIRE DE LA DYNAMIQUE SALAIRES-INFLATION

---

de type IIA ou IIB affecte (comme nous le montrerons au chapitre 7) le coût et la valeur de l'investissement. Dans les deux cas, le mécanisme amorcé par la variation du taux de rémunération est similaire à celui décrit à la section 6.3, c'est-à-dire que le type IIIA est dans une certaine mesure assimilable au type IB.

Une autre situation est toutefois envisagée, celle d'un changement « spontané » du taux de rémunération. Celui-ci est défini comme une variation « in the rates of efficiency earnings and in the price levels due to the character of the wages system (including in this, e.g. the powers and activities of trade unions) » (Keynes, 1930c, p. 151). Etant donné la définition formelle de  $W_1$ , une variation du taux de rémunération efficace se produit lorsque le rapport  $\frac{E}{O}$  est modifié, c'est-à-dire lorsque  $E$  et  $O$  évoluent dans des proportions différentes. Les variations du niveau de production globale sont motivées uniquement par l'anticipation ou l'existence de profits d'aubaine, et ne correspondent donc qu'à des cas de changements induits du taux de rémunération. Comme nous l'avons expliqué, le revenu monétaire de la communauté varie souvent en conséquence de l'existence ou de l'anticipation profits ; mais il peut par ailleurs augmenter (par exemple) suite à la pression exercée par les salariés et les syndicats de salariés pour obtenir une hausse de leurs salaires nominaux, dans le but d'accroître leur pouvoir d'achat <sup>5</sup>.

Il est bien évident que la hausse des salaires nominaux peut être obtenue sans modifier le niveau agrégé de revenus monétaires  $E$  et donc le taux de rémunération efficace  $W_1$ . Le maintien de ce dernier à son niveau existant peut être obtenu de deux façons, soit par une augmentation de même ampleur de la quantité produite au niveau agrégé  $O$ , soit par une redistribution des revenus des facteurs  $E$  – à niveau agrégé constant – en faveur du facteur travail. Il suffirait en effet que la hausse des salaires soit compensée par une baisse exactement proportionnelle de l'un ou de plusieurs des autres composants du revenu monétaire de la communauté  $E$ , à savoir la rémunération normale des entrepreneurs, les intérêts sur capital et les rentes. Il n'y aurait alors aucun impact sur les niveaux de prix d'équilibre. Cependant, il est probable que la résistance des entrepreneurs, des capitalistes ou des rentiers à

---

5. Si nous choisissons pour des raisons de simplicité l'exemple d'une hausse des salaires nominaux des travailleurs afin d'illustrer le mécanisme des changements spontanés de rémunération, l'analyse conduite peut indifféremment être appliquée aux autres catégories de revenus des facteurs, bien que la hausse des intérêts sur capital est rendue plus complexe par l'interaction entre les marchés financiers et le système bancaire. La section 6.2 et le chapitre 7 permettent toutefois d'en rendre compte de façon au moins partielle.

#### 6.4. LES FACTEURS INDUSTRIELS DES CHANGEMENTS DE PRIX : UNE SECONDE APPROCHE EMBRYONNAIRE DE LA DYNAMIQUE SALAIRES-INFLATION

---

la baisse de leurs rémunérations nominales respectives, significative d'une perte de pouvoir d'achat si le niveau de prix reste inchangé, rende cette solution impraticable.

Dans ce cas, les revendications salariales ne peuvent être satisfaites que par accroissement, et non redistribution, du niveau agrégé de revenu monétaire de la communauté. Si le niveau de production  $O$  reste inchangé (c'est-à-dire si l'accroissement des salaires n'a aucun effet incitatif sur la productivité des travailleurs), il s'ensuit que le taux de rémunération efficace  $W_1$  augmente, ce qui constitue une hausse des coûts pour les entrepreneurs. Le risque de pertes d'aubaine associé conduit les entrepreneurs à y répondre par une hausse des prix d'équilibre, aussi bien dans le secteur des biens de consommation qu'au niveau de la production globale, conformément à la condition d'équilibre (5.16). Nous pouvons dans cette perspective remarquer que le type IIIB de changements de prix ne saurait être qualifié de fluctuations de court terme des prix, au sens où il ne correspond pas à une situation de déséquilibre des prix caractéristique de ces fluctuations – du moins dans la conception que Keynes s'en fait<sup>6</sup>.

C'est là sans doute la principale raison pour laquelle l'auteur n'accorde guère plus d'importance à ces changements spontanés du taux de rémunération. Selon lui, « induced changes are likely to be much more important than spontaneous changes over the short period » (Keynes, 1930c, p.151), bien qu'il ne prenne pas la peine de réellement justifier cette assertion, avouant que « since this is a treatise on money, and not on the wages system, we shall be more concerned in what follows with the close analysis of induced changes than with that of spontaneous changes » (Keynes, 1930c, p. 151). De fait l'essentiel de la septième Section du Chapitre 10, pourtant intitulée « Changes in price levels due to 'spontaneous' changes in earnings », traite des changements induits (et l'influence de la politique monétaire sur ces changements) plutôt que des changements spontanés de rémunération. Le *Treatise* anticipe ainsi des travaux ultérieurs sur la dynamique salaires-inflation et son impact sur l'activité économique, tels que ceux portant sur la courbe de Phillips (du moins dans sa forme originelle de relation décroissante entre taux de croissance des salaires nominaux et taux de chômage). Mais il ne fait que survoler très rapidement cette problématique que Keynes réserve pour un éventuel autre ouvrage<sup>7</sup>, préférant conclure que « spon-

---

6. Il est vrai que, dans le cadre de la conceptualisation actuelle des fluctuations de court terme comme cycles d'équilibre, l'exemple d'un accroissement spontané du taux de rémunération s'apparenterait à un choc de compétitivité à même d'expliquer de telles fluctuations.

7. La *Théorie Générale* présente à cet égard une véritable progression puisqu'elle consacre un

#### 6.4. LES FACTEURS INDUSTRIELS DES CHANGEMENTS DE PRIX : UNE SECONDE APPROCHE EMBRYONNAIRE DE LA DYNAMIQUE SALAIRES-INFLATION

---

taneous changes of type III need not be separately discussed, because when they occur their subsequent history will be the same as that of similar changes caused by prior changes of one of the other types » (Keynes, 1930c, p. 234).

Il est intéressant de noter que dans la *Théorie Générale*, l'étude de la relation entre salaires et prix est bien plus directement établie, ainsi que nous l'expliquerons à la section 11.1, même si – pour des raisons internes à la logique de l'ouvrage – elle est également relativement délaissée au profit de la relation entre l'emploi et les salaires d'une part, et entre l'emploi et les prix d'autre part. Dans le *Treatise*, cette relative négligence peut sans doute s'expliquer par la conviction progressivement acquise par Keynes que les fluctuations de prix ne peuvent pas uniquement être expliquées par des facteurs monétaires, que ce soit la quantité de monnaie en circulation ou les revalorisations salariales. Dans une perspective à la fois très « classique » et très keynésienne, il entend en effet montrer que les fluctuations des variables réelles de l'économie peuvent, sous certaines conditions notamment relatives aux pratiques du système bancaire, engendrer des fluctuations simultanées des prix et de la production. Tel est le principe au cœur de la théorie du cycle du crédit correspondant au type IIB de changements de prix.

---

Chapitre entier (le Chapitre 19) aux variations du salaire nominal et à leurs conséquences en termes d'emploi et d'activité économique, comme nous le montrerons à la section 11.1.

## Chapitre 7

# Fluctuations de prix et cycle de l'investissement : la théorie du cycle du crédit

Le modèle macroéconomique simple du *Treatise* repose sur deux équations fondamentales, correspondant à deux conditions d'équilibre macroéconomique, c'est-à-dire à deux conditions de stabilité des prix. A partir des équations (5.5) et (5.10), il est possible de déduire trois sources potentielles de fluctuations de prix, dont nous avons étudié le premier et le troisième types au chapitre 6. Le second type, que Keynes appelle les « changements dus aux facteurs d'investissement » (ou changements de type II dans la nomenclature que nous avons retenue), est quant à lui défini de la manière suivante :

The market rate of interest may come to diverge from the natural rate on account of :

A. A change in the market rate, resulting from altered conditions in the loan market due to a change in monetary factors, uncompensated by a change in the natural rate.

B. A change in the natural rate, occasioned by a change in the attractiveness of investment or in that of saving, uncompensated by a change in the market rate ;

C. A change in the market rate, occasioned by the necessity of maintaining equilibrium between the foreign lending and the foreign balance,

uncompensated by a change in the natural rate. (Keynes, 1930c, p. 232–233)

Il est donc possible de distinguer, au sein des fluctuations de prix dus aux facteurs d'investissement, trois sous-cas qui correspondent effectivement à trois nouvelles causes différentes des fluctuations économiques. Le type IIA ne semble au premier abord guère différent du type I étudié au chapitre 6, puisque la nature de la perturbation est monétaire. Le type IIB correspond quant à lui à une perturbation dans la sphère réelle de l'économie, à travers le degré d'attractivité de l'investissement et de l'épargne qui, comme nous le démontrerons au cours de ce chapitre, est déterminé essentiellement par le progrès technique, bien que des considérations monétaires (ou plus précisément bancaires) interviennent également. Enfin le type IIC déplace l'origine des fluctuations de prix en-dehors même du système économique national, puisque ce sont les déséquilibres externes du pays – notamment dans la balance des paiements – qui sont présentés comme la cause d'un déséquilibre interne des prix.

Il faut toutefois noter que les trois sous-cas sont liés entre eux par deux concepts qui n'ont pas encore été définis jusqu'à présent : le taux d'intérêt de marché (*market rate of interest*) et le taux d'intérêt naturel (*natural rate of interest*). Dans les deux chapitres précédents, nous avons implicitement supposé, lorsque nous nous référions au taux d'intérêt comme influençant ou étant influencé par les comportements monétaires des agents, qu'il s'agissait du taux d'intérêt de marché, c'est-à-dire du taux effectivement constaté au jour le jour sur les marchés financiers ou dans les contrats de crédit accordés par les banques. La distinction entre ce taux et le taux naturel de l'intérêt n'est pas une innovation à mettre au crédit de Keynes, qui l'emprunte explicitement à Knut Wicksell, un économiste suédois dont les œuvres principales *Über Wert, Kapital und Rente* (Valeur, capital et rente ; ou *Value, Capital and Rent* pour la traduction anglaise) et *Geldzins und Güterpreise* (Intérêt et prix ; ou *Interest and prices* pour la traduction anglaise) datent de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle mais qui n'ont connu une diffusion internationale que dans les années 1920 et 1930<sup>1</sup>. Au cours de la section 7.1, nous définirons ces deux concepts en lien avec la théorie wicksellienne

---

1. Il n'existe à notre connaissance aucune traduction française de référence des ouvrages de Wicksell. C'est pourquoi nous nous référerons exclusivement aux traductions anglaises. Ceci se justifie d'autant plus que Keynes a découvert l'analyse de l'économiste suédois principalement lors de la traduction de *Geldzins und Güterpreise* par Kahn, qui sera publiée en 1936, en même temps que la *Théorie Générale*.

des prix, afin d'expliquer en quoi consiste l'attractivité relative de l'investissement et de l'épargne.

La relation entre l'épargne et l'investissement, qui est associée à l'analyse keynésienne depuis l'article de Hicks (1937) formalisant la *Théorie Générale* dans le cadre du modèle IS-LM, est déjà présente et centrale dans le *Treatise*. Les conditions d'équilibre (5.5), (5.7), (5.13) et (5.14) décrites au chapitre 5, de même que la condition de profit nul (5.21), montrent que ce n'est que lorsque la valeur (ou le coût) de l'investissement nouveau égalise le volume de l'épargne globale que l'évolution des prix dépend strictement de l'évolution des rémunérations efficaces des facteurs de production. En d'autres termes, la principale source de variation des prix, autre que la traditionnelle relation salaires-inflation, est la relation investissement-épargne.

Or il apparaît que le concept de cycle du crédit, repris du *Tract* et développé dans le *Treatise*, est fondé sur cette relation. Dans le *Tract* le cycle du crédit présentait l'enchaînement de causalité des fluctuations de prix de la façon suivante : une perturbation d'origine monétaire (par exemple un revenu monétaire trop élevé) entraîne une *anticipation* de profit et donc une fluctuation simultanée des prix et de l'investissement. En ce sens, le concept serait proche, soit des fluctuations de type I, soit des fluctuations de type IIA. Ce n'est pas la position défendue par Keynes dans le *Treatise*, puisque selon lui :

Changes of type IIB and changes of type IIC where the external disequilibrium is due to changes at home or abroad of type IIB, and not of type IIA, correspond, I think, to what is usually discussed under the designation of the *credit cycle*. (Keynes, 1930c, p. 233)

Le cycle du crédit correspondrait donc non pas à un cycle monétaire, mais à un cycle de l'investissement et de l'épargne, puisque la cause des variations de prix est identifiée aux changements dans l'attractivité de l'investissement et de l'épargne. Comme nous le démontrerons à la section 7.2, l'attractivité de l'épargne est une variable relativement fixe, au moins à court voire à moyen terme, car elle ne dépend pas uniquement du taux d'intérêt effectivement proposé par les marchés ou les banques aux épargnants, mais également d'autres facteurs stabilisateurs. Par conséquent, si le cycle du crédit repose sur l'attractivité *relative* de l'investissement et de l'épargne, cela signifie qu'il suit les variations (supposées cycliques par l'auteur) de l'investissement.

On peut en déduire que les facteurs d'investissement au sens strict du terme constituent le cœur de la théorie du cycle dans le *Treatise*, puisqu'ils sont au fondement du concept essentiel du Livre IV de l'ouvrage. Le Livre VI est par ailleurs entièrement consacré aux fluctuations du taux d'investissement, tant d'un point de vue empirique que théorique, à travers trois Chapitres détaillant chacun les particularités de l'investissement dans l'un des trois types de capitaux retenus par Keynes. C'est toutefois à l'occasion du Chapitre 18 du Livre IV que se fait la principale contribution de l'auteur à la théorie du cycle, avec une chronique analytique de l'évolution du cycle du crédit phase par phase, en décomposant l'influence des différents facteurs d'investissement à la fois sur les niveaux de prix et sur le niveau de la production nationale. Dans la section 7.3 nous étudierons plus précisément cette chronique partielle d'un cycle typique, en nous interrogeant notamment sur le caractère temporaire ou permanent des fluctuations de prix correspondantes et sur la possibilité d'un retour naturel à l'équilibre.

Le présent chapitre se focalise donc sur le type *IIB* de déséquilibre, qui nous apparaît comme la principale contribution de l'auteur à la théorie du cycle, ou du moins comme la principale nouveauté dans son évolution intellectuelle. Le type *IIC* ne semble pas nécessaire d'être développé dans le cadre de notre thèse, bien que Keynes y ait consacré un Chapitre entier à la fin du Livre IV. En effet un déséquilibre de la balance extérieure peut résulter de deux causes, l'une interne et l'autre externe. Le premier cas correspond à une situation où il y aurait *déjà* un déséquilibre à l'intérieur du pays, dû à des changements antérieurs du type *IIA* et *IIB* (conformément à la définition donnée par l'auteur du cycle du crédit), incitant par exemple les détenteurs de fonds domestiques à investir à l'étranger plutôt que dans l'économie nationale ; l'étude de ce cas peut être assimilée à celle des types *IIA* et *IIB*. Le second cas n'est plus du ressort de l'économie nationale et ne saurait être maîtrisé par les autorités monétaires du pays domestique. Il s'agit d'une perturbation exogène pure, que les autorités peuvent seulement corriger en adaptant les conditions monétaires nationales (c'est-à-dire le taux d'intérêt de marché) au nouvel environnement international. Le type *IIA* ne sera pour sa part que brièvement commenté dans la première section, à l'occasion de l'étude de la relation entre taux d'intérêt naturel et taux de marché. Il apparaît en effet que ce type de fluctuations est suffisamment proche du type I analysé au chapitre 6 pour nous dispenser d'en faire un examen propre, une fois que nous aurons expliqué la distinction entre taux d'intérêt

## 7.1. TAUX D'INTÉRÊT DE MARCHÉ ET TAUX D'INTÉRÊT NATUREL : L'INSPIRATION WICKSELLIENNE DE LA THÉORIE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

de marché et taux d'intérêt naturel et le mécanisme liant ces deux concepts.

### 7.1 Taux d'intérêt de marché et taux d'intérêt naturel : l'inspiration wicksellienne de la théorie du cycle du crédit

Si la question de la monnaie liquide et du crédit bancaire est systématiquement présente dans les écrits du « premier Keynes », la question de l'intérêt n'y est véritablement abordée que tardivement, aux alentours de 1925-1926. Le rétablissement de l'étalon-or au Royaume-Uni en 1925, combattu par l'auteur depuis plusieurs années et vivement critiqué dans *The Economic Consequences of Mr. Churchill* (Keynes, 1925), a probablement initié cette interrogation car il imposait la création de nouveaux outils théoriques et pratiques de gestion de la monnaie, dans un contexte d'instabilité internationale des devises peu favorable à la stabilité de l'étalon-or. La seconde raison probable du déplacement de la problématique vers le taux d'intérêt est la découverte des écrits de Wicksell, qui ont été publiés en allemand à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle et commencent à se faire connaître dans le monde anglo-saxon dans les années 1920, à la faveur de la traduction en langue anglaise de certains Chapitres d'*Über Wert, Kapital und Rente* (Wicksell, 1893) et de *Geldzins und Güterpreise* (Wicksell, 1898) dans des revues britanniques ou américaines.

Alors que Robertson, ami et collaborateur de Keynes, privilégie dans son *Banking Policy and the Price Level* (Robertson, 1926) le contrôle du crédit comme solution à la stabilisation des prix internes de l'économie, le *Treatise* propose plutôt une gestion fine du volume des réserves d'or et du volume de la monnaie, y compris du crédit, à travers le taux d'intérêt. De fait l'instabilité du niveau général des prix y est présentée comme pouvant résulter de la déviation du taux d'intérêt effectivement constaté dans l'économie, sur les marchés financiers (à travers les obligations privées ou publiques) ou au niveau des banques (à travers les conditions de prêt et d'emprunt offertes respectivement aux épargnants et aux investisseurs), par rapport à un niveau optimal ou « naturel » censé garantir le parfait équilibre entre offre et demande de fonds disponibles. En d'autres termes, les prix peuvent fluctuer parce qu'il existe une divergence entre ce qui est appelé le taux d'intérêt de marché et le taux d'intérêt naturel. L'objet de cette première section est de préciser la distinction entre ces deux

## 7.1. TAUX D'INTÉRÊT DE MARCHÉ ET TAUX D'INTÉRÊT NATUREL : L'INSPIRATION WICKSELLIENNE DE LA THÉORIE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

concepts, empruntés à Wicksell<sup>2</sup>.

Keynes introduit ces deux notions au Chapitre 11 du Livre III, au moment d'examiner les conditions d'équilibre, et les examine plus spécifiquement à l'occasion du Chapitre 13 intitulé « The 'modus operandi' of Bank rate ». Il cherche en effet à démontrer que le taux d'intérêt, qu'il nomme également le taux bancaire (*bank rate*), est la variable principale déterminant l'égalité entre la valeur de l'investissement  $I$  et le montant de l'épargne  $S$ . En d'autres termes, il cherche à démontrer que le taux d'intérêt est à même d'annuler le second terme de l'équation (5.10), c'est-à-dire le rapport entre  $I - S$  et  $O$ , ce qui est une condition nécessaire à l'équilibre macroéconomique. Dès lors :

Following Wicksell, it will be convenient to call the rate of interest which would cause the second term of our second fundamental equation to be zero the *natural* rate of interest, and the rate which actually prevails the *market* rate of interest. Thus the natural rate of interest is the rate at which saving and the value of investment are exactly balanced, so that the price level of output as a whole (II) exactly corresponds to the money rate of the efficiency earnings of the factors of production. Every departure of the market rate from the natural rate tends, on the other hand, to set up a disturbance of the price level by causing the second term of the second fundamental equation to depart from zero. (Keynes, 1930c, p. 139)

Le taux naturel de l'intérêt est ainsi un taux d'intérêt particulier, celui qui assure l'équilibre macroéconomique à travers l'égalisation entre le montant de l'épargne et la valeur de l'investissement. Il n'est pas fixe, contrairement à ce que l'adjectif « naturel » pourrait sous-entendre : il évolue au gré des modifications des conditions objectives de détermination de l'épargne et de l'investissement ; plus précisément, le taux d'intérêt naturel n'est en aucun cas un taux de long terme, vers lequel tendrait « naturellement » le taux d'intérêt effectif de l'économie. Il s'agit d'un taux déterminé *ad hoc*, et garantissant à l'instant présent l'égalisation entre le montant de l'épargne

---

2. Concernant l'influence de Wicksell sur la pensée de Keynes et sur le keynésianisme en général, se référer principalement à Leijonhufvud (1981). Cet article fondateur a donné lieu à plusieurs commentaires et discussions autour de la « Wicksell connection » dans la macroéconomie moderne, aussi bien en relation avec Keynes (Cottrell et Lawlor, 1994; Amadeo et Dutt, 1994, par exemple) qu'avec d'autres auteurs de l'entre-deux-guerres (Leijonhufvud, 2009; Goodspeed, 2012) ou avec des économistes plus contemporains de notre époque (Leijonhufvud, 1997).

## 7.1. TAUX D'INTÉRÊT DE MARCHÉ ET TAUX D'INTÉRÊT NATUREL : L'INSPIRATION WICKSELLIENNE DE LA THÉORIE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

et le montant de l'investissement. Si, pour une raison ou pour une autre, le montant de l'épargne tend à augmenter et celui de l'investissement à baisser, alors le taux naturel est amené à diminuer par rapport à son niveau actuel afin de décourager une partie des épargnants de prêter leurs avoirs et d'encourager les investisseurs à emprunter pour financer leurs projets.

La définition donnée par l'auteur du terme de taux d'intérêt naturel est en réalité une interprétation du concept wicksellien dans le cadre analytique et formel propre au *Treatise*. Comme le note Keynes lui-même, « Wicksell conceives of the existence of 'a natural rate of interest' which he defines as being the rate which is 'neutral' in its effect on the prices of goods, tending neither to raise or lower them » (Keynes, 1930c, p. 176). Il en est déduit que le taux naturel correspond au taux d'intérêt garantissant une stabilité du niveau général des prix à la condition que le niveau de rémunération efficace des facteurs  $W_1$  est stable. En effet, l'égalisation entre le taux effectif et le taux naturel ne garantit pas en soi une stabilité des prix, mais garantit qu'il n'y ait pas d'inflation par les profits (ainsi qu'est appelée la variation de  $\Pi$  due à une divergence entre  $I$  et  $S$ , comme nous l'avons expliqué à la fin du chapitre 5). Cela ne signifie pas pour autant que le niveau général des prix ne puisse pas varier même dans ce cas-là, puisque cette variation pourrait correspondre à une inflation par les revenus (c'est-à-dire une variation de  $\Pi$  due à un changement de  $W_1$ ). Ce n'est donc qu'en posant par hypothèse que  $W_1$  est fixé qu'il est possible d'isoler l'effet du taux d'intérêt sur les prix.

L'auteur semble conscient de ne pas respecter pleinement la théorie wicksellienne de l'intérêt<sup>3</sup> et de lui donner une signification particulière en rapport avec les deux équations fondamentales. Il s'agirait d'un choix de sa part, puisque même si « in substance and intention Wicksell's theory is closely akin [...] to the theory of this treatise », il regrette que l'économiste suédois « was not successful [...] in linking up his theory of bank rate to the quantity equation » (Keynes, 1930c, p. 167). Comme nous l'avons démontré au chapitre 6, les deux équations fondamentales sont de fait une réécriture particulière de l'équation quantitative de Fisher ; l'objet du *Treatise* serait donc d'établir un pont entre l'interrogation sur le rôle du taux d'intérêt initiée par Wicksell et la tradition quantitativiste anglo-saxonne, que Keynes considère

---

3. Keynes évoque la possibilité qu'il ait « exaggerated the depth to which Wicksell's thought penetrated » (Keynes, 1930c, p. 177), mais n'hésite pas à ajouter immédiatement une note de bas de page dans laquelle il exprime sa confiance dans le fait que « what [he is] trying to say is the same at root as what Wicksell is trying to say » (Keynes, 1930c, p. 177, note 3).

## 7.1. TAUX D'INTÉRÊT DE MARCHÉ ET TAUX D'INTÉRÊT NATUREL : L'INSPIRATION WICKSELLIENNE DE LA THÉORIE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

comme la « doctrine traditionnelle » concernant la monnaie et les banques.

Par opposition au taux naturel, le taux de marché est celui qui prévaut effectivement à une date donnée. Ce taux évolue beaucoup plus rapidement que le taux naturel, probablement à une fréquence quotidienne, reflétant l'importance relative des fonds prêtables offerts par rapport à la demande de fonds. Il s'agit donc d'un taux monétaire – Keynes employant d'ailleurs de façon indistincte les termes *money rate* et *market rate* pour désigner le taux de marché – qui ne répond pas à une logique d'équilibrage entre les besoins objectifs des investisseurs en fonds prêtables et les capacités objectives de prêt des épargnants, mais répond aux comportements spéculatifs de certains intervenants sur les marchés financiers et monétaires. En ce sens, si à niveau de rémunération efficace donné et à taux naturel d'intérêt donné, le taux de marché est inférieur à ce dernier, cela signifie que les agents à un niveau agrégé anticipent qu'il y aura soit une hausse future du montant de l'épargne, soit une baisse de la valeur de l'investissement, soit une combinaison des deux phénomènes, de sorte que le taux naturel sera à terme amené à baisser pour rétablir l'équilibre.

Il reste ainsi à déterminer comment s'articulent le taux naturel et le taux de marché, et comment ils évoluent l'un par rapport à l'autre. Est-il possible que le taux effectif de l'intérêt diverge du taux naturel à court, à moyen, voire à long terme ? La réponse donnée par le *Treatise* est sans équivoque : si déviation du taux de marché par rapport au taux naturel il y a, cela ne peut se produire qu'à court ou même très court terme. En effet, si le taux de marché est inférieur au taux naturel, cela signifie qu'il est transitoirement moins coûteux (par rapport à la situation d'équilibre) d'emprunter de la monnaie et moins rentable de détenir des dépôts d'épargne monétaire. Par conséquent, les investisseurs potentiels sont encouragés à demander des fonds pour réaliser leurs projets d'achat de biens de capital, tandis que les épargnants sont découragés de confier leurs disponibilités aux banques (sous la forme de dépôts d'épargne) et sont incités à les détenir sous la forme de titres. En d'autres termes, au niveau agrégé, la valeur de l'investissement nouveau est transitoirement supérieur au montant de l'épargne, de sorte que la différence  $I - S$  est positive. D'après l'équation (5.11), toujours sous l'hypothèse que  $W_1$  est fixé, « there will be a rise in the price level of output as a whole above its cost of production » (Keynes, 1930c, p. 177). Ceci correspond donc au type IIA de changements dus aux facteurs d'investissement, « a change in the market rate [...] uncompensated by a change in

## 7.1. TAUX D'INTÉRÊT DE MARCHÉ ET TAUX D'INTÉRÊT NATUREL : L'INSPIRATION WICKSELLIENNE DE LA THÉORIE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

the natural rate » (Keynes, 1930c, p. 232).

D'après l'équation (5.18), toutes choses égales par ailleurs, les firmes vont connaître un profit d'aubaine à la suite de la baisse du taux d'intérêt effectif. L'auteur ne fournit pas de réelle explication économique quant au lien entre l'inégalité entre investissement et épargne et l'existence de profits non nuls, se référant exclusivement aux identités comptables et mathématiques que sont les deux équations fondamentales dans leurs différentes formulations possibles. Il semble suggérer par moments que la différence positive  $I - S$  est (pour une raison inconnue) à l'origine de la hausse du niveau général des prix qui, à coûts de facteurs donnés, génère un profit positif ; mais à d'autres moments, il semble plutôt qu'il existe d'abord un profit positif dû – pour une raison encore une fois non détaillée – au fait que l'investissement est supérieur à l'épargne, ce qui inciterait les entreprises à embaucher plus de facteurs de production, donc à créer une demande plus forte pour leurs produits qui conduit à une hausse des prix. Le manque apparent d'explication trouve une réponse partielle avec l'introduction du rôle des anticipations des entrepreneurs.

En effet, il faut remarquer que le terme de « windfall profits » (ou de « profits d'aubaine » en français) est peu adapté à la situation décrite dans le *Treatise*, puisqu'ils impliquent que ces profits (de même que les pertes en période de dépression) ne sont pas anticipés par les firmes. Or, si nous interprétons le taux de marché comme une anticipation de l'évolution future du taux naturel et donc de l'évolution des volumes d'investissement et d'épargne, et s'il est connu et reconnu par les agents que les profits d'aubaine résultent de la différence entre la valeur de l'investissement et le montant de l'épargne (ce qui paraît être l'hypothèse retenue par l'auteur), alors un entrepreneur devrait être capable d'anticiper, lorsqu'il constate une baisse du taux d'intérêt effectif, la réalisation prochaine de profits dépassant sa rémunération normale. Keynes note ainsi que :

[...] in so far as entrepreneurs are able at the beginning of a production period to forecast the relationship between saving and investment in its effect on the demand for their product at the end of the production period, it is obviously the anticipated profit or loss on new business, rather than the actual profit or loss on new business, which influences them in deciding the scale on which to produce and the offers which it is worth while to make to the factors of production. Strictly, therefore, we should say that it is the *anticipated* profit or loss which is the mainspring

## 7.1. TAUX D'INTÉRÊT DE MARCHÉ ET TAUX D'INTÉRÊT NATUREL : L'INSPIRATION WICKSELLIENNE DE LA THÉORIE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

of change [...]. (Keynes, 1930c, p. 143)

Le rôle des anticipations est d'autant plus important que « widely held anticipations will tend for a short time to bring about their own verification, even if they have no basis outside themselves » (Keynes, 1930c, p. 144), c'est-à-dire que les prophéties faites par les entrepreneurs tendent à se réaliser d'elles-mêmes. L'idée ici défendue est sensiblement identique à celle développée dans le *Tract* et dans la contribution à l'*Harmworth's Universal History* (datée de 1929, soit un an avant la publication du *Treatise*) et que nous avons examinée au chapitre 3. Sur la base de leurs projections concernant la demande future pour leurs produits, les entrepreneurs sont incités à initier de nouveaux processus de production, ou à augmenter le niveau de production des processus existants, afin de maximiser la captation à un niveau individuel des profits qu'ils anticipent de faire à un niveau agrégé. Par conséquent, « entrepreneurs will sometimes begin to act before the price changes which are the justification of their action have actually occurred » (Keynes, 1930c, p. 143). Afin d'augmenter le niveau de production, l'embauche de nouveaux facteurs de production provoque une augmentation du revenu monétaire de la communauté (*a fortiori* si peu de facteurs sont immédiatement disponibles et que les entrepreneurs sont obligés de se faire concurrence sur les rémunérations pour attirer les facteurs vers leur firme ou industrie). Dès lors, la hausse de la demande de biens due à la hausse du revenu monétaire génère une pression à la hausse sur le niveau général des prix et – sauf si les prix augmentent moins fortement que les coûts des facteurs, ce qui est peu probable – crée une situation de profit, validant *ex post* les anticipations des entrepreneurs.

Le problème de cercle logique que nous avons identifié n'est pas pleinement résolu, car il n'est pas précisé de quelle manière les entrepreneurs anticipent l'effet sur la demande de la relation entre épargne et investissement. L'introduction des anticipations de profits prouve néanmoins que la hausse des prix est préalable à l'*existence* de profits, et ce, même si les *anticipations* de profits sont en général préalables à la hausse de prix. De plus, il n'est pas nécessaire, pour notre analyse du mécanisme liant taux naturel et taux de marché déterminant le type IIA, de déterminer si ce sont les anticipations de profits ou la réalisation de profits d'aubaine qui génèrent la hausse du revenu monétaire de la communauté. Les deux cas ne se distinguent que dans la chronologie et la temporalité de cette hausse : dans le second cas, elle n'advient qu'après l'avènement de profits exceptionnels, les entrepreneurs souhaitant épuiser toutes les opportunités nouvelles de profit en augmentant leur niveau

## 7.1. TAUX D'INTÉRÊT DE MARCHÉ ET TAUX D'INTÉRÊT NATUREL : L'INSPIRATION WICKSELLIENNE DE LA THÉORIE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

de production et en embauchant plus de facteurs ; dans le premier cas, elle advient une première fois *avant* l'avènement de profits d'aubaine et une seconde fois *après*, selon la même logique de poursuite d'opportunités de profit. Dans les deux cas, le résultat est donc que la hausse des prix et les profits d'aubaine qui en découlent « will stimulate entrepreneurs to bid up the rates of earnings above their previous level » (Keynes, 1930c, p. 177), ce qui permettra une (nouvelle) hausse de la demande de biens, donc une nouvelle hausse des prix et de nouveaux profits d'aubaine.

La situation ainsi générée par une baisse du taux d'intérêt de marché en-dessous de son niveau naturel « will continue indefinitely so long as the supply of money continues to be such as to enable the money rate to be held below the natural rate » (Keynes, 1930c, p. 177). Il s'agit donc d'un mouvement inflationniste auto-entretenu, avec la bénédiction, voire le soutien, du système bancaire facilitant la création monétaire nécessaire au maintien de ce mouvement. Or, d'après le *Treatise*, une telle situation n'est pas tenable à moyen ou long terme, car elle impliquerait une hausse continue de la masse monétaire, ou du moins du volume du crédit bancaire, engendrant une hausse continue des prix et l'existence perpétuelle de profits (positifs) exceptionnels – qui n'auraient par conséquent plus de caractère exceptionnel. Il s'agirait dès lors d'expliquer pourquoi ce mouvement initial de hausse des prix peut entraîner, soit un mouvement inverse jusqu'à rétablir le niveau d'équilibre initial des prix, soit un arrêt de ce mouvement inflationniste et l'instauration d'un nouveau niveau d'équilibre des prix. En termes plus wickselliens (ou du moins selon l'interprétation qu'en fait Keynes), il s'agirait d'examiner les causes, soit d'une fluctuation du taux d'intérêt effectif autour de son niveau naturel inchangé, soit d'une variation du taux naturel de manière à restaurer l'égalité entre investissement et épargne à un nouveau niveau de prix d'équilibre.

Le type IIA de déséquilibre correspond ainsi au cas où, à taux d'intérêt naturel inchangé, le taux de marché devient temporairement supérieur ou inférieur à ce taux de référence, entraînant une augmentation ou une diminution du niveau général des prix. Keynes ne développe guère ce cas, considérant qu'il s'agit toujours d'une déviation de court terme qui finit par être corrigée – sans qu'il explique précisément les mécanismes en jeu, ni si le mouvement des prix à la hausse ou à la baisse correspond à un simple *écart* par rapport à la tendance de long terme ou au contraire à un mouvement d'oscillation *autour* de cette tendance. En définitive, puisque la cause initiale du type IIA est, d'après sa définition, un changement dans les facteurs

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

monétaires, il peut être considéré comme une extension de l'analyse menée sur le type I de changements de prix, en usant d'une terminologie empruntée à Wicksell.

Il faut toutefois remarquer que pour expliquer le mécanisme liant le taux naturel et le taux de marché, nous sommes partis de l'exemple *a priori* évident d'une déviation du taux de marché par rapport à son niveau naturel supposé fixe, conformément à la vision communément adoptée lorsqu'il est question de prix de marché et de prix naturel. Le cas inverse où le taux naturel dévie par rapport à un taux de marché inchangé est pourtant celui privilégié à la fois par Wicksell et par Keynes, et est considéré par les deux auteurs comme la cause principale des fluctuations cycliques des prix, de la production et de l'emploi. Boianovsky (1995) démontre en effet que dans *Geldzins und Güterpreise*, si la divergence entre le taux naturel et le taux de marché « is the basis for the explanation of price dynamics », « the study of business cycle [...] is explained by oscillations in the natural rate alone » (Boianovsky, 1995, p. 378). De même Keynes estime que l'essentiel des fluctuations économiques désignées sous le terme de « cycle du crédit » a pour origine un changement du taux naturel de l'intérêt non compensé (du moins immédiatement) par un changement du taux de marché, c'est-à-dire le type IIB de changements de prix dus aux facteurs d'investissement.

## 7.2 Les fluctuations de l'investissement à l'origine du cycle du crédit

Comme nous l'avons démontré dans la première partie de la thèse, l'expression de « cycle du crédit » n'est pas apparue dans la pensée de Keynes avec le *Treatise*, mais est déjà présente explicitement dans le *Tract* et implicitement dans d'autres écrits de jeunesse. Elle n'est par ailleurs pas spécifique à l'auteur<sup>4</sup>, puisqu'elle est relativement usitée durant les années 1920 et 1930 au sein de la branche américaine (notamment par Fisher) et autrichienne de la tradition néoclassique, alors même que des auteurs de l'école anglaise comme Robertson ont plutôt recours au terme de « trade cycle » (repris par Keynes dans la *Théorie Générale*) et que Schumpeter privilégie le terme actuel de « business cycle ». Cependant, le concept de cycle du

---

4. L'expression, longtemps attachée à l'école autrichienne dans l'après-Seconde Guerre mondiale, connaîtra à partir des années 1970 un regain d'intérêt au sein de divers courants post-keynésiens, sous l'impulsion d'économistes comme Barry Eichengreen ou Hyman Minsky.

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

crédit est véritablement pensé et théorisé dans le *Treatise* au long de trois Chapitres du Livre IV (Chapitres 18 à 20).

Dès le Chapitre 16 et la classification sommaire des causes de fluctuations de prix, il est annoncé que seul le second sous-type de facteurs d'investissement, ou type IIB dans notre nomenclature, peut légitimement être considéré comme la source d'un cycle du crédit :

Changes of type IIB [...] correspond, I think, to what is usually discussed under the designation of the *credit cycle*. (Keynes, 1930c, p. 233)

Il n'est dès lors pas surprenant que la définition du cycle du crédit soit faite au Chapitre 18 du Livre IV, dévolu à l'examen détaillé des changements de prix dus aux facteurs d'investissement :

We now define the credit cycle to mean the alternations of excess and defect in the cost of investment over the volume of saving and the accompanying seesaw in the purchasing power of money due to these alternations. (Keynes, 1930c, p. 249)

Contrairement aux autres types de changements de prix, y compris le type IIA, qui correspondent aussi bien à des changements du niveau des prix à la consommation (c'est-à-dire la première équation fondamentale) qu'à des changements dans le niveau général des prix (c'est-à-dire la seconde équation fondamentale), le cycle du crédit se rapporte directement et uniquement au niveau des prix à la consommation, ou pouvoir d'achat de la monnaie, et à ses déterminants : le montant de l'épargne et le *coût*, plutôt que la *valeur*, de l'investissement nouveau. D'après l'équation (5.7), sous l'hypothèse d'une stabilité du taux de rémunération efficace des facteurs de production  $W_1$  et d'une stabilité du volume de consommation  $R$ , un excès du coût de l'investissement  $I'$  sur le montant de l'épargne signifie que le niveau des prix à la consommation  $P$  est supérieur à sa valeur d'équilibre  $W_1$  ; en d'autres termes, il y a une augmentation du niveau des prix à la consommation. Dans une perspective dynamique, en supposant qu'à l'équilibre les prix à la consommation varient au même rythme que la rémunération efficace des facteurs, un excès du coût de l'investissement sur le montant de l'épargne conduit à une déviation vers le haut du niveau des prix par rapport à la tendance. Inversement, un défaut du coût de l'investissement par rapport au montant de l'épargne – que l'on peut également présenter comme un excès de l'épargne sur le coût de l'investissement – signifie une baisse du niveau des prix à la consommation ou, en termes plus dynamiques, une déviation vers le bas

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

par rapport à la tendance.

En ce sens, une alternance d'excès et de défauts de  $I'$  par rapport à  $S$  détermine des variations successives, à la hausse et à la baisse, de  $P$  par rapport à son niveau d'équilibre, ou encore une *oscillation* des prix à la consommation autour de la tendance. C'est pourquoi cette alternance donne l'*apparence* d'une fluctuation cyclique : en supposant qu'une déviation initiale (à la hausse ou la baisse) ne se traduise pas par un retour immédiat à la tendance, mais au contraire par au moins une déviation en sens contraire, alors le mouvement oscillatoire s'apparente à celui d'un cycle des prix. En introduisant deux hypothèses supplémentaires, selon lesquelles (i) la variation des prix est due à un mouvement simultané (voire légèrement antérieur) et proportionnel du volume de la monnaie scripturale et (ii) la variation des prix est simultanée (ou antérieure) à un mouvement de la production et de l'emploi, il est possible de déterminer que la différence entre  $I'$  et  $S$  est une cause, ou du moins une explication, du cycle du crédit et du cycle économique.

Il s'agit dès lors de déterminer, d'une part en quoi un différentiel entre le coût de l'investissement et le montant de l'épargne peut survenir, et d'autre part en quoi ce différentiel implique un mouvement proprement *cyclique* des prix, voire de la production. La première question est l'objet principal de cette section, tandis que la seconde sera discutée essentiellement dans la section 7.3.

Keynes insiste à plusieurs occasions dans le *Treatise* sur le fait que les décisions d'épargne et d'investissement sont prises par deux groupes d'agents distincts (Keynes, 1930c, p. 250–251 par exemple), selon des modalités et en fonction de variables très différentes<sup>5</sup>. Pourtant, le volume de l'épargne et le coût – tout comme la valeur – de l'investissement sont supposés être des fonctions directes ou indirectes du taux d'intérêt, qui serait la principale variable agissant sur l'un comme sur l'autre. Il détermine en effet directement le montant de l'épargne, car il correspond au coût d'opportunité subi par les consommateurs lorsqu'ils préfèrent dépenser l'intégralité

---

5. L'idée est également présente dans la *Théorie Générale* (Keynes, 1936b, p. 63, par exemple), mais est immédiatement relativisée dans le cadre du principe de la demande effective. Au niveau agrégé, il importe peu que les décisions d'épargne et d'investissement soient prises par deux types d'agents différents, car l'égalité entre l'épargne et l'investissement est une identité comptable ; celle-ci est déduite du fait que, d'une part, le revenu est la somme de la consommation et de l'épargne (du point de vue du consommateur), et d'autre part que ce revenu est également la somme de la consommation et de l'investissement (du point de vue de l'entrepreneur). Nous reviendrons plus longuement sur ce point dans notre étude de l'équilibre de sous-emploi au chapitre 9.

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

de leur revenu sous la forme d'achats de biens de consommation plutôt que de placer ce revenu sous la forme de dépôts d'épargne (rémunérés au taux de marché) ou sous la forme de titres (généralement rémunérés à un taux au moins égal au taux d'intérêt de marché, auquel s'ajoute une prime de risque). Par ailleurs, le taux d'intérêt détermine directement ou indirectement le coût de l'investissement : dans le cadre d'un financement intermédié de l'investissement, c'est-à-dire par recours à l'emprunt bancaire, le coût de l'investissement est égal au taux de marché appliqué par les banques sur les prêts qu'elles consentent aux entrepreneurs ; dans le cadre d'un financement direct, le taux d'intérêt définit implicitement le cours des titres selon une relation inverse, et donc le coût en capital pour l'entreprise d'un investissement physique.

Dans cette perspective, l'auteur ne divergerait donc guère de la théorie néoclassique standard, où le taux d'intérêt est le prix du marché des capitaux (ou des biens de capital dans la terminologie du *Treatise*) qui équilibre l'offre et la demande. Ce qu'il nomme le taux naturel de l'intérêt serait simplement le taux d'intérêt d'équilibre dans un cadre marshallien standard. La hausse ou la baisse du taux d'intérêt agirait alors de manière inverse sur le montant de l'épargne et la valeur de l'investissement, puisque :

The attractiveness of investment depends on the prospective income which the entrepreneur anticipates from current investment relatively to the rate of interest which he has to pay in order to be able to finance its production ; or, putting it the other way round, the value of capital goods depends on the rate of interest at which the prospective income from them is capitalised. That is to say, the higher (e.g.) the rate of interest, the lower, other things being equal, will be the value of capital goods. Therefore, if the rate of interest rises,  $P'$  will tend to fall, which will lower the rate of profit on the production of capital goods, which will be deterrent to new investment. [...] The rate of savings, on the other hand, is stimulated by a high rate of interest and discouraged by a low rate. (Keynes, 1930c, p. 138–139)

Cependant, si l'on considère que le taux naturel est le taux d'équilibre du marché des capitaux, cela signifierait que les divergences entre le coût de l'investissement et le montant de l'épargne seraient dues à une déviation du taux de marché, et non à un changement dans le taux naturel. Or, l'étude du cycle du crédit repose sur l'examen du cas inverse, celui d'un changement « in the natural rate [...] uncompensated

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

by a change in the market rate » (Keynes, 1930c, p. 232). Si le taux d'intérêt de marché dépend uniquement de la confrontation *ad hoc* de l'offre et de la demande en biens de capital, le taux naturel est le taux qui assure la coordination entre les conditions objectives de détermination des comportements d'épargne et d'investissement, c'est-à-dire l'ensemble des facteurs autres que le taux d'intérêt (de marché) intervenant dans la prise de décision des épargnants et des investisseurs. Ce sont ces conditions, qui composent l'attractivité de l'investissement et de l'épargne, qui ne seraient donc plus uniquement fondées sur le rendement en termes d'intérêt de ces opérations. Il s'agit dès lors d'examiner ce qui, même en l'absence d'un changement du taux d'intérêt de marché, peut conduire les agents à modifier leurs comportements d'investissement et d'épargne.

Puisque les décisions des épargnants et des investisseurs ne sont pas prises en même temps ni selon les mêmes modalités – en excluant par hypothèse l'influence simultanée du taux d'intérêt – il est possible de découpler l'examen des facteurs influençant  $S$  et  $I'$ . Nous nous proposons de commencer par l'étude spécifique de l'épargne, afin de démontrer qu'elle n'est que secondaire par rapport à l'investissement dans la mécanique de détermination des prix. Il est nécessaire de rappeler que la définition qui en est donnée dans le *Treatise* comme dans la *Théorie Générale* est une définition négative, au sens où elle est perçue comme un reliquat plutôt que comme le résultat d'un choix rationnel : « We shall mean by savings the sum of the differences between the money incomes of individuals and their money expenditure on current consumption » (Keynes, 1930c, p 113). Par conséquent l'épargne inclut un nombre relativement important d'éléments divers ayant trait à la constitution d'un patrimoine financier, qui peut prendre différentes formes : il s'agit aussi bien de thésaurisation, c'est-à-dire de la conservation improductive de monnaie centrale ou scripturale, que d'épargne bancaire ou de placements financiers par l'achat de titres (typiquement des actions ou des obligations, privées ou publiques). L'étude du comportement des épargnants revêt ainsi une double dimension, car il est question non seulement du montant total en équivalent monétaire de l'ensemble de ces opérations, mais également de la répartition de ce montant entre les différentes opérations financières.

Dans la perspective développée dans le *Treatise*, la thésaurisation peut être considérée comme inexistante, ou du moins insignifiante. En effet, respectant la tradition néoclassique de rationalité des agents, les épargnants ne gagnent pas à conserver de

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

la monnaie banque centrale et à ne pas au moins la convertir sous la forme de dépôts d'épargne, même faiblement rémunérés ; ceci est renforcé par le fait que la monnaie scripturale est présentée comme un substitut parfait à la monnaie banque centrale et ne devrait donc pas poser de problème de confiance en soi.

Quant aux titres financiers de type obligataire, payant un intérêt régulier et possédant un degré relatif de sûreté financière (ne serait-ce que pour les obligations publiques de court, moyen ou long terme), ils peuvent être considérés comme une alternative plus ou moins parfaite aux dépôts d'épargne, puisque leur rendement aussi bien que leur prix est déterminé pour l'essentiel par le taux d'intérêt du marché, c'est-à-dire que l'intérêt associé aux obligations est rarement de beaucoup supérieur à celui pratiqué par les banques au titre du crédit. Tout écart entre ces deux taux d'intérêts génèrerait d'ailleurs une opportunité d'arbitrage qui, toujours sous l'hypothèse de rationalité des agents, ne saurait exister au-delà du très court terme.

Il ne reste par conséquent qu'une alternative entre l'épargne bancaire et le placement de l'épargne sous forme de titres de propriété (de type action). Or, cette alternative est précisément au cœur du mécanisme de formation des dépôts d'épargne, comme nous l'avons démontré à la section 6.2. Nous y avons conclu que les dépôts d'épargne peuvent se scinder en deux composantes, désignées par les lettres A et B. La distinction repose autant sur le degré de stabilité de leur volume que sur leur utilisation : les dépôts d'épargne A tendent généralement à connaître un volume et une vitesse de circulation stables dans le temps, tandis que les dépôts d'épargne B tendent à être instables en volume et à avoir une vitesse de circulation très élevée. Ceci s'explique par les utilisations différenciées qui en sont faites par les épargnants. Alors que les dépôts d'épargne A servent à se prémunir des contingences imprévisibles (correspondant au motif de précaution dans la terminologie de la *Théorie Générale*), les dépôts d'épargne B sont destinés à financer rapidement les achats de titres, notamment de propriété, et sont approvisionnés en partie par les éventuelles plus-values occasionnées par les opérations sur les marchés financiers (correspondant ainsi au motif de spéculation dans la *Théorie Générale*). Or, du fait de leur vitesse de circulation très élevée, le montant des dépôts d'épargne B ne peut être supposé très élevé, et ne saurait donc représenter qu'une fraction minime du volume total de l'épargne sous toutes ses formes.

Par conséquent, l'essentiel du montant de l'épargne correspond soit aux dépôts d'épargne A, nécessairement stables dans le temps, soit à des achats de titres obli-

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

gataires qui sont des substituts presque parfaits à l'épargne bancaire et donc tout aussi stables. Ceci permet à Keynes de conclure que :

The business of saving is essentially a steady process. If there are disturbances in the economic world, these by affecting prosperity may react on the rate of saving. But a disturbance will seldom or never be initiated by a sudden change in the proportion of current income which is being saved. (Keynes, 1930c, p. 251–252)

Formellement, la variable  $S$  tendrait ainsi à être stable, voire fixe, de sorte que la différence  $I' - S$  (de même que la différence  $I - S$ ) n'est généralement positive ou négative qu'à cause du changement dans le coût (respectivement la valeur) de l'investissement. A cet égard, la façon dont est formulée la définition du cycle du crédit (« the alternations of excess and defect in the cost of investment over the volume of saving » (Keynes, 1930c, p. 249)) n'est selon nous pas totalement neutre. Le cycle du crédit correspond à la variation du coût de l'investissement *par rapport* ou *autour* du volume de l'épargne, et non l'inverse. La variable essentielle est donc l'investissement et non l'épargne, ce qui justifie la dénomination de « facteurs d'investissement » plutôt que de « facteurs d'épargne » pour désigner les causes de changements de prix du type II.

L'hypothèse de stabilité à court-moyen terme du montant de l'épargne explique, entre autres, pourquoi l'auteur déclare dans le *Treatise* ne pas adhérer aux théories dites de la « sur-épargne » (*over-saving*) ou de la « sous-consommation » (*underconsumption*) – allant ainsi à l'encontre de l'image aujourd'hui établie des préceptes keynésiens concernant l'insuffisance de la demande<sup>6</sup>. Il attribue ces théories à des penseurs aussi divers dans leur affiliation doctrinaire que dans leur localisation géographique. Il cite ainsi aussi bien Mentor Bouniatian, économiste apparenté à la tradition russe et française du socialisme, à l'origine d'une monographie sur *Les*

---

6. De manière similaire, dans le Chapitre 22 de la *Théorie Générale* consacré précisément aux différentes théories du cycle, Keynes dédie une courte Section, d'environ deux pages, à la théorie de la sous-consommation. Il y exprime cette fois-ci l'idée que, bien qu'il partage certains constats avec les économistes tenants de cette théorie, il prend ses distances d'avec eux lorsqu'il s'agit de considérer l'insuffisance de la consommation comme la source *première* des fluctuations de l'emploi et donc du chômage (Keynes, 1936b, p. 324–325). Comme nous le démontrerons à l'occasion de la troisième partie de notre thèse, il privilégierait plutôt une théorie du sous-investissement : si le problème de l'insuffisance de la demande est lié au recul progressif de la part des dépenses de consommation dans le revenu des ménages, l'effectivité du chômage involontaire tient à une insuffisance de l'effort d'investissement, qui devrait être le complément aux dépenses de consommation mais qui ne parvient (presque) jamais à en être un complément parfait.

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

*crises économiques* (Bouniatian, 1922) publiée uniquement en langue française, que John Atkinson Hobson, l'un des fondateurs du social-libéralisme anglo-saxon et qui a notamment rédigé un article concernant *The Economics of Unemployment* (Hobson, 1922).

L'argument développé par Keynes pour se dissocier de ces théories de la sur-épargne est intéressant dans le cadre de notre étude de la progression intellectuelle de l'auteur. Il reproche à ces théories le fait que :

They have [...] nothing to do with saving running ahead of investment or *vice versa*. They are concerned, not with the equilibrium of saving and investment, but with the equilibrium of instrumental capital goods and the demand of such goods. They attribute the phenomena of the credit cycle to a periodic over-production of instrumental goods, with the result that these instrumental goods facilitate a greater production of consumption goods than the purchasing power in the hands of the public is capable of absorbing at the existing price level. (Keynes, 1930c, p. 160)

En d'autres termes, la principale différence entre le *Treatise* (ou la tradition wick-sellienne telle qu'entendue par Keynes) et les théories de la sur-épargne serait que ces dernières reposent principalement sur l'abandon de la loi des débouchés (ou loi de Say), abandon qui ne serait pas nécessaire pour étudier les phénomènes cycliques lorsque l'on se fonde sur l'équilibre investissement-épargne<sup>7</sup>. Plus précisément, l'auteur estime que le problème de l'instabilité économique en général, et de la cyclicité de l'activité en particulier, n'est pas dû au montant *absolu* de l'épargne, et encore moins à un montant trop important d'épargne (c'est-à-dire un montant trop insuffisant de consommation) qui empêcherait les entreprises de récupérer sous la forme de recettes des ventes ce qu'elles dépensent sous la forme de coûts des facteurs. Le problème tient au contraire au montant *relatif* de l'épargne par rapport au coût ou à la valeur de l'investissement :

[...] they [the theories of over-saving] are occupying an entirely different *terrain* from my theory : inasmuch as, on my theory, it is a large volume of saving which does *not* lead to a correspondingly large volume of in-

---

7. Comme nous l'expliquerons au chapitre 8, l'un des points de rupture entre le « premier Keynes » et le « Keynes de la *Théorie Générale* » est précisément la remise en cause de la loi des débouchés, présente à partir des premiers manuscrits de la *Théorie Générale* mais absente du *Treatise*.

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

vestment (not one which *does*) which is the root of the trouble. (Keynes, 1930c, p. 161)

En effet, les théories de la sous-consommation stipulent que, quand bien même l'intégralité de l'épargne était utilisée pour financer l'investissement, un volume élevé d'épargne est en soi source de chômage ; inversement, en se focalisant sur l'équilibre investissement-épargne, un montant important d'épargne n'empêche pas une stabilité des prix et de l'activité aussi longtemps que ce montant est égalisé par le coût (ou la valeur) de l'investissement.

Les fluctuations des prix et de l'emploi désignés par l'expression « cycle du crédit » sont censées suivre les fluctuations de l'investissement. Dès lors, la théorie du cycle du crédit doit expliquer pourquoi et comment des fluctuations de l'investissement peuvent advenir même en l'absence d'une variation du taux d'intérêt de marché, dans quelle mesure elles ont un impact sur le taux naturel de l'intérêt, et par conséquent dans quelle mesure elles ont un impact sur les prix et l'activité.

C'est à l'occasion des Chapitres 27 à 29 du Volume VI, consacrés à l'étude empirique des fluctuations du taux de l'investissement en capital, que Keynes fournit l'essentiel des réponses à la première question. Au Chapitre 9 du Livre III, il distingue trois formes de capital (ou de biens de capital) définies par leur degré de liquidité : le capital fixe (*fixed capital*), le capital circulant (*working capital*) et le capital liquide (*liquid capital*). Le capital fixe est entendu au sens courant du terme ; il s'agit de l'ensemble des biens de capital finis, de type machines-outils, qui interviennent dans le processus de production et qui ne sont pas immédiatement détruits au cours de ce processus. Le capital circulant est l'ensemble des biens, de consommation ou de capital, qui sont en cours de production ou en cours de transport vers leur lieu de commercialisation finale (Keynes, 1930c, p. 115–116). Enfin le capital liquide est défini comme l'ensemble des biens, de consommation ou de capital, en stock qui peuvent être consommés ou utilisés à des fins de production à une date future (Keynes, 1930c, p. 116). Les Chapitres 27 à 29 sont chacun dédiés à l'examen de l'investissement dans l'une de ces trois formes de capital. Toutefois, bien que nous entendions par « investissement » principalement l'investissement en capital fixe, conformément à l'usage courant, Keynes insiste sur le fait que « a credit cycle will [...] tend to be associated with an increased investment in working capital » (Keynes, 1930d, p. 91) et y consacre d'ailleurs un Chapitre bien plus développé que celui portant sur le capital fixe (respectivement vingt-quatre et cinq pages).

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

De fait, il est précisé au Chapitre 9 du Volume V que la production des biens de capital est définie à chaque période comme « the increment of fixed capital *plus* the increment of working capital which will emerge from the productive process as fixed capital » (Keynes, 1930c, p. 117). En d'autres termes, les biens de capital ne correspondent pas uniquement aux pièces de capital déjà disponibles pour une utilisation au début de la période, mais également aux machines et outils qui sont produites au cours de cette période et qui seront disponibles en fin de période. Le capital liquide, également nommé réserves en capital (*hoards*), est pour sa part ce qui distingue les biens de capital – qui n'intègrent pas de capital liquide – des biens d'investissement (*investment goods*) qui l'intègrent, ce qui explique que l'investissement dans le *Treatise* ne saurait se résumer à la simple acquisition de biens de capital. Il est néanmoins possible de ne pas tenir compte de cette distinction pour notre analyse de la relation investissement-épargne, car la variation dans le volume des biens de capital est en règle générale un bon indicateur de la variation dans le volume des biens d'investissement (Keynes, 1930c, p. 180). C'est pourquoi nous ferons référence principalement à l'investissement en capital fixe, et de façon secondaire à l'investissement en capital circulant, notamment dans la chronologie du cycle du crédit typique décrite à la section 7.3.

Le Chapitre 27 se trouve ainsi être le plus court des trois traitant de l'investissement en capital, mais est également composé pour l'essentiel de références aux théories du cycle d'autres auteurs comme Wesley Mitchell ou Joseph Schumpeter. Keynes s'inspire tout particulièrement des idées développées par ce dernier dans sa première monographie majeure, *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung* (Schumpeter, 1911), qui n'a été traduite en langue anglaise qu'en 1934 mais dont certains éléments sont présents dans un article publié dans *Economica*, « The Explanation of the Business Cycle » (Schumpeter, 1927). Il faut toutefois noter que l'auteur, bien qu'il nomme explicitement Schumpeter (Keynes, 1930d, p. 85) comme étant à l'origine de ces idées, ne semble pas avoir lu les travaux de l'économiste autrichien, mais en connaissait les principes à travers le résumé qui en est fait par Mitchell dans son ouvrage *Business Cycles : The Problem and its Setting* (Mitchell, 1927)<sup>8</sup>.

Conformément à la théorie schumpétérienne des cycles longs, les fluctuations

---

8. L'unique citation faite au Chapitre 27 est ainsi extraite, non des écrits de Schumpeter lui-même, mais de la monographie de Mitchell, dont Keynes estime dans une note de bas de page qu'elle fournit « [a] convenient summary of Professor Schumpeter's views » (Keynes, 1930d, p. 86, note 1).

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

de l'investissement en capital fixe sont supposées avoir pour origine principale des vagues d'innovations qui guident les entrepreneurs vers de nouvelles opportunités de profit. Le mécanisme fondamental est de fait la recherche, ou plus précisément l'anticipation, de profits positifs : « entrepreneurs are induced to embark on the production of fixed capital or deterred from doing so by their expectations of the profit to be made » (Keynes, 1930d, p. 85). Le volume de nouveaux biens de capital offerts dans l'économie dépend donc de l'anticipation d'un profit futur dans le secteur produisant ces biens. D'après l'équation (5.17), cela signifie que les entrepreneurs prévoient que la différence entre la valeur de l'investissement  $I$  et le coût de l'investissement nouveau  $I'$  sera positive à plus ou moins court terme. Un profit positif dans le secteur des biens de capital peut ainsi advenir soit d'une hausse de  $I$ , soit d'une baisse de  $I'$ , soit de ces deux mouvements simultanément ; ou bien encore, en termes dynamiques, il peut résulter d'une hausse plus rapide de  $I$  que de  $I'$  ou d'une baisse plus rapide de  $I'$  par rapport à  $I$ .

Le lien entre les innovations technologiques et l'apparition de profits (ou même leur anticipation) n'est pas explicitement fait dans le *Treatise*. Se référant à Schumpeter, Keynes évoque « the innovations made from time to time by [...] business men », innovations qui permettent « [the] development of new forms of industrial and commercial organisation, [the] introduction of unfamiliar products, [the] conquests of new markets, exploitation of new resources [...], and the like » (Keynes, 1930d, p. 85–86). L'interprétation qui peut en être faite est que les profits d'aubaine dans le secteur des biens de capital proviennent tout autant d'une hausse de la valeur de l'investissement  $I$  que d'une baisse du coût de l'investissement  $I'$ . En effet, si l'innovation permet de créer de nouveaux produits et d'explorer de nouveaux marchés, cela signifie que les producteurs de biens de capital anticipent que les producteurs de biens de consommation devront à plus ou moins court terme acquérir de nouvelles pièces d'équipement en capital pour adapter leurs processus de production aux nouvelles marchandises produites, ou simplement pour diversifier leur activité et ainsi profiter de l'ouverture de nouveaux marchés. En d'autres termes, ils anticipent que la valeur (autant que le volume) de l'investissement nouveau en capital fixe va augmenter suite à cette innovation, ce qui correspond à un accroissement de leurs recettes de vente.

Par ailleurs, si l'innovation permet l'émergence de nouvelles formes d'organisation industrielle ou l'exploitation de nouvelles ressources, ou bien encore si elle donne

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

lieu à de nouvelles machines plus performantes, il est probable que le coût de l'investissement nouveau soit réduit. En effet, une telle innovation est susceptible d'affecter autant le secteur des biens de consommation que le secteur des biens de capital, ce qui a un double effet sur les anticipations de profit dans ce dernier. Si le secteur des biens de capital souhaite profiter des dernières innovations technologiques, il doit se résoudre à investir lui-même dans du capital fixe neuf, générant un accroissement des recettes de vente intra-secteur. Une fois les nouvelles techniques ou machines implémentées, l'amélioration de la productivité (ou de l'efficacité productive) permet une baisse des coûts de production du capital, c'est-à-dire à une baisse de  $I'$ . Si la baisse des coûts s'assortit également d'une baisse du prix des biens de capital  $P'$ , alors les producteurs de biens de consommation sont incités à consentir à leur tour à un investissement dans de nouvelles machines, générant une augmentation du volume d'investissement et, si cette augmentation est plus forte que la baisse de  $P'$ , une hausse de la valeur de l'investissement  $I$ .

Les innovations technologiques peuvent ainsi agir sur l'un ou l'autre des deux déterminants du profit du secteur des biens de capital, mais tendent à agir sur les deux éléments quasi simultanément. Ceci tient à la nature du cycle de l'innovation décrit par Schumpeter, et avec lequel Keynes exprime son entier accord, à savoir que les innovations se manifestent en règle générale par « grappes » ou par « vagues » :

[...] when a few highly endowed individuals have achieved success, their example makes the way easier for a crowd of imitators. So, once started, a wave of innovation gains momentum. (Keynes, 1930d, p 86)

Par conséquent, l'avènement d'un type d'innovation (par exemple une nouvelle machine plus performante) a tendance à entraîner l'avènement d'autres types d'innovation, l'ensemble d'entre elles affectant dans un temps très court à la fois la valeur de l'investissement et son coût. Or, d'après les équations fondamentales définies au chapitre 5, dès lors que  $I$  ou  $I'$  changent à niveau d'épargne donné, le niveau des prix à la consommation et le niveau général des prix sont modifiés. Il faut remarquer que ces deux variables n'évoluent pas dans le même sens selon que l'innovation a plutôt un effet sur la valeur ou sur le coût de l'investissement nouveau : si elle n'a d'effet que sur le coût  $I'$ , le niveau des prix à la consommation est censé *baisser* ; si elle n'a d'effet que sur la valeur  $I$ , le niveau général des prix est quant à lui censé *augmenter*. Si le second cas polaire ne pose pas de problème en soi, le premier cas est plus problématique, car selon la théorie schumpétérienne, une vague d'innovation est

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

à l'origine d'une phase de croissance économique, qui est typiquement marquée par une augmentation générale de l'ensemble des prix, y compris les prix à la consommation. Il est possible d'admettre qu'en général une innovation aura un effet à la fois sur  $I$  et sur  $I'$ , de sorte que l'effet final sur le niveau général des prix dépend de l'ampleur relative des effets sur le coût et la valeur de l'investissement.

L'importance accordée aux anticipations de profit des entrepreneurs pourrait *a priori* être la clé de ce problème. Si les prix à la consommation diminuent suite à la baisse de  $I'$  (non compensée par une baisse de  $S$ ), les entrepreneurs peuvent s'attendre à ce qu'il y ait à l'avenir une augmentation de la demande pour ces biens, incitant leurs producteurs à envisager une augmentation de leur volume de production. A moins que les capacités de production des firmes ne soient grandement sous-utilisées, cette augmentation nécessite l'emploi de facteurs supplémentaires, et notamment un investissement en capital fixe. Les producteurs de biens de capital anticipent ainsi une augmentation future de la demande pour leurs produits, *a fortiori* motivée par la baisse du coût de l'investissement nouveau due à l'innovation initiale, et y voient donc une opportunité de profit. Agissant sur la base de ces anticipations, les entrepreneurs des deux secteurs s'engageraient dès lors dans un mouvement général d'investissement en capital fixe, générant à terme une hausse du prix de demande des biens de capital et du niveau général des prix.

De fait le *Treatise* adopte en partie une telle solution au problème, présentée au Chapitre 13 du Volume V. Il y est avancé que le prix de demande des biens de capital (*the demand price of capital goods*) « depends on two things—on the estimated net prospective yield from fixed capital [...] measured in money, and on the rate of interest at which this future yield is capitalised » (Keynes, 1930c, p. 180)<sup>9</sup>. Keynes insiste toutefois plus sur le rôle du taux d'intérêt de marché auquel est actualisé le rendement escompté de l'investissement que sur la mécanique d'anticipations. L'exemple qu'il prend, une hausse du taux de marché non compensée par une hausse de même ampleur du taux naturel, est en effet l'exact opposé à celui qui nous intéresse (à savoir une variation du taux naturel non compensée par une variation du taux de marché). Cependant la conclusion principale du Chapitre 13 pourrait également s'appliquer à ce dernier cas si l'on suppose qu'une variation à la hausse

---

9. Comme nous le montrerons aux chapitres 8 et 10, la théorie de l'investissement de la *Théorie Générale* repose sur la même idée, reprise et développée par l'élaboration d'abord du concept de quasi-rente du capital dans les premiers manuscrits de l'ouvrage, puis du concept d'efficacité marginale du capital dans la version finale.

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

du taux naturel non compensée par une hausse du taux de marché revient au même qu'une baisse du taux de marché non compensée par une baisse du taux naturel.

Dans l'exemple pris au Chapitre 13, la hausse du taux d'intérêt de marché a un effet négatif sur les profits des producteurs de biens de capital, « partly by changing the demand price of such goods and partly by influencing intending purchasers of such goods to postpone or anticipate their purchases » (Keynes, 1930c, p. 186–187) : la hausse du taux d'intérêt conduit d'une part à un renchérissement du coût du financement de l'investissement si celui-ci se fait par emprunt, et d'autre part à un abaissement de la valeur actuelle nette du projet d'investissement qui en est l'un des principaux critères de rentabilité<sup>10</sup>. Par conséquent, il y a une baisse du prix de demande des biens de capital et, toutes choses égales par ailleurs, une baisse du prix effectif de ces biens ( $P'$ ). Il est alors précisé que « the change in  $P'$  thus brought about will [...] cause  $P$  to move in the same direction as  $P'$  », c'est-à-dire à la baisse ; par ailleurs « a tendency will [...] be set up to change the prevailing rate of earnings in the same direction as  $P$  and  $P'$  and *in the opposite direction to the bank rate* » (Keynes, 1930c, p. 187, souligné par nous). Nous pouvons ainsi déduire qu'une hausse du taux de marché par rapport au taux naturel (ou une baisse du taux naturel par rapport au taux de marché) conduit à une baisse des prix à la consommation et des prix des biens de capital, donc à une baisse du niveau général des prix. Réciproquement, à la suite de la vague d'innovations produisant une hausse du taux naturel par rapport au taux de marché, il se produira une hausse de  $P$  et  $P'$ , donc une hausse du niveau général des prix.

La relecture de la théorie schumpétérienne des vagues d'innovations faite par Keynes serait ainsi réconciliée non seulement avec l'approche monétaire néoclassique, mais aussi avec les faits stylisés des cycles : même si la vague d'innovations provoque initialement une baisse des prix à la consommation (ce qui, rappelons-le, n'est le cas que lorsque l'innovation n'a d'effet que sur le coût de production des biens de capital), elle initie rapidement une hausse généralisée des prix concomitante à une phase de croissance économique. Nous pouvons ainsi conclure que si l'origine effective – ou technique – du cycle économique réside dans l'avènement d'une innovation ou d'une grappe d'innovations<sup>11</sup>, l'origine véritablement économique du cycle serait

---

10. Un examen plus complet et un exemple chiffré de cette mécanique entre le taux d'intérêt et la rentabilité de l'investissement sont présentés à la section 10.1.

11. Bien que ce ne soit pas l'objet de notre étude, il est difficile de ne pas faire un parallèle avec la théorie des cycles réels actuelle, dont les modèles canoniques font reposer l'existence de

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

l'investissement en capital fixe, qui représente la mise en œuvre de ces innovations dans le domaine de la production, plus ou moins facilitée par les taux d'intérêt (effectivement) pratiqués par les banques et les marchés de fonds prêtables. En ce sens, le cycle du crédit peut être défini comme une fluctuation de l'investissement autour du montant relativement stable de l'épargne, étant donné que l'attractivité de l'investissement fluctue au gré des vagues d'innovations<sup>12</sup>.

Cette distinction entre la cause technique et la cause économique des fluctuations économiques constitue l'une des justifications de l'emploi de l'expression de « cycle du crédit » en lieu et place de « cycle des affaires » (*business cycle*). En effet, pour qu'une invention ait une application pratique dans la sphère de l'activité productive, il faut que les entrepreneurs aient non seulement l'opportunité, mais aussi la possibilité concrète d'investir dans cette innovation. Puisque les firmes dégagent rarement des fonds suffisants pour auto-financer leurs projets d'investissement, ces derniers sont généralement financés soit par emprunt bancaire, soit par levée de capitaux sur les marchés de titres. Dans un cas comme dans l'autre, cela signifie que le coût de l'investissement nouveau ne se résume pas au prix des biens de capital (c'est-à-dire essentiellement à leur coût de production), mais qu'il s'y ajoute le coût de l'emprunt ou de la levée de capitaux, directement ou indirectement déterminé par le taux d'intérêt du marché. Par conséquent :

[...] the pace, at which the innovating entrepreneurs will be able to carry their projects into execution at a cost in interest which is not deterrent to them, will depend on the degree of complaisance of those responsible for the banking system. (Keynes, 1930d, p. 86)

Il est ainsi possible d'établir un lien entre le rapport innovations-investissement d'une part, et le mécanisme liant taux naturel et taux de marché d'autre part.

Il convient de rappeler que le taux naturel est déterminé par l'attractivité relative

---

fluctuations de court terme sur des chocs technologiques, également dits chocs de productivité (*productivity shocks*). Une brève présentation de ces modèles sera faite au chapitre 10.

12. Il est à noter que le terme de « vagues » d'innovation est figurativement bien plus adapté que celui de « grappes » pour expliquer la cyclicité des fluctuations de l'investissement : le rythme quasi sinusoïdal implicite au concept de vague serait à l'origine du mouvement sinusoïdal de l'activité économique. Cependant, comme nous le démontrerons à la section 7.3, Keynes n'est guère intéressé par la forme ou le rythme des cycles économiques, contrairement à des auteurs comme Nicolas Kondratiev, Clément Juglar ou même Schumpeter. C'est pourquoi il ne cherche pas à les déterminer empiriquement, ni même à en expliquer les causes théoriques, préférant se focaliser sur leurs conséquences pour le système économique et sur la manière dont ce système y réagit ou s'y adapte.

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

de l'investissement et de l'épargne, et correspond au taux qui égaliserait  $I$ ,  $I'$  et  $S$ , conformément à la condition d'équilibre (5.15). Puisque l'attractivité de l'épargne est supposée stable, le taux naturel n'évolue que lorsqu'il y a une modification de l'attractivité de l'investissement. Or, suite à une vague d'innovations et étant donné la promesse de profits d'aubaine qui en découle, l'investissement devient relativement plus attractif que l'épargne, ce qui implique que le taux naturel *augmente* : afin de rétablir l'égalité entre investissement et épargne, il faudrait augmenter le taux d'intérêt pour rendre le premier moins attractif et le second plus attractif.

Nous avons auparavant interprété la définition du type IIB de changements de prix – dus à un changement du taux naturel de l'intérêt non compensé par un changement du taux de marché – comme le cas d'une modification dans le taux naturel à taux de marché inchangé. Il est aisé d'étendre cette interprétation au cas où un mouvement du taux naturel (à la hausse ou à la baisse) serait accompagné d'un mouvement du taux de marché, soit en sens contraire, soit dans le même sens mais avec une ampleur moindre. De fait, cette seconde interprétation est nécessaire pour comprendre comment une invention se transforme en un investissement productif et génère une phase ascendante du cycle du crédit. Si une vague d'innovation provoque une hausse du taux d'intérêt naturel, un investissement dans un produit, une machine ou une technique innovante n'est rentable voire profitable que si le taux de rendement de cet investissement excède son coût. Il est donc nécessaire que le taux de marché auquel un entrepreneur peut financer son projet reste le plus bas possible, et il serait même plus avantageux qu'il diminue. Une phase ascendante du cycle économique, c'est-à-dire de hausse des prix, ne peut subvenir que si le taux naturel augmente sans que le taux de marché augmente autant (ou bien si le taux naturel augmente alors que le taux de marché diminue). Inversement, une phase descendante correspondrait au cas où le taux naturel diminue et que le taux de marché diminue dans une moindre ampleur (ou augmente).

La réalisation effective d'un cycle de l'investissement suite à une vague d'innovations est ainsi conditionnée par les pratiques des banques, et plus généralement du système monétaire, en termes d'intérêt. Pour qu'une hausse de la valeur de l'investissement ait lieu et génère une phase ascendante du cycle économique, il faut que le taux de marché soit maintenu le plus bas possible alors même qu'il y a une pression à la hausse sur ce taux, du fait de l'augmentation du taux naturel. Cela exige une politique active des banques en faveur de l'investissement, par le biais d'une création

## 7.2. LES FLUCTUATIONS DE L'INVESTISSEMENT À L'ORIGINE DU CYCLE DU CRÉDIT

---

monétaire sous la forme d'une augmentation du volume de crédit accordé aux entrepreneurs, en supposant toujours une stabilité du montant de l'épargne. Le cycle économique est précédé et accompagné d'un cycle du crédit, qui répond au cycle de l'investissement :

[...] whilst the stimulus to a credit inflation comes from outside the banking system, it remains a monetary phenomenon in the sense that it only occurs if the monetary machine is allowed to respond to the stimulus.  
(Keynes, 1930d, p. 86)

Keynes ne s'étend toutefois pas davantage sur le sujet : puisque le *Treatise* est avant tout un examen des déterminants du pouvoir d'achat de la monnaie, c'est-à-dire du niveau des prix, il n'a pas à se focaliser sur la cause des fluctuations de l'investissement, mais sur la conséquence de ces fluctuations sur les prix.

Partant de ce principe, l'auteur considère que les théories d'autres économistes, parmi lesquels Mikhail Tugan-Baranovsky, Arthur Spiethoff et Schumpeter, permettent de rendre compte de cette causalité première entre les innovations et la relation investissement-épargne, et qu'il ne fait que les compléter en introduisant le rôle du capital circulant et du système bancaire. Se référant une fois de plus à l'ouvrage de Mitchell, il estime que Tugan-Baranovsky et Spiethoff détiennent chacun une part de la vérité concernant le rôle de la relation investissement-épargne dans la génération des cycles économiques : le premier « contends that crises come because [...] saving falls short of investment » tandis que le second « holds that crises come because [...] investment runs ahead of saving » (Keynes, 1930d, p. 89). Le premier serait donc proche des tenants de la théorie de la sur-épargne (*over-saving*), mais échappe au reproche fait par Keynes à cette théorie en ne s'intéressant pas au montant absolu de l'épargne, mais à son insuffisance (relative) par rapport à l'investissement. Inversement, le second serait proche des tenants de la théorie du sur-investissement (*over-investment*), représentés entre autres par Pigou et Hayek. Il est intéressant de noter à ce propos que Keynes formule à l'égard de cette tradition, dont il est pourtant issu, le même type de reproche qu'à la théorie de la sur-épargne : si cette dernière explique les crises par un excès d'épargne en valeur absolue, les théories du sur-investissement expliquent au contraire les phases d'inflation, ou plus généralement de croissance économique, par un excès d'investissement en valeur absolue. Keynes préférerait à cet égard l'analyse de Spiethoff compte tenu de son intérêt pour l'excès *relatif* d'investissement par rapport à l'épargne. Ces deux approches seraient

### 7.3. L'ANALYSE D'UN CYCLE DU CRÉDIT TYPIQUE : CHRONIQUE, PERSISTANCE DES PERTURBATIONS ET RETOUR À L'ÉQUILIBRE

---

selon lui incomplètes, la réalité des cycles économiques se traduisant par une succession d'excès relatifs de l'investissement par rapport à l'épargne, puis de l'épargne par rapport à l'investissement. Enfin, bien qu'il soit « in strong sympathy with the school of writers—Tugan-Baranovski, Hull, Spiethoff and Schumpeter » (Keynes, 1930d, p. 89), il estime que ces économistes n'ont pas « clearly apprehend[ed] the direct effect on prices of disequilibria between savings and investment » (Keynes, 1930d, p. 90), contrairement à Robertson et son ouvrage *Banking Policy and the Price Level* (1926) dont il s'inspire pour développer sa propre théorie du cycle du crédit.

Nous pouvons ainsi conclure qu'à l'opposé de ses écrits de jeunesse où les fluctuations sont des phénomènes purement monétaires déclenchés par des perturbations dans la sphère monétaire due à des coûts salariaux trop élevés (thématique encore présente dans le *Treatise*, comme nous l'avons démontré au chapitre 6, mais non essentielle pour la théorie des cycles), Keynes considère dans son ouvrage de 1930 que la cause initiale des fluctuations est une perturbation dans la sphère réelle, sous la forme d'innovations technologiques se traduisant par des fluctuations de l'investissement. Cette cause étant identifiée, il ne souhaite néanmoins pas en mener une analyse approfondie, considérant que celle-ci a déjà été menée (au moins partiellement) par d'autres, comme Schumpeter, et que l'objet principal du *Treatise* est ailleurs : il s'agit d'étudier comment cette perturbation initiale se diffuse dans l'économie, et plus précisément comment elle affecte la monnaie et les prix, à travers une chronique analytique d'un cycle du crédit « typique ».

### **7.3 L'analyse d'un cycle du crédit typique : chronique, persistance des perturbations et retour à l'équilibre**

Le cycle du crédit est défini comme l'alternance de phases où l'investissement (en coût ou en valeur) est supérieur puis inférieur au montant de l'épargne : le volume de crédit et les prix suivent ainsi les fluctuations de l'investissement, qui sont elles-même principalement rythmées par les vagues d'innovations. Cependant, il reste à déterminer en quoi il s'agit effectivement d'un *cycle*, c'est-à-dire dans quelle mesure un mouvement ascendant (ou descendant) de l'activité et des prix entraîne, sans

### 7.3. L'ANALYSE D'UN CYCLE DU CRÉDIT TYPIQUE : CHRONIQUE, PERSISTANCE DES PERTURBATIONS ET RETOUR À L'ÉQUILIBRE

---

aucune perturbation externe autre que la perturbation initiale, un mouvement en sens inverse.

We shall see that there is an appropriateness in using the term *cycle* in this connection, because an excess movement in one direction tends to bring into operation not only its own remedy but a stimulus to an excess movement in the other direction, so that the swing of the pendulum is positively to be expected unless something occurs to interrupt it. (Keynes, 1930c, p. 249–250)

La métaphore du pendule est à ce titre indicatrice de la conception dont Keynes se fait du cycle dans le *Treatise* : en l'absence de toute perturbation, un pendule est immobile à la verticale ; un choc externe déséquilibre le pendule, provoquant un mouvement dans un sens qui, *sous l'effet de la gravité*, amorce un mouvement dans le sens inverse, qui à son tour amorce un second mouvement dans le premier sens, et ainsi de suite jusqu'au retour du pendule à sa position d'origine où il demeurera à nouveau immobile en l'absence d'un autre choc. Deux leçons sont à tirer de cette métaphore : d'une part, il existerait une force naturelle (à la manière de la gravité pour le pendule) qui amènerait le prix d'une situation de déséquilibre à une situation de déséquilibre inverse ; d'autre part, ce même mécanisme tend à faire retourner le prix vers une situation d'équilibre, ce qui signifie que les cycles (ou plus généralement les fluctuations de court terme) ont pour vocation à s'atténuer jusqu'à disparaître.

Ces deux caractéristiques justifient le recours à une analyse par phases des mouvements cycliques de prix, qui démontrerait comment s'établissent les conditions nécessaires et suffisantes pour qu'une phase d'inflation engendre le passage à une phase de déflation (et inversement), mais aussi comment à chacune de ces phases le mouvement s'affaiblit au point de disparaître. Cette analyse est menée dans le *Treatise* à l'occasion de trois Chapitres successifs. Le Chapitre 18 comporte une Section détaillant la genèse et la chronologie d'un cycle du crédit (« The Genesis and Life-History of a Credit Cycle »), où l'auteur décompose de façon descriptive les différentes phases du cycle. Le Chapitre 19, essentiellement consacré à comparer la théorie du cycle du *Treatise* avec celle développée par Robertson dans *Banking Policy and the Price Level*, comporte également une Section expliquant de façon plus synthétique le déroulement « normal » d'un cycle du crédit (« The Normal Course of a Credit Cycle »). Enfin le Chapitre 20 propose un examen plus formel et systématique du cycle (« An Exercise in the Pure Theory of the Credit Cycle »), fondé

### 7.3. L'ANALYSE D'UN CYCLE DU CRÉDIT TYPIQUE : CHRONIQUE, PERSISTANCE DES PERTURBATIONS ET RETOUR À L'ÉQUILIBRE

---

sur un ensemble d'hypothèses relâchées progressivement pour mieux rendre compte des différents types de cycle du crédit.

La chronique du cycle établie au Chapitre 18 part de l'hypothèse (implicite) que le cycle débute par une phase ascendante, elle-même découpée en deux temps (nommés phase primaire et phase secondaire), suivie d'une crise et d'une chute des prix entraînant une phase descendante. En d'autres termes, l'histoire racontée suppose une hausse initiale de l'investissement plutôt qu'une baisse. Keynes justifie cela par la nature même du capital (fixe) : « the rate of obsolescence of existing fixed capital sets a limit at which the total supply of it can be decreased » (Keynes, 1930d, p. 87). Une baisse de l'offre de capital fixe liée à une baisse de l'investissement en capital est alors nécessairement limitée par la nécessité de remplacer le capital rendu naturellement obsolète (indépendamment du progrès technique), ce qui, dans la terminologie actuelle, signifie que la baisse de l'investissement net est partiellement compensée par l'investissement de remplacement, de sorte que l'investissement total (ou brut) ne baisse pas au même taux que l'investissement net. Ainsi la baisse de l'offre de capital fixe serait moins ample qu'une hausse de cette offre et aurait moins d'effet sur les prix – ou, pour reprendre la métaphore du pendule, provoquerait un mouvement initial de celui-ci beaucoup plus faible que dans le cas d'une hausse de l'investissement. Néanmoins, « there [is not] any theoretical reason why a credit cycle should not start with a downward phase, due to investment falling off whilst savings keeps up » (Keynes, 1930c, p. 257). L'auteur évoque l'éventualité d'un cycle débutant par une déflation, qui serait expliquée également par une chute de l'investissement ; mais il ne développe aucunement cette question, se contentant d'indiquer que « most often of all [...] a downward phase [is brought about] as a reaction from a previous upward phase » (Keynes, 1930c, p. 258).

La cause initiale des fluctuations de prix correspond donc, comme nous l'avons démontré à la section 7.2, à l'existence de fluctuations dans l'investissement en capital fixe ; plus précisément, puisque la chronique est celle d'un cycle débutant par une phase d'inflation, la cause initiale du déséquilibre dans le pouvoir d'achat de la monnaie est une hausse de l'investissement en capital fixe. Cette hausse est en règle générale elle-même initiée par une perturbation antérieure de l'ordre d'une innovation technologique, bien que d'autres types de facteurs puissent plus rarement intervenir : « it may be a new invention, or the development of a new country, or a war, or a return of 'business confidence' » (Keynes, 1930c, p. 271). L'auteur met tou-

### 7.3. L'ANALYSE D'UN CYCLE DU CRÉDIT TYPIQUE : CHRONIQUE, PERSISTANCE DES PERTURBATIONS ET RETOUR À L'ÉQUILIBRE

---

tefois en garde contre le fait d'accorder trop d'importance au capital fixe, et insiste plutôt sur le rôle joué par les fluctuations de l'investissement en capital circulant :

Many writers on the credit cycle have emphasised the irregularity of the rate of investment in fixed capital as being the major cause of disturbance. If we have in mind *initiating* causes this is probably true. But the most characteristic *secondary* phase of a credit cycle is due to a growth in working capital. (Keynes, 1930c, p. 252)

De fait, si la cause initiale d'une phase d'inflation est systématiquement un accroissement de l'investissement en capital fixe (Keynes, 1930c, p. 254 et 271), la diffusion de cet accroissement dans l'économie peut prendre trois modalités différentes en fonction de l'évolution consécutive du capital circulant. Les trois types de cycles du crédit correspondants sont caractérisés par l'effet de la hausse de l'investissement sur la production des firmes, selon que le volume total de celle-ci est ou non modifié :

(i) The increased investment may take place, without any change in the total volume of output, by the substitution of the production of capital goods in place of consumption goods [...].

(ii) The increased investment may take the form of an increase of working capital corresponding to an increased total output due to an additional production of capital goods being superimposed on the existing output [...].

(iii) The increased investment may take the form of an increase of working capital corresponding to an increased total output due to an additional production of consumption goods being superimposed on the existing output [...]. (Keynes, 1930c, p. 252–253)

Le premier type pourrait être qualifié d'inflation pure et confine l'effet de la hausse des prix à une simple modification de la répartition de la production totale entre les deux secteurs de l'économie. Les deux autres types s'apparentent en revanche bien plus à un véritable cas de cycle économique, puisqu'il y a une augmentation simultanée des prix et de la production.

La distinction est souvent difficile à faire d'un point de vue empirique, les trois caractéristiques présentées ayant tendance à être présentes simultanément ou alternativement, et à des degrés divers, au début d'un cycle effectif. Plus précisément, Keynes estime que « a commodity inflation of type (iii) [...] may be considered as the most characteristic of a credit cycle, because [...] all credit cycles tend to end up,

### 7.3. L'ANALYSE D'UN CYCLE DU CRÉDIT TYPIQUE : CHRONIQUE, PERSISTANCE DES PERTURBATIONS ET RETOUR À L'ÉQUILIBRE

---

however they may begin, with an admixture of this type » (Keynes, 1930c, p. 253). Pourtant, il remarque également que « type (ii) [...] is the more usual [...] ; i.e. where there is from the outset a growth of working capital not balanced by additional saving » (Keynes, 1930c, p. 255). Il est vrai que le second et le troisième cas sont probablement les plus proches des faits stylisés en matière de fluctuations économiques : il y a tout d'abord une fluctuation (de grande ampleur) du volume de l'investissement, puis une fluctuation (de moindre ampleur) du volume de la production – qui peut être considérée comme une fluctuation du capital circulant, qu'il s'agisse de biens de consommation ou de biens de capital. Cependant, d'un point de vue théorique autant qu'empirique, ce problème n'en serait pas vraiment un, car la distinction entre trois types de cycles ne serait valable, selon l'auteur, que pour la phase primaire du cycle (c'est-à-dire le premier temps de la partie inflationniste du cycle), la phase secondaire (le second temps de la partie inflationniste) étant apparemment commune aux trois (Keynes, 1930c, p. 253), de même que la phase déflationniste puisque celle-ci est présentée comme étant initiée par les éléments caractéristiques de la phase secondaire (commune) plutôt que ceux de la phase primaire.

Il subsiste une différence majeure entre le type (i) et les types (ii) et (iii). Le premier correspond à un cas-limite, où l'absence de facteurs de production disponibles rend nécessaire la substitution d'une partie de la production de biens de consommation par une production de biens de capital. Il s'agit de fait de l'éventualité d'un changement induit du taux de rémunération définissant le type IIIA d'inflation ou de déflation, comme nous l'avons démontré à la section 6.4. A l'inverse, les deux autres types correspondent tous deux au cas où « the factors of production are not fully employed at the moment when the cycle begins its upward course », cas qui serait le plus général « whether as a result of the slump which had ensued on the previous cycle or for some other cause » (Keynes, 1930c, p. 255). L'idée d'une persistance des fluctuations économiques, ou du moins de leurs conditions de possibilité et de réalisation, est ainsi introduite sans être développée : il est possible que, même en présence d'un équilibre macroéconomique tel que défini au chapitre 5, il n'y ait pas un plein-emploi des facteurs de production, et notamment qu'il existe du chômage ; en d'autres termes, l'équilibre macroéconomique initial que nous avons supposé pour mener notre analyse des fluctuations de prix est un équilibre partiel. Ce serait même précisément pour cette raison que les types (ii) et (iii) sont le plus souvent constatés dans la réalité, le type (i) se résumant au cas-limite d'un équilibre macroéconomique

### 7.3. L'ANALYSE D'UN CYCLE DU CRÉDIT TYPIQUE : CHRONIQUE, PERSISTANCE DES PERTURBATIONS ET RETOUR À L'ÉQUILIBRE

---

général<sup>13</sup>.

C'est pourquoi nous ne retiendrons pour notre étude que la chronique spécifique aux types (ii) et (iii). C'est également le choix opéré par Keynes dans le Chapitre 20, au moment de proposer de façon plus formelle une théorie « pure » du cycle du crédit<sup>14</sup>. Dans les deux cas envisagés, l'augmentation de la production nécessite l'emploi d'une quantité plus importante de facteurs de production. Les entrepreneurs sont dès lors obligés de payer une quantité plus importante (au niveau agrégé) de rémunérations des facteurs ; puisque ces rémunérations sont versées en début de période de production, « the earnings of the factors of production increase from the outset » (Keynes, 1930c, p. 255–256). Il s'agit là de l'explication principale de la diffusion dans la sphère monétaire de la perturbation affectant la sphère réelle de l'économie, à savoir une vague d'innovations générant une hausse de l'investissement en capital. En effet, la hausse du revenu monétaire de la communauté est conditionnée par une modification du volume ou de la structure de la monnaie en circulation dans l'économie, c'est-à-dire « requires the acquiescence of the banking authorities » (Keynes, 1930c, p. 256). Deux possibilités sont alors à envisager : soit le système bancaire joue un rôle actif en facilitant la création de crédit et augmente la masse monétaire d'un volume équivalent à la hausse des revenus agrégés<sup>15</sup> ; soit il laisse s'opérer une redistribution de la monnaie entre circulation industrielle et circulation financière, en faveur de la première :

[...] an increased volume of money may be furnished for the industrial circulation as the result of a decrease of the financial circulation, i.e. of

---

13. À supposer que les conditions déterminant les types (ii) et (iii) sont les plus souvent rencontrées dans une économie et représentent en un certain sens la situation « normale », bien que non optimale, de cette économie, il serait possible de faire un parallèle entre la conception de l'équilibre macroéconomique du *Treatise* avec celle présente dans la *Théorie Générale*. Comme nous l'expliquerons dans la troisième partie de la thèse, l'équilibre défini dans la *Théorie Générale* a été catégorisé d'équilibre de sous-emploi, c'est-à-dire qu'il décrit une situation où coexistent un équilibre sur le marché des biens et services, et un déséquilibre sur le marché du travail sous la forme de chômage. À cet égard, la situation d'équilibre initial supposée réalisée au début du Chapitre 16 du *Treatise* s'apparenterait à un équilibre de sous-emploi, puisqu'il y a simultanément stabilité du niveau général des prix (ce qui suppose implicitement un relatif équilibre entre l'offre et la demande de biens) et sous-emploi des facteurs de production.

14. « The type taken is one at the inception of which some of the factors of production are unemployed » (Keynes, 1930c, p. 274).

15. C'est une fois encore l'option retenue par l'auteur dans son exercice de théorie pure : « It is [...] assumed that the banks adopt a lending policy which allows the production of consumption goods to increase, accompanied by a building up of an additional stock of working capital inadequately compensated by additional saving, sufficient to permit all the unemployed factors of production to return gradually to work » (Keynes, 1930c, p. 274).

### 7.3. L'ANALYSE D'UN CYCLE DU CRÉDIT TYPIQUE : CHRONIQUE, PERSISTANCE DES PERTURBATIONS ET RETOUR À L'ÉQUILIBRE

---

the savings deposits, since it is particularly likely that in the earliest phases of a boom there will be a unanimity of bull sentiment leading to a decrease of the 'bear' position. (Keynes, 1930c, p. 256)

Keynes ajoute que, quand bien même l'une de ces deux conditions ne seraient pas satisfaites, la hausse des revenus pourrait également être réalisée au moyen d'une légère hausse du taux d'intérêt de marché, afin d'accroître les vélocités de circulation des différents dépôts et donc de réduire la demande de monnaie par unité de revenu (réel). La multiplicité des éventualités rend ainsi hautement probable la réalisation d'une hausse des revenus des facteurs suite à la hausse de la production.

La distinction entre les types (ii) et (iii) d'inflation intervient alors quant aux conséquences de cette augmentation du revenu monétaire de la communauté. Dans le premier cas, étant donné que l'augmentation de la production se concentre dans le secteur des biens de capital, la hausse du revenu monétaire ne permet pas une hausse du volume de la consommation : le volume de biens de consommation produits est resté stable ; en-dehors d'un recours aux stocks constitués précédemment ou à l'importation, l'offre de biens de consommation sera supérieure à la demande, durant une première période de production (pendant laquelle la quantité de capital circulant en biens de consommation reste constante) et durant la seconde (au bout de laquelle une quantité accrue de biens de consommation est effectivement disponible à l'achat). Dans le cas du type (iii), au contraire, l'augmentation de la production se fait sous la forme d'un accroissement du capital circulant en biens de consommation, de sorte que dès la fin de la première période, l'intégralité du revenu supplémentaire de la communauté peut être dépensé sous forme de consommation. C'est pourquoi, s'il y a dans le premier cas une hausse non seulement immédiate des prix<sup>16</sup>, mais également entretenue sur au moins deux périodes, dans le second cas « the available output coming on to the market is increased by the same amount—assuming that the rate of efficiency wages is unchanged—as total earnings had been increased at the earlier date, so that prices fall back again to their previous level » (Keynes, 1930c, p. 256).

Étant donné que le type (i) est un cas-limite et que le type (iii) ne conduit qu'à une hausse momentanée et transitoire des prix, nous pouvons conclure que seul le type (ii) est à même de décrire la situation effective d'un début de cycle du crédit. La description de ce que Keynes appelle « the usual or normal course » d'un cycle

---

16. Keynes note que « the difference between this case [type (ii)] and case (i) [is] that the upward-price phase of the credit cycle begins immediately » (Keynes, 1930c, p. 256).

### 7.3. L'ANALYSE D'UN CYCLE DU CRÉDIT TYPIQUE : CHRONIQUE, PERSISTANCE DES PERTURBATIONS ET RETOUR À L'ÉQUILIBRE

---

du crédit (Keynes, 1930c, p. 271) ne fait d'ailleurs aucune mention des types (i) et (iii) et correspond essentiellement à la chronique du type (ii). Suite à l'action du système bancaire à travers la création monétaire, qui limite la hausse du taux d'intérêt de marché suite à la hausse du taux naturel pour ne pas entraver celle de l'investissement, « the output and price of capital goods begin to rise. Employment improves and the wholesale index rises » (Keynes, 1930c, p. 271). Il y a augmentation simultanée de l'investissement, de la production, des prix et de l'emploi, ce qui correspond au début de la phase ascendante d'un cycle économique. L'amélioration de la situation de l'emploi étant concomitante d'une hausse des revenus (agrégés) des facteurs, la dépense en biens de consommation tend à augmenter, non seulement en valeur mais aussi en volume, en dépit de la hausse des prix à la consommation, ce qui permet aux producteurs de biens de consommation de dégager à leur tour un profit d'aubaine. En effet, il arrive un moment où la hausse des prix à la consommation n'est pas suffisante pour contrebalancer l'augmentation de la demande, stimulée par la hausse de l'emploi des facteurs de production. Dans ce cas, « those entrepreneurs who have liquid consumption goods emerging from the process of production are able to sell for more than they have cost, or are costing, to produce » (Keynes, 1930c, p. 258) puisque le taux de rémunération des facteurs n'a pas été modifié, la hausse de l'emploi s'étant réalisée par le recours aux facteurs précédemment non employés et disponibles à l'emploi. Dès lors, à la fin de la phase primaire de la partie inflationniste du cycle, « practically all classes of categories of goods will have risen in price and all classes of entrepreneurs will be enjoying a profit » (Keynes, 1930c, p. 272).

Ces conditions étant réunies, une phase secondaire – mais toujours inflationniste – du cycle se met en place. Si durant la phase primaire les entrepreneurs sont en quelque sorte *forcés* d'augmenter les prix de leurs produits en constatant qu'il existe une demande insatisfaite pour les biens disponibles, durant la phase secondaire ils sont *incités* à le faire par les profits exceptionnels dont ils ont joui à la fin de la phase primaire :

[...] the almost inevitable result of profits on current output and the visible depletion of stocks is to encourage manufacturers of consumption goods to strain their efforts to increase their output. We thus have, under the influence of the windfall profits accruing from the price rise consequent on the primary phase of the credit cycle, a secondary sti-

### 7.3. L'ANALYSE D'UN CYCLE DU CRÉDIT TYPIQUE : CHRONIQUE, PERSISTANCE DES PERTURBATIONS ET RETOUR À L'ÉQUILIBRE

---

mulus to an increased volume of production—which, this time, is of an all-round character and affects *all* types of goods which are the object of general consumption. (Keynes, 1930c, p. 258)

Bien que l'auteur ne le précise pas, il est probable que la hausse de la production ne concerne pas uniquement les producteurs de biens de consommation, mais également ceux de biens de capital. L'appel du profit et l'amélioration constatée de la demande pour les biens de consommation sont susceptibles d'inciter les entrepreneurs à mener de nouveaux projets d'investissement (*net*), non plus afin de bénéficier d'une innovation technologique ou organisationnelle, mais pour accroître leur capacité de production déterminée par le volume de capital fixe qu'ils emploient. Cela signifie que la demande pour les biens de capital tendra également à augmenter malgré la hausse initiale de leur prix, générant un nouveau profit d'aubaine pour leurs producteurs et conduisant ceux-ci à augmenter leur niveau de production.

Nous pouvons remarquer que dans cette perspective l'inflation est en grande partie auto-générée et auto-entretenu. La perspective de profits incite les entrepreneurs à augmenter la production, générant par là même un accroissement de la demande pour leurs biens, soit par l'augmentation des revenus agrégés des facteurs de production, soit par l'augmentation de l'investissement en capital fixe :

If the primary phase is caused by an increased production of capital goods, the higher price level will continue so long as this capital output continues—which, in appropriate conditions, might be a long time, though the incentive to an increased output of capital goods should diminish, just as the incentive to the production of consumption goods increases. (Keynes, 1930c, p. 259)

A l'inverse, si la phase primaire est initiée par une hausse de la production de biens de consommation, ce qui correspond au type (iii) d'inflation, un tel phénomène ne serait pas possible car les prix de ces biens retrouveraient leur niveau d'équilibre dès la fin de la première période de production.

Cependant l'augmentation simultanée des prix et de la production, y compris dans le cas d'une inflation de type (ii), ne saurait perdurer au-delà d'un certain nombre de périodes. La phase secondaire porte ainsi en elle « *the seeds of a reaction* » (Keynes, 1930c, p. 259), c'est-à-dire les conditions de possibilité *et* de réalisation d'un krach suivi de la partie déflationniste du cycle. Comme nous l'avons expliqué, une augmentation de la production à taux de rémunération efficace constant ne peut être

### 7.3. L'ANALYSE D'UN CYCLE DU CRÉDIT TYPIQUE : CHRONIQUE, PERSISTANCE DES PERTURBATIONS ET RETOUR À L'ÉQUILIBRE

---

menée que s'il y a dans l'économie des facteurs de production inemployés et prêts à être loués au taux de rémunération existant. Or, il est probable que le stock de facteurs disponibles finisse par rapidement être épuisé. Dans ce cas, « the attempt to increase still further the volume of employment will probably have the effect of stiffening the attitude of the factors of production and enabling them to obtain a higher rate of remuneration per unit of output » (Keynes, 1930c, p. 259). Du fait de la raréfaction de facteurs disponibles et du pouvoir de négociation accru dont ceux-ci bénéficient en conséquence, « the entrepreneurs bidding against one another under the stimulus of high profits will begin to offer higher rates of remuneration » (Keynes, 1930c, p. 272). Il se produit donc une nouvelle augmentation du revenu monétaire de la communauté, non plus uniquement sous l'effet d'un emploi accru de facteurs, mais également sous l'effet d'un taux plus élevé de rémunération de chacun des facteurs employés.

Tout comme lors de la phase primaire, cet accroissement du revenu est conditionné par le volume total de monnaie en circulation. Aussi longtemps que le secteur bancaire soutient – activement ou passivement – cet accroissement par une augmentation de la masse monétaire, le mouvement inflationniste peut continuer et générer de façon corollaire une amélioration de l'emploi et de l'activité économique. En revanche, si ce soutien cesse, « the surplus bank resources which gave a stimulus to entrepreneurs to extend their activities fade away » (Keynes, 1930c, p. 259). Cela peut être l'effet de deux facteurs pouvant se conjuguer l'un à l'autre. D'un côté, le volume accru de consommation incite les ménages à demander plus de monnaie au titre de leurs dépôts de revenu, provoquant une baisse de la part de la circulation industrielle disponible pour les dépôts d'affaires A des entrepreneurs. De l'autre, les autorités monétaires, faisant face à un mouvement inflationniste d'ampleur, finissent à plus ou moins court terme par durcir les conditions du crédit et donc par augmenter le taux d'intérêt de marché ; ceci incite les ménages à augmenter leurs dépôts d'épargne, entraînant un transfert de la circulation industrielle vers la circulation financière.

Keynes estime toutefois que si ces facteurs sont un élément favorable à l'éclosion d'une crise économique, le retournement du cycle peut advenir indépendamment de la réticence ou de l'incapacité du système bancaire à soutenir la hausse du revenu monétaire. Il peut survenir de la présence d'au moins une des trois conditions suivantes : (a) « a faltering of financial sentiment, due to some financiers, from pres-

### 7.3. L'ANALYSE D'UN CYCLE DU CRÉDIT TYPIQUE : CHRONIQUE, PERSISTANCE DES PERTURBATIONS ET RETOUR À L'ÉQUILIBRE

---

cience or from their experience of previous crises, seeing a little further ahead than the business world or the banking world » (Keynes, 1930c, p. 272); (b) le fait que « the attractions of new investment [...] wear themselves out with time or with the increased supply of certain kinds of capital goods » (Keynes, 1930c, p. 273); enfin (c) le fait que « there is likely to be a sympathetic reaction [...] owing to the inevitable collapse in the prices of consumption goods below their higher level » (Keynes, 1930c, p. 273).

Les conditions (a) et (b) sont les plus intéressantes dans le cadre de notre étude, car elles concernent directement l'effet de l'investissement sur les fluctuations des prix et de l'emploi. La condition (a) repose sur le mécanisme de distribution de la communauté d'investisseurs financiers entre deux groupes, les *bulls* et les *bears*, que nous avons présenté à la section 6.2. Anticipant une baisse future du prix des biens de capital, un nombre croissant d'agents opérant sur les marchés financiers prend des positions courtes sur les titres de propriété des firmes, positionnement facilité par les anticipations haussières de la majorité des autres intervenants qui ne seraient pas dotés de la même prescience ou expérience. La condition (b) stipule que l'augmentation graduelle de la quantité de biens de capital offerte sur les marchés tend, après plusieurs périodes de boom de l'investissement, à se réduire à mesure que s'épuisent les opportunités et les projets d'investissement jugés suffisamment rentables étant donné le taux d'intérêt effectivement constaté sur les marchés. Les conditions (a) et (b) peuvent aisément se combiner l'une à l'autre; il est même probable que la diffusion d'un sentiment financier pessimiste au sein de la communauté financière progresse en même temps que l'exploration de nouveaux projets rentables devient plus difficile ou plus coûteuse.

La condition (c) repose quant à elle sur le même mécanisme que la condition (b), mais l'applique aux biens de consommation plutôt qu'aux biens de capital. Le mouvement inflationniste est tel qu'il arrive un moment – « not much more than one production period after the secondary phase of the boom [...] has properly set in » (Keynes, 1930c, p. 273) – où la demande de biens de consommation cesse d'augmenter à cause de la hausse du prix de ces biens, et ce, en dépit d'une progression maintenue des revenus des facteurs. Dès lors, la concurrence entre producteurs pour s'accaparer la demande provoque une première baisse des prix à la consommation; ceci contribue au moins à la cessation des profits d'aubaine, voire à l'apparition de pertes exceptionnelles dans ce secteur, car les entrepreneurs ont rémunéré leurs

### 7.3. L'ANALYSE D'UN CYCLE DU CRÉDIT TYPIQUE : CHRONIQUE, PERSISTANCE DES PERTURBATIONS ET RETOUR À L'ÉQUILIBRE

---

facteurs de production en début de période sur la base de leurs anticipations d'un niveau de prix supérieur à celui effectivement constaté en fin de période.

Dans les trois cas, une baisse de prix advient au terme de la phase secondaire du mouvement inflationniste : si les conditions (a) et (b) sont respectées, la baisse de prix affecte d'abord les biens de capital ; s'il s'agit de la condition (c), elle affecte en premier lieu les biens de consommation. L'auteur note toutefois que « this downward price movement, whilst obliterating in whole or in part the windfall profits which had been ruling previously, should not, taken by itself, involve entrepreneurs in an actual loss » (Keynes, 1930c, p. 260). Il est possible que les entrepreneurs puissent récupérer exactement leurs avances en rémunération de facteurs sous la forme de recettes de vente ; dès lors, « the boom may just cease » (Keynes, 1930c, p. 260), le niveau de prix atteignant un nouveau niveau d'équilibre (supérieur à celui constaté initialement) sans qu'il y ait un retour de balancier pour reprendre la métaphore du pendule. Une telle situation échapperait au qualificatif de cycle, puisqu'elle correspondrait, en termes statiques, à un « saut » d'une position d'équilibre à une autre, ou en termes dynamiques à une simple accélération, sur une courte période, de la tendance longue d'évolution des prix. Le concept de cycle suppose pour sa part que le mouvement inflationniste génère *nécessairement* un mouvement déflationniste provoquant une baisse du niveau de prix en-dessous de sa tendance longue (supposée inchangée).

Keynes estime que c'est en règle générale ce qui se produit à la fin de la phase secondaire du mouvement inflationniste. Selon lui, il existe plusieurs raisons pour lesquelles une première baisse des prix ne signifie pas l'arrêt de l'inflation, mais le début d'un mouvement déflationniste. La principale d'entre elles tient au fait que, même si la condition (a) n'est pas effective au moment de la première baisse de prix, elle le devient à la suite de cette baisse :

The sight of falling prices, and perhaps of a declining volume of output also, may change financial sentiment [...]—'bear views' may develop, with the result of augmenting the demand for money in the financial circulation and so reducing the supply of money for the industrial circulation, thus causing the banks to force a reduction of investment [...]. (Keynes, 1930c, p. 260–261)

Il est vrai que, pour que la condition (a) provoque d'elle-même un mouvement de baisse des prix, il faut qu'il y ait un nombre suffisant d'investisseurs financiers pressentiés ou expérimentés au sein de la communauté pour contrebalancer l'opinion

### 7.3. L'ANALYSE D'UN CYCLE DU CRÉDIT TYPIQUE : CHRONIQUE, PERSISTANCE DES PERTURBATIONS ET RETOUR À L'ÉQUILIBRE

---

optimiste dominante ; à l'inverse, une fois la baisse des prix réalisée, il est probable que la majorité de la communauté financière, quelles que soient ses facultés de prescience ou son expérience, adopte une vision pessimiste quant à l'évolution future des cours et donc une position courte sur les titres. Dès lors, la baisse des cours incite les agents à se constituer des dépôts d'épargne plutôt qu'à placer leurs avoirs sous forme de titres, contribuant à un transfert de monnaie depuis la circulation industrielle vers la circulation financière, qui s'ajoute à celui parfois constaté en début de phase secondaire du mouvement inflationniste :

A point will come [...] when the effort to expand or to maintain the volume of the industrial circulation will drive the effective bank rate to a level which is, in all the circumstances, deterrent to new investment relatively to saving. (Keynes, 1930c, p. 261)

L'épargne tend ainsi à augmenter alors même que l'investissement – au moins en capital circulant, voire en capital fixe – tend à diminuer fortement. Les producteurs de biens de consommation cherchent à limiter leurs pertes en réduisant leur capacité de production, générant une baisse du capital circulant en biens de consommation ; par ailleurs, les producteurs de biens de capital constatent une réduction du financement disponible pour l'investissement, leur faisant craindre une baisse future de la demande pour leurs produits, ce qui les incite à diminuer à leur tour leur capital circulant. A terme, les craintes de pertes exceptionnelles (représentées, rappelons-le, par une différence  $I - S$  négative) affectent également l'investissement en capital fixe, puisque les perspectives quant à la demande future deviennent pessimistes.

Dès lors, pour des raisons identiques à celles qui ont transformé une hausse initiale de prix en un mouvement inflationniste, une première baisse de prix est susceptible de créer un mouvement déflationniste. En d'autres termes, la fin du boom marque l'éclosion d'une crise économique, qui laisse place à une phase de dépression caractérisée par une baisse simultanée des prix et de la production :

At this point the slump sets in. The reaction from the boom will not merely have brought back prices and profits to the normal, but an era of business losses and subnormal prices will have commenced. (Keynes, 1930c, p. 261)

Conformément à la métaphore du pendule, un mouvement des prix dans un sens crée naturellement un mouvement un sens inverse après un certain temps. L'auteur ne précise pas la durée exacte de la phase inflationniste des cycles, qui semble variable

### 7.3. L'ANALYSE D'UN CYCLE DU CRÉDIT TYPIQUE : CHRONIQUE, PERSISTANCE DES PERTURBATIONS ET RETOUR À L'ÉQUILIBRE

---

en fonction des caractéristiques propres à chacun d'eux ; de plus, s'il est indiqué que les phases primaire et secondaire de la partie inflationniste du cycle comportent plusieurs périodes de production, la durée de chacune de ces périodes n'est pas précisée non plus<sup>17</sup>. Mais au-delà de ce problème de temporalité<sup>18</sup>, la chronique du cycle du crédit dans le *Treatise* pose un problème plus fondamental lié à son incomplétude.

Autant la phase ascendante du cycle (c'est-à-dire le boom économique accompagné d'inflation) et le point de retournement haut (c'est-à-dire le krach ou la crise économique) sont expliqués en détail dans les Chapitres 18, 19 et 27 de l'ouvrage, autant la phase descendante du cycle (c'est-à-dire la dépression marquée par une déflation) est à peine évoquée, tandis que le point de retournement bas (la reprise économique) n'apparaît tout simplement pas. L'exercice de théorie pure du cycle, conduit au Chapitre 20, ne fournit pas plus d'éléments concernant la dépression. Il se fonde en effet sur l'étude d'un cas standard défini par huit hypothèses, qui sont telles que « the slump is purely a price slump and carries with it no reaction in the volume of employment » (Keynes, 1930c, p. 280). Si le passage au cas général permet l'abandon progressif de ces hypothèses, l'auteur ne précise pas pour autant quel est l'impact de cet abandon sur le comportement des prix et de la production lors d'une phase de dépression économique.

Il serait possible d'extrapoler une explication partielle de la dépression et du moment de la reprise à partir de certains éléments présents dans le Chapitre 18. Lorsque le cas d'un cycle débutant par une déflation (plutôt qu'une inflation) est envisagé, la situation « result[s] from some blow to the confidence of entrepreneurs in particular types of enterprise » (Keynes, 1930c, p. 257). Dans le cas où la déflation fait suite à une inflation dans le cadre d'un cycle du crédit, ceci peut se comprendre par l'effet de la baisse de prix sur les anticipations des entrepreneurs : ayant expérimenté au moment de la crise une erreur dans leurs anticipations, certains producteurs perdent

---

17. De façon similaire la durée effective du « jour », unité de temps principale de la *Théorie Générale*, a suscité de vifs débats au sein des commentateurs de l'ouvrage. Keynes explique que « *daily* stands [...] for the shortest interval after which the firm is free to revise its decision as to how much employment to offer. It is, so to speak, the minimum effective unit of economic time » (Keynes, 1936b, p. 47, note 1). [...]

18. La question de la temporalité est explicitement soulevée par l'auteur, qui l'élude de façon volontairement vague, en estimant que « the precise date at which the reaction [to a boom or to a slump] commences will be usually determined by some independent change in the environment due to non-monetary factors » (Keynes, 1930c, p. 258).

### 7.3. L'ANALYSE D'UN CYCLE DU CRÉDIT TYPIQUE : CHRONIQUE, PERSISTANCE DES PERTURBATIONS ET RETOUR À L'ÉQUILIBRE

---

confiance en celles-ci et, par prudence, préfèrent cesser toute production plutôt que de subir le risque de connaître de nouvelles pertes. La baisse de l'emploi des facteurs de production qui s'en suivrait validerait *a posteriori* cette crainte, puisque la réduction concomitante du revenu de la communauté provoque une baisse de la consommation, donc de la demande pour les biens de consommation, obligeant leurs producteurs à baisser les prix pour pouvoir espérer écouler leurs stocks. Progressivement, l'ajustement des niveaux de production à la demande réelle (ou effective) en marchandises limiterait l'accumulation des stocks et l'existence de pertes d'au-baine au niveau agrégé. La reprise économique interviendrait alors par « a return of 'business confidence' » (Keynes, 1930c, p. 271), bien que les modalités et conditions précises nécessaires à ce retour ne soient pas révélées.

La chronique du cycle présentée dans le *Treatise* serait donc une chronique partielle, délaissant la partie déflationniste et ignorant le moment de la reprise. Comme nous le montrerons dans le chapitre 8, ce sont ces lacunes qui sont l'objet des propositions pratiques (et non théoriques) faites au *Macmillan Committee on Finance and Industry* et à l'*Economic Advisory Council* entre 1929 et 1931. La théorie du cycle du crédit pose toutefois un second problème fondamental, auquel aucune réponse concrète ne sera donnée par Keynes.

La métaphore du pendule sur laquelle cette théorie se fonde stipule qu'il existe un mécanisme, similaire à la gravité terrestre pour le pendule, qui conduit les fluctuations de prix à s'amoinrir avec le temps au point que le niveau de prix finit – en l'absence de toute autre perturbation exogène que la vague d'innovations initiale – par retrouver son niveau d'équilibre initial. Il est en effet spécifié que ce qui différencie « monetary disturbances [...] from investment disturbances [...] [is] that the former represents a passage from one equilibrium price level to another, whereas the latter [...] is an oscillation about an approximately unchanged price level » (Keynes, 1930c, p. 248). Si le cycle du crédit est une oscillation autour d'un niveau de prix inchangé, cela signifie que ce niveau de prix d'équilibre exerce un point d'ancrage sur les prix effectifs, qui peuvent s'en éloigner de façon transitoire mais tendent toujours à y revenir. Lorsqu'une première oscillation complète du cycle (c'est-à-dire une phase d'inflation et une phase de déflation) a été réalisée, les prix ne reviennent pas immédiatement à leur niveau d'équilibre :

Most often of all, perhaps, an upward phase is brought about as a reaction from a previous downward phase and a downward phase as a reac-

### 7.3. L'ANALYSE D'UN CYCLE DU CRÉDIT TYPIQUE : CHRONIQUE, PERSISTANCE DES PERTURBATIONS ET RETOUR À L'ÉQUILIBRE

---

tion from a previous upward phase, boom succeeding slump and slump succeeding boom [...]. (Keynes, 1930c, p. 258)

Or, rien dans le *Treatise* ne permet d'affirmer que, lorsque la première oscillation en génère une seconde, suivie de plusieurs autres, chacune d'entre elles a une ampleur moindre que la précédente jusqu'à s'annuler complètement et rétablir l'équilibre. Le cycle a dans cette perspective quelque chose de mécanique et d'auto-entretenu, sans que les rouages n'en soient dévoilés de façon exhaustive.

Certes, l'objet principal de l'ouvrage n'est aucunement la question de la cyclicité ; et dans une moindre mesure celle des fluctuations en général n'en est qu'une thématique secondaire. Mais l'importance accordée aux facteurs d'investissement dans la détermination de l'équilibre macroéconomique, et du niveau de prix associé, aurait dû conduire l'auteur à s'interroger sur la façon dont le prix d'équilibre a une force d'attraction qui permet de stabiliser le système économique et d'empêcher que des phénomènes tels que l'hyperinflation ne se produisent régulièrement. Si une partie des lacunes dans la chronologie analytique du cycle est comblée dans les années 1930–1931 par les propositions faites au *Macmillan Committee* et à l'*Economic Advisory Council*, la théorie du cycle du *Treatise* n'en sera pas moins tenue en échec par l'éclatement de la crise de 1929 et par la longue et intense période de dépression qui l'a suivie. Le prochain chapitre de notre thèse propose précisément d'en examiner les raisons, ainsi que la réaction de Keynes à cet échec qui le conduira d'abord à envisager une réécriture de son ouvrage de 1930, puis à écrire une nouvelle monographie qui deviendra la *Théorie Générale*.

## Chapitre 8

# Du krach de 1929 aux premiers manuscrits de la *Théorie Générale* : l'apparition de la problématique du chômage

Le *Treatise on Money* est publié en 1930, quelques mois seulement après l'éclatement de la bulle spéculative sur les marchés financiers américains désormais connu sous le nom de « krach de 1929 », entraînant une crise économique mondiale suivie d'une phase de profonde dépression<sup>1</sup>. Cet évènement historique, considéré comme exceptionnel autant par l'ampleur de la récession et du chômage qu'il a engendré, que par sa diffusion mondiale rapide, offre à Keynes l'occasion de confronter immédiatement l'analyse des cycles et fluctuations développée dans son ouvrage aux faits. Dans le Chapitre 37 traitant des « Methods of National Management—III. The Control of the Rate of Investment », une Section entière est consacrée à ce que l'auteur nomme « the worldwide slump of 1930 » (Keynes, 1930d, p. 338). L'enjeu principal qui y est soulevé ne se limite pas à déterminer la cause exacte ayant pré-

---

1. Si dans les pays anglo-saxons, la dépression des années 1930 est désignée par les termes de *Great Depression*, les pays francophones s'y réfèrent plus communément par « crise de 1929 » (bien qu'à strictement parler, la crise ne corresponde qu'au point de retournement haut, c'est-à-dire au tout début de la phase de dépression, qui est dans ce cas précis assimilé au krach financier). Même si l'expression de « Grande Dépression » est parfois usitée, nous n'y recourons pas afin d'éviter la confusion avec la Grande Dépression de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle à laquelle cette expression est historiquement associée.

cipité le krach, mais concerne les conditions ayant conduit les différents pays du monde à connaître d'abord une croissance exceptionnellement forte de l'activité et de l'investissement (en comparaison de leur tendance séculaire), et ensuite une chute tout aussi inédite de l'investissement et de la production.

Le point critique mis en lumière à cette occasion est l'existence d'un taux d'intérêt beaucoup plus élevé que son niveau traditionnel ou habituel, puisqu'il est estimé que « the long-term rate of interest is nearly 50 per cent higher today [in 1930] than twenty years ago » (Keynes, 1930d, p. 338–339). L'explication qui en est donnée tient au mécanisme entre taux de marché et taux naturel que nous avons décrit au chapitre 7, et tendrait ainsi à rendre les événements de 1929–1930 conformes aux prédictions de la théorie du cycle du crédit. Le taux naturel aurait en effet été maintenu au-dessus de son niveau « normal » depuis plus d'une décennie, le krach de 1929 trouvant ses origines effectives dans la Première Guerre Mondiale et ses conséquences. Au début des années 1920, une forte augmentation du volume de l'investissement s'est produite dans les anciens pays belligérants afin de réadapter leur système économique et industriel aux besoins des temps de paix ainsi que pour remplacer le capital au sens très large (incluant aussi bien les outils de production que les usines ou les logements des ménages) qui avait été détruit durant la guerre. Cette première phase d'accroissement du taux naturel d'intérêt, dont l'auteur situe la fin aux alentours de 1924, aurait ensuite trouvé un nouveau relais de croissance. Ceci serait dû à une vague d'innovations technologiques apparue avant la guerre, mais qui n'aurait véritablement contribué à l'apparition de nouvelles industries qu'après-guerre : « public utilities based on the usage of electricity (and also natural gas), the motor industry and roads to serve motorists, the cinema and radio industries » (Keynes, 1930d, p. 339). Conformément à la théorie du cycle du crédit, cette seconde phase aurait correspondu à une nouvelle période de boom économique marquée par une hausse rapide du taux naturel et une hausse beaucoup plus progressive du taux de marché<sup>2</sup>.

---

2. L'idée que la crise de 1929 n'est que la conséquence des fluctuations économiques déjà existantes dans les années 1920 est également présente dans un entretien radiophonique entre Keynes et Josiah Stamp, transmis par la BBC le 26 février 1930 et retranscrit dans Keynes (1981). Discutant des causes du chômage de masse que connaît le Royaume-Uni à cette date, l'auteur avance que :

[...] the explanation is to be found partly in the much greater violence of the economic fluctuations which have been experienced in recent times. Even if one leaves out the years immediately after the War, when naturally conditions were quite abnormal, and thinks only of the years since, let us say, 1924, the fluctuations of a broad economic character have been enormously more violent than they were in the twenty-five years

Pourtant Keynes avance que très tôt, probablement dès 1925–1926, le taux naturel aurait dû décroître (sauf aux Etats-Unis) entraînant une chute du taux de marché et mettant fin au mouvement spéculatif mondial. Il attribue le maintien du taux de marché à un niveau élevé à deux facteurs, « the general return to the gold standard, and the settlement of reparation and war debts » (Keynes, 1930d, p. 340). En d'autres termes, la croissance de l'activité et l'inflation associée auraient été entretenues par le désir des pays de retrouver la situation d'avant-guerre, marquée par un faible niveau d'endettement et une stabilité des prix, alors que l'environnement politique et économique était profondément différent de celui de la Belle Époque. Il s'en serait suivi un recours généralisé à l'emprunt bancaire, avec d'un côté des gouvernements « who were borrowing [...] to meet their urgent liabilities, to satisfy their creditors, and to comply with their treaty obligations », et de l'autre des banques et des gouvernements « who were borrowing [...] to build up liquid reserves, partly gold and partly foreign balances, with which to protect their newly restored [to the gold standard] currencies » (Keynes, 1930d, p. 341). Cette situation aurait été à l'origine d'une bulle spéculative sur les marchés financiers, notamment à partir de 1928 lorsque sont apparus « the 'speculative' borrowers, who [...] were borrowing [...] in order to participate in the feverish 'bull' movement in 'equities' » (Keynes, 1930d, p. 341). La hausse du cours des actions était artificiellement entretenue par ce recours à l'emprunt des spéculateurs : l'augmentation graduelle du taux d'intérêt que les banques faisaient payer aux emprunteurs était moins forte que la hausse des cours, autorisant une plus-value quasi garantie compensant le coût de l'emprunt ; de plus en plus de spéculateurs demandaient donc à acheter des titres, faisant encore augmenter leurs cours, justifiant en retour le maintien de la stratégie d'emprunt bancaire.

Ces trois catégories d'emprunteurs « artificiels », ainsi que l'auteur les désigne, étaient capables de supporter le taux d'intérêt de plus en plus élevé que proposait le système bancaire. A l'inverse, « 'genuine' borrowers [...] were becoming squeezed out » (Keynes, 1930d, p. 342), c'est-à-dire que les entrepreneurs qui avaient un be-

---

before the War. (Keynes, 1981, p. 317)

La seconde explication du chômage donnée à cette occasion est, de façon très classique, l'existence d'un système d'indemnisation pour les chômeurs (*dole*) qui empêcherait le réajustement à la baisse des salaires, nécessaire à l'amélioration de la situation de l'emploi dans le pays (Keynes, 1981, p. 318–319). Le passage de la position tenue en 1930 à celle tenue au Chapitre 19 de la *Théorie Générale*, que nous détaillerons dans la troisième partie de la thèse, est probablement la rupture principale dans l'évolution intellectuelle de l'auteur.

soin effectif de financement pour leurs projets d'investissement productif n'étaient plus à même de payer les intérêts croissants exigés par les banques, d'autant plus que les opportunités d'investissement suffisamment rentables pour contrebalancer un tel coût d'emprunt se faisaient très rares. En conséquence, le taux naturel aurait entamé sa chute, mais sans que le taux de marché ne soit modifié. L'écart entre les deux signifie, d'après le mécanisme décrit dans le *Treatise*, que le déclin de l'investissement et la hausse du montant de l'épargne ont généré des pertes d'aubaine et conduit à un ralentissement voire une stagnation de la progression des prix. Or, « once this had proceeded far enough to generate 'slump' psychology in the minds of the entrepreneurs, it was of course reinforced, as usual, by other and perhaps quantitatively greater influences » (Keynes, 1930d, p. 342) ; le ralentissement économique devient crise, laissant place à une dépression auto-entretenu par ce facteur psychologique.

Ainsi expliqué, le krach de 1929 ne paraît guère diverger de la chronique analytique du cycle que nous avons présentée au chapitre 7, et validerait la théorie du cycle du crédit. Il est intéressant de noter que, comme nous le démontrerons au chapitre 11, l'auteur s'en tiendra dans la *Théorie Générale* à une chronologie sensiblement identique pour décrire la crise de 1929, en dépit du recul acquis par six années successives de dépression économique et malgré les nombreuses divergences conceptuelles et théoriques entre cet ouvrage et le *Treatise*. La théorie du cycle du crédit sera pourtant fortement aménagée dans le Chapitre 22 de la *Théorie Générale* pour corriger deux défauts majeurs qui l'empêchaient en 1930, non seulement de pleinement rendre compte de la crise, mais surtout d'y apporter un remède.

Le premier d'entre eux correspond aux lacunes dans son analyse que nous avons soulignées à la fin du chapitre 7 : il y a non seulement un manque de considération pour la phase descendante du cycle (le *Treatise* ne proposant pas une étude détaillée de ses enjeux et de son déroulement), mais aussi et surtout une absence totale d'explication du point de retournement bas, c'est-à-dire de la reprise. Cette dernière semble procéder de façon mécanique, tout comme un pendule (pour reprendre la métaphore employée précédemment) qui a déjà subi un mouvement vers la gauche puis vers la droite repart *naturellement* vers la gauche. Cette impression est renforcée par la conviction, exprimée au Chapitre 37 du Volume VI, que dès 1930 « a partial recovery [...] is to be expected merely through the elapse of time and without the application of purposeful remedies » (Keynes, 1930d, p. 344). Néanmoins, Keynes y avance l'idée – qui anticipe certains développements de la *Théorie Générale* – qu'il

existe non seulement une *opportunité*, mais sans doute aussi une *nécessité* de mettre en place des politiques monétaires adaptées pour lutter contre la crise.

En effet, si la thématique de la politique monétaire de gestion des cycles est moins présente dans le *Treatise* que dans le *Tract*, par exemple, elle n'en est pas absente pour autant. Il est vrai que le rôle actif des autorités bancaires et monétaires a été largement souligné lors de l'étude de la phase ascendante du cycle, puisqu'un boom de l'investissement n'est rendu possible que dans un contexte de relatif laxisme monétaire, permettant au taux de marché de progresser moins rapidement que le taux naturel. Inversement, ces autorités auraient un rôle essentiel à jouer dans la résorption d'une crise d'ampleur telle que celle de 1929. Opter pour une entière passivité ne ferait qu'aggraver la situation : « prices may continue below the cost of production for a sufficiently long time for entrepreneurs to feel that they have no recourse except an assault on the money income of the factors of production » (Keynes, 1930d, p. 345–346). De fait, « the remedy should come [...] from a general recognition that the rate of investment need not be beyond our control, if we are prepared to use our banking system to effect a proper adjustment of the market rate of interest » (Keynes, 1930d, p. 346). Le Chapitre 37 se conclut ainsi sur une note d'optimisme quant à la sortie de crise, qui exprime l'espoir de l'auteur de faire une erreur dans son diagnostic pessimiste quant à l'avenir<sup>3</sup>, mais qui prouve une incapacité à saisir la gravité de la situation, notamment en termes d'emploi et de chômage, et à proposer des solutions pratiques adaptées.

La question de l'emploi, ou plutôt son traitement très partiel, constitue précisément le second des défauts de la théorie du cycle du crédit. Certes, il est légitime qu'un traité sur la monnaie et les prix ne discute pas véritablement des enjeux propres au marché du travail, comme le prouve l'examen très succinct du type III de changements de prix que nous avons souligné dans la section 6.4. Mais le principal reproche qui peut être fait à l'analyse du cycle économique conduite dans le *Treatise* est l'hypothèse (plus ou moins explicite) que l'emploi des travailleurs n'a pas d'enjeu propre, c'est-à-dire que le travail est un facteur de production comme les autres. En conséquence, aucune considération n'est faite du chômage, simplement présenté comme une situation où il existe des facteurs de production disponibles au taux de rémunération courant et qu'une entreprise peut embaucher sans délai

---

3. Keynes avoue, sans modestie, être conscient d'avoir déjà joué « the part of Cassandra, first on the economic consequences of the peace and next on the return to gold » (Keynes, 1930d, p. 346).

en cas de boom de l'investissement. Il n'est par ailleurs pas précisé si une situation d'équilibre des prix correspond nécessairement à un plein-emploi des facteurs de production, la chronique du cycle du crédit semblant supposer qu'un équilibre macroéconomique peut être compatible avec un sous-emploi des facteurs<sup>4</sup> ; ni même si une telle situation de plein-emploi peut être atteinte (et sous quelles conditions).

La période entre 1930 et 1933, date à laquelle Keynes commence à rédiger les premiers manuscrits de ce qui deviendra la *Théorie Générale*, est l'occasion d'intenses réflexions sur ces deux problèmes fondamentaux à la fois par l'auteur lui-même, et par le cercle de jeunes économistes qui s'est formé autour de lui à Cambridge et qui adoptera le nom de « Cambridge Circus » (Keynes, 1973a, p. 337–339). Il est vrai que le *Treatise* reçoit à sa publication un accueil assez mitigé, et fait l'objet de critiques aussi bien de la part d'économistes de renom (dont Pigou, Robertson et Hayek) que des membres du Cambridge Circus. En conséquence, une partie importante de cette période est consacrée à la défense de l'ouvrage contre ces critiques, à travers notamment un abondant échange épistolaire avec ces deux groupes de commentateurs, et dont une partie est retranscrite dans le Chapitre 4 du Volume XIII (Keynes, 1973a, p. 201–336) et dans le Chapitre 2 du Volume XXIX (Keynes, 1979, p 8–34) des *Collected Writings*. Bien que le processus de défense du *Treatise* apporte des éclaircissements sur certaines de ses zones d'ombre, en particulier concernant les définitions de variables et les équations fondamentales, il ne contribue pas à une évolution de la pensée de l'auteur quant aux fluctuations économiques, et ne donne pas de véritable solution aux deux défauts majeurs de la théorie du cycle du crédit.

C'est pourquoi, dans ce chapitre, nous préférons nous concentrer sur une seconde série de textes démontrant la progression de la conception que se fait Keynes à l'égard de la phase descendante du cycle d'une part, et de la question du chômage d'autre part. La première section présente le témoignage de l'auteur devant le *Macmillan Committee on Finance and Industry* au début de 1930, où il reprend sa théorie du cycle du crédit fondée sur l'équilibre investissement-épargne pour rendre compte de la crise économique sévissant au Royaume-Uni et dans le monde, mais aussi pour y

---

4. Comme nous le montrerons à l'occasion de la section 8.1, le mémorandum remis par Keynes aux membres du *Committee of Economists* de l'*Economic Advisory Council*, en 1930, ne fait qu'accroître l'imprécision quant à la relation entre équilibre des prix et équilibre du marché du travail. En effet, le plein-emploi y est associé à une situation où l'investissement égale l'épargne, c'est-à-dire la situation d'équilibre du niveau général des prix, mais aussi à une situation où l'investissement excède l'épargne, c'est-à-dire une situation inflationniste au sens du *Treatise* (Keynes, 1930a, p. 178).

## 8.1. CRISE ET DÉPRESSION ÉCONOMIQUES : ANALYSE ET RECHERCHE DE SOLUTIONS PRATIQUES DANS LE CADRE DE LA COMMISSION MACMILLAN ET DE L'*ECONOMIC ADVISORY COUNCIL*

---

proposer des solutions pratiques ; de la même manière, les réunions du *Committee of Economists* de l'*Economic Advisory Council* à partir de septembre 1930 sont un moyen pour Keynes de développer l'idée que l'investissement est la variable-clé de la dynamique économique et de l'emploi. La seconde section se focalise sur trois conférences données en 1931 à l'Université de Chicago, consacrées aux origines du chômage et aux solutions qui peuvent y être apportées. Enfin, dans une troisième section, nous nous intéresserons aux tables des matières provisoires et aux premiers manuscrits de la *Théorie Générale* datant de 1932 et 1933, où de nouveaux concepts sont élaborés au moment où l'auteur réalise que le cadre analytique du *Treatise* ne permet pas d'expliquer de façon satisfaisante la dépression des années 1930. Nous démontrerons que la problématique des cycles et des fluctuations y est systématiquement présente, et a même été centrale à une période-clé du basculement entre le « premier Keynes » et le « Keynes de la *Théorie Générale* », bien qu'elle ne le soit plus dans la version finale de l'œuvre.

### **8.1 Crise et dépression économiques : analyse et recherche de solutions pratiques dans le cadre de la commission Macmillan et de l'*Economic Advisory Council***

Entre 1929 et 1931, Keynes participe activement à deux commissions d'experts réunis par le gouvernement britannique pour évaluer la situation économique du pays et y proposer des solutions pratiques. La première de ces commissions est le *Macmillan Committee on Finance and Industry*, dont les membres se réunissent pour la première fois en novembre 1929, quelques semaines seulement après le krach à Wall Street ; elle mènera des auditions d'experts tout au long de l'année 1930, et aboutira à la rédaction d'un rapport majoritaire au printemps 1931, faite sous la direction de Keynes lui-même. La seconde commission est un sous-comité formé au sein de l'*Economic Advisory Council* (un groupe de réflexion composé d'experts et de non-experts chargés de conseiller le Premier Ministre britannique sur les sujets économiques et sociaux), le *Committee of Economists*, annoncé durant l'été 1930 et qui se réunit à partir de septembre 1930. Ce sous-comité présidé par Keynes comprend

## 8.1. CRISE ET DÉPRESSION ÉCONOMIQUES : ANALYSE ET RECHERCHE DE SOLUTIONS PRATIQUES DANS LE CADRE DE LA COMMISSION MACMILLAN ET DE L'*ECONOMIC ADVISORY COUNCIL*

---

essentiellement des académiciens de premier plan, tels que Lionel Robbins et Pigou. Son objectif officiel est d'évaluer « the present economic condition of Great Britain, to examine the causes which are responsible for it and to indicate the conditions to recovery » (Keynes, 1930a, p. 177, note 1) ; son objectif effectif fixé par le président de la commission est double. D'une part il s'agit de répondre à la question « In what way would [...] British employment [...] prices [and] real wages be affected by (i) an increase of investment [...] in the world at large [and] in Britain (ii) a tariff (iii) a reduction of British money wages [...] all round [or] in the relatively highly paid industries ? » (Keynes, 1981, p. 405). D'autre part il s'agit d'estimer les niveaux des salaires réels et nominaux, ainsi que l'évolution de la productivité du travail depuis la Première Guerre Mondiale.

Ces deux commissions permettent à l'auteur de soumettre et défendre ses idées concernant les fluctuations économiques, la crise et ses remèdes. Ainsi son audition par le *Macmillan Committee* débute le 20 février 1930 et n'est censée durer que le temps d'une ou deux sessions ; au final, elle durera l'équivalent de cinq sessions et s'achèvera le 7 mars (Keynes, 1981, p. 38, 66, 94, 119, 148), pour un témoignage long de près de neuf heures au total (Keynes, 1981, p. 156). Les arguments qu'il y développe impressionnent si fortement la majorité des membres de la commission qu'ils domineront l'ensemble des débats ultérieurs, et serviront de base au rapport majoritaire remis au gouvernement. Ils reposent fondamentalement sur les mêmes principes que la théorie du cycle du crédit, à savoir le mécanisme liant taux naturel de l'intérêt et taux d'intérêt de marché et la relation investissement-épargne. Bien qu'il reformule légèrement certaines propositions du *Treatise*, en insistant notamment sur la question des salaires nominaux et réels, l'enseignement principal des Livres III et IV de l'ouvrage est présenté en des termes identiques : « when investment exceeds savings, the business world makes an amount of abnormal profit equal to the difference, and that abnormal profit finances the extra investment » (Keynes, 1981, p. 72–73), et inversement :

[...] when savings are in excess of investment, there are abnormal business losses, and the extra amount which the public has saved is used to finance the losses of the business man. In the most straightforward case the public deposit extra savings with their bank, and the bank lends those extra savings to the business man who has lost money ; so the savings either materialise in additional wealth or they may take the form of balancing

## 8.1. CRISE ET DÉPRESSION ÉCONOMIQUES : ANALYSE ET RECHERCHE DE SOLUTIONS PRATIQUES DANS LE CADRE DE LA COMMISSION MACMILLAN ET DE L'*ECONOMIC ADVISORY COUNCIL*

---

losses by the business world. (Keynes, 1981, p. 74)

Tout comme dans le *Treatise*, l'auteur déplace le débat de la question des salaires vers la question des prix et donc, dans le cadre analytique qu'il propose d'adopter, vers la question de l'investissement et de l'épargne.

Les déséquilibres macroéconomiques – internes et externes – que la Royaume-Uni connaît à cette date auraient pour origine un déséquilibre plus préoccupant entre investissement (pris au sens très large, y compris les mouvements de capitaux depuis et vers l'extérieur du pays) et épargne. Une fois encore, Keynes affirme que ce n'est pas sur cette dernière qu'il faut concentrer ses efforts. Assénant l'idée selon laquelle « the only thing that increases the actual wealth of the world is actual investment » (Keynes, 1981, p. 77), il prend le contre-pied des propositions de politiques économiques faites par les tenants de l'orthodoxie monétaire :

When people call for more savings what they ought to do is to call for more investment. What men get rich by is not by their money savings, but by having more railways, roads and similar investments. There is no other way of getting rich. When these investment processes are not going on *pari passu* with savings, then somebody has to lose; and in our economic system the loser is the business man; and as he is the driving force of the machine, as soon as you put him in that position unemployment must result. (Keynes, 1981, p. 78–79)

En d'autres termes, s'il existe du chômage dans l'économie, c'est parce que les entreprises connaissent des pertes exceptionnelles qui ne résultent pas tant des coûts (de facteurs) trop élevés que d'une insuffisance des recettes de vente, liée à la faiblesse de l'investissement en capital fixe pour les producteurs de biens de capital et liée à la (relative) importance de l'épargne pour les producteurs de biens de consommation. L'analyse de la crise n'est à cet égard guère différente de celle présente dans le *Treatise*, à l'exception du fait que le chômage est cette fois-ci désigné comme l'enjeu principal en période de dépression.

La principale nouveauté apportée par le témoignage devant le *Macmillan Committee* concerne bien plutôt les recommandations d'actions à mener au niveau étatique pour lutter contre le chômage. La dépression économique est due à un déséquilibre entre investissement et épargne, qui conduit les recettes de vente des entrepreneurs à être inférieures aux coûts des facteurs (représentés essentiellement par le niveau des salaires), donc à des pertes et à des licenciements massifs de main-

## 8.1. CRISE ET DÉPRESSION ÉCONOMIQUES : ANALYSE ET RECHERCHE DE SOLUTIONS PRATIQUES DANS LE CADRE DE LA COMMISSION MACMILLAN ET DE L'*ECONOMIC ADVISORY COUNCIL*

---

d'œuvre. En dépit de sa critique des théories de la sur-épargne faite dans le *Treatise*, le point de vue défendu par Keynes en est très proche, comme le démontrent les cinq premiers types de mesures (sur un total de huit) qu'il suggère de prendre pour lutter contre la crise. Tous les cinq visent à contrebalancer un excès de l'épargne sur l'investissement national en stimulant l'investissement étranger dans le pays. De fait :

If you are out of equilibrium in the sense in which we are now, there are only three things to get you back to equilibrium, either you must reduce the level of efficiency wages so that foreign investment can increase, or you must diminish saving, or you must increase home investments. (Keynes, 1930b, p. 82)

Ce constat ouvre trois champs possibles de politique économique. Le premier, correspondant à la solution classique au chômage, consiste à diminuer les coûts sous la forme d'une baisse du taux de rémunération efficace des travailleurs ; au premier abord le but semble moins de limiter les pertes des entreprises nationales que d'attirer l'investissement des firmes étrangères, en jouant sur la concurrence salariale avec les autres pays. Cette solution ne paraît pas envisageable à court terme, d'autant plus qu'une réduction généralisée des salaires ne peut pas être décidée par les autorités nationales, mais uniquement par les branches des différentes industries, ce qui risque de générer des inégalités et des tensions entre les secteurs à haut salaire et ceux à bas salaire. Un recours alternatif serait de baisser dans un premier temps les prix dans l'*espoir* que cela forcera une baisse des coûts, même si Keynes soumet cette possibilité à la condition que ce soit fait « in the spirit of a great patriotic movement, and [if] everyone agreed to get prices down to a new equilibrium » (Keynes, 1930b, p. 105). Or, une telle condition risque de ne pas être possible, car les agents, pris individuellement autant que collectivement, ont tout intérêt à ne pas respecter ces accords (surtout que l'Etat et la banque centrale ne peuvent pas *fixer* de façon autoritaire les prix ou les salaires).

C'est pourquoi les deux autres moyens de lutte contre le chômage apparaissent plus facilement applicables, puisqu'ils peuvent être menés de front en recourant à un seul et même instrument : le taux d'intérêt. Une baisse du taux d'intérêt de marché permettrait de simultanément faire baisser le montant de l'épargne (bien que, du fait de sa relative stabilité, cet objectif soit secondaire) et surtout d'augmenter l'attractivité de l'investissement dans le pays. L'inconvénient d'une telle politique

## 8.1. CRISE ET DÉPRESSION ÉCONOMIQUES : ANALYSE ET RECHERCHE DE SOLUTIONS PRATIQUES DANS LE CADRE DE LA COMMISSION MACMILLAN ET DE L'*ECONOMIC ADVISORY COUNCIL*

---

est que la baisse du taux d'intérêt incite par ailleurs les investisseurs étrangers à retirer leurs capitaux pour les placer dans un pays pratiquant un taux d'intérêt plus élevé ; il faudrait donc que le double mouvement de baisse de l'épargne et de hausse de l'investissement national dans l'économie nationale fasse plus que compenser la baisse de l'investissement étranger.

Face aux limites propres à ces trois méthodes, Keynes avance un quatrième remède possible, toujours en vue de stimuler l'investissement étranger :

My fourth remedy consists of an increase of productive efficiency. This is the remedy which it is now orthodox and conventional to contemplate, to this exclusion of all others. It is commonly called 'rationalisation'. [...] Obviously we ought to seek this remedy as much as possible just as much when there is no unemployment as when there is. » (Keynes, 1930b, p. 109)

Un accroissement de l'efficacité productive, à niveau de revenus monétaires constant, permettrait de diminuer le taux de rémunération efficace des facteurs sans affecter le revenu monétaire (et *a fortiori* réel étant donnée la déflation propre à la dépression), stabilisant voire augmentant le volume de la consommation. La baisse du coût par tête des facteurs et la restauration de la demande pour les biens de consommation seraient une incitation pour les entrepreneurs à cesser les licenciements et même à employer des travailleurs. Ce quatrième remède pose toutefois deux problèmes. Le premier d'entre eux est que bien que la solution soit « a very real one in the long run », Keynes est convaincu que « it [is] a slow remedy » (Keynes, 1930b, p. 109) ; elle ne saurait donc être la priorité d'un gouvernement confronté à l'urgence d'une situation de chômage non seulement important, mais surtout croissant. Le deuxième problème s'explique par le cadre analytique utilisé par l'auteur dans son témoignage, directement emprunté du *Treatise*. D'après les équations (5.7) et (5.11), si les prix sont déjà en déséquilibre suite à un déséquilibre entre investissement et épargne, il est possible de rétablir l'équilibre en faisant fluctuer le taux de rémunération efficace  $W_1$  en sens inverse et dans la même ampleur que les inégalités  $I' - S$  et  $I - S$  ; une baisse de  $W_1$  serait donc conseillée dans le cas où l'investissement est supérieur à l'épargne, c'est-à-dire en phase d'expansion économique. Or, en phase de dépression, la supériorité de l'épargne sur l'investissement appellerait plutôt une *hausse* du taux de rémunération efficace – à condition que l'objectif soit de rétablir l'équilibre. C'est pourquoi Keynes explique que « the doubt in my mind is whether it is practicable

## 8.1. CRISE ET DÉPRESSION ÉCONOMIQUES : ANALYSE ET RECHERCHE DE SOLUTIONS PRATIQUES DANS LE CADRE DE LA COMMISSION MACMILLAN ET DE L'*ECONOMIC ADVISORY COUNCIL*

---

to increase efficiency sufficiently *to bring about equilibrium* » (Keynes, 1930b, p. 109, souligné par nous).

Enfin, un cinquième remède est évoqué, et est probablement le plus original venant de la part d'un libéral auto-affirmé. Il s'agit de la mise en place de mesures protectionnistes, principalement dans les secteurs industriels les plus exposés à la concurrence internationale ou au repli du commerce mondial qu'a connu le monde à partir de la fin 1929. Si les quatre premières solutions proposées ont pour effet secondaire de promouvoir les exportations du pays et ainsi d'améliorer la balance commerciale du pays<sup>5</sup>, la cinquième permet également une amélioration des équilibres externes mais à travers une réduction des importations, ayant pour effet secondaire de stimuler la production des entreprises nationales et donc l'emploi. Etant donné que nous avons volontairement laissé de côté l'analyse des facteurs internationaux du *Treatise*, nous ne développerons guère plus à ce propos ; tout juste pouvons-nous remarquer qu'une fois encore, l'investissement est au cœur des enjeux, puisque l'argument principal en faveur du protectionnisme est le suivant : « If it is essential for equilibrium that we should invest abroad on a larger scale than at present, the protectionist way of doing it may be the method of least resistance [...]. » (Keynes, 1930b, p. 117)

Comme nous l'avons annoncé, « all five remedies that we have so far discussed have been seeking to restore equilibrium by increasing foreign investment so as to absorb the excess of home saving over home investment » (Keynes, 1930b, p. 125). A l'inverse, « the sixth remedy [...] attempts to restore equilibrium [...] by increasing home investment » (Keynes, 1930b, p. 125–126). Alors qu'il s'agit de l'une des dernières solutions avancées (l'audition de Keynes ayant déjà occupé plus de cinq sessions de la commission au moment où il l'aborde), elle est paradoxalement celle qui donne lieu aux plus longs monologues de l'auteur et celle qui suscitera le plus de débats entre les membres du *Macmillan Committee*. Il s'agit d'une première esquisse de ce qui est désormais communément appelé une politique keynésienne de relance

---

5. Il est ainsi noté que :

The four remedies we have discussed so far resemble one another in that they are all ways of being able to produce at lower costs in terms of gold, so they are all ways of restoring equilibrium by enabling us to produce more and find an outlet in foreign investment for a portion of our savings which is going to waste. They are all variations of the same tune, though they are often regarded as quite different. (Keynes, 1930b, p. 113)

## 8.1. CRISE ET DÉPRESSION ÉCONOMIQUES : ANALYSE ET RECHERCHE DE SOLUTIONS PRATIQUES DANS LE CADRE DE LA COMMISSION MACMILLAN ET DE L'*ECONOMIC ADVISORY COUNCIL*

---

économique, puisqu'elle repose en partie sur l'intervention du gouvernement.

La sixième catégorie de remèdes à la crise ne nécessite cependant pas une intervention *directe* de l'Etat. Les trois types de mesures qui en font partie, indépendantes mais potentiellement cumulables, relèvent plutôt d'une réglementation des échanges internationaux de capitaux. La première mesure tient, de l'aveu même de Keynes, plus de l'utopie que d'une réalité, puisqu'elle supposerait que le système bancaire soit capable de proposer un taux d'intérêt supérieur sur les emprunts servant à financer des projets d'investissement ou de placement à l'étranger, en comparaison des emprunts servant à financer des projets d'investissement dans l'économie nationale (Keynes, 1930b, p. 138–140). La seconde mesure est une politique de taxation visant à favoriser les investissements dans l'économie nationale par rapport aux investissements et placements à l'étranger, à travers « a special tax on foreign bonds » (Keynes, 1930b, p. 140). La troisième et dernière mesure ne nécessitant pas l'intervention directe du gouvernement consisterait à mettre en place un crédit mobilier tel qu'il en existait un en France à la même date, afin de faciliter le financement par les entrepreneurs de nouvelles machines. (Keynes, 1930b, p. 143).

Pourtant, l'intervention directe de l'Etat – à des degrés divers – s'avèrerait plus efficace. Au centre d'une telle politique de relance figurerait « [a] direct capital expenditure by the Central Government on capital expansion » (Keynes, 1930b, p. 144), c'est-à-dire un programme de grands travaux ou au moins d'investissement public dans les infrastructures, « for example the telephone or the roads » (Keynes, 1930b, p. 144). Il est à noter que l'idée de recourir massivement à une relance budgétaire est également présente dans le pamphlet « Can Lloyd George Do It ? » (1929) qui défend le programme économique du Parti Libéral pour les élections générales de 1929. Ce programme repose sur un programme d'aménagement urbain et du territoire national, notamment par l'extension du réseau de routes et de chemins de fer (Keynes, 1929a, p. 95–97), par des subventions à la construction de logements (Keynes, 1929a, p. 97–98), par le développement des réseaux électroniques et téléphoniques, ou encore par une campagne de drainage des sols (Keynes, 1929a, p. 99). L'auteur suggère même que la liste ainsi dressée est loin d'être exhaustive, et qu'une attitude volontariste du gouvernement central a de grandes chances d'inciter les autorités plus locales à mener leurs propres politiques de travaux politiques, puisque « as soon as we have a new atmosphere of doing things, instead of one of smothering negation, everybody's brains will get busy, and there will be masses of claimants

## 8.1. CRISE ET DÉPRESSION ÉCONOMIQUES : ANALYSE ET RECHERCHE DE SOLUTIONS PRATIQUES DANS LE CADRE DE LA COMMISSION MACMILLAN ET DE L'*ECONOMIC ADVISORY COUNCIL*

---

for attention, the character of which it would be impossible to specify beforehand » (Keynes, 1929a, p. 99).

L'objectif visé à travers une telle relance budgétaire est d'absorber l'excès d'épargne à travers un grand emprunt national servant à financer l'investissement public, mais aussi et surtout d'inciter les entrepreneurs à réaliser leurs propres projets d'investissement *via* l'effet démonstratif de ce programme de grands travaux d'abord, et à travers la restauration des profits ensuite (Keynes, 1930b, p. 146–147). En effet « the cure for unemployment, whatever it is, absolutely requires that the process of deflating profits should be reversed, because no remedy can be lasting which does not restore business profits to a normal level » (Keynes, 1930b, p. 131). Cela suppose de briser « the vicious circle » de la déflation et des pertes d'aubaine (Keynes, 1930b, p. 147), y compris au risque de connaître une légère hausse des prix qui stimulerait les entreprises à initier de nouveaux processus de production, donc à employer de la main d'œuvre. Par la suite, celles-ci seront incitées à remplacer leurs machines obsolètes, puis à étendre leur capital fixe et circulant. Ainsi, l'investissement public n'a pas pour vocation à être permanent, mais doit se substituer provisoirement à l'investissement privé (des firmes) qui progressivement prend le relais à mesure que la reprise économique se confirme. Même si la politique interventionniste de l'Etat ne fait pas pleinement effet, ce dont l'auteur doute (Keynes, 1929a, p. 102-106), l'essentiel est de restaurer la confiance en l'avenir des entrepreneurs, condition *sine qua non* à la reprise d'une activité économique (notamment de l'investissement privé) normale. L'effet positif serait alors cumulatif, car « when [...] the wheels of trade begin to move briskly [...], a mood favourable to enterprise and capital extensions spreads through the business community, and the expansion of trade gains accordingly a gathering momentum » (Keynes, 1929a, p. 106–107), permettant la sortie de l'économie de la phase de dépression pour s'engager dans une nouvelle phase de croissance.

Face aux critiques qu'il anticipe des tenants de l'orthodoxie monétaire – et qui seront effectivement faites (Keynes, 1930a, p. 189) – quant au risque d'inflation qu'une politique budgétaire expansionniste fait courir, Keynes défend l'idée que « you can only begin to use the word 'inflation' in an opprobrious sense when you have got back to equilibrium and are thinking of financing an artificial boom by giving business men abnormal profits at the expense of the consumers, and financing your boom out

## 8.1. CRISE ET DÉPRESSION ÉCONOMIQUES : ANALYSE ET RECHERCHE DE SOLUTIONS PRATIQUES DANS LE CADRE DE LA COMMISSION MACMILLAN ET DE L'*ECONOMIC ADVISORY COUNCIL*

---

of those abnormal profits » (Keynes, 1930b, p. 131)<sup>6</sup>. Il exprime là sa conviction – déjà présente dans les écrits de jeunesse – que si on suppose que l'entrepreneur est au centre de la vie économique et que l'emploi dépend principalement de la bonne santé des firmes, une inflation modérée tend à être un avantage pour le système capitaliste alors que la déflation est toujours vécue comme une menace par le monde des affaires.

La septième et dernière catégorie de solutions à la crise échappe du cadre propre à notre thèse, puisqu'elle repose sur la coopération internationale entre les banques centrales des principaux pays industriels (en priorité entre les banques centrales du Royaume-Uni, des Etats-Unis d'Amérique et de France, et dans un second temps celles d'Allemagne, des Pays-Bas, de la Suède, de la Suisse, de l'Espagne, de l'Italie, de l'Argentine et du Japon (Keynes, 1930b, p. 151)). Plus précisément, il s'agirait de l'adoption « of a concerted policy [...] not only to prevent further fall in international prices, but [...] also to raise prices to a parity with the international level of money incomes and with the international level of money costs of production [...] » (Keynes, 1930b, p. 151). Trois volets seraient à l'ordre d'une telle politique : une baisse générale des taux d'intérêt dans le monde, une baisse générale des taux de réserves obligatoires et le développement d'un nouveau système monétaire international placé sous l'autorité de la Banque des Règlements Internationaux. Si ce septième remède s'apparente plutôt à un vœu qu'à une proposition concrète, nous pouvons néanmoins remarquer qu'il pose les bases des réflexions futures de l'auteur concernant la réorganisation du système monétaire international et surtout l'abandon de l'étalon-or (« the 'barbarous relic' » comme le nomme Keynes dans une lettre privée à Reginald McKenna, membre du Parti Libéral qui présidait le *Macmillan Committee* (Keynes, 1930b, p. 161)), réflexions qui animeront l'essentiel de ses travaux à la fin de sa vie.

L'audition de Keynes par la commission se conclut le 7 mars 1930 sur cet appel à un renforcement de la coopération monétaire et financière des grandes puissances

---

6. Dans son mémorandum à l'attention des membres du *Committee of Economists* de l'*Economic Advisory Council*, l'auteur développe un second type d'argumentaire face à ces critiques. Il reconnaît tout d'abord que le mécanisme de multiplicateur justifiant le recours à une politique d'investissement public génère « some increase (not necessarily large) in the price of home-produced goods » (Keynes, 1930a, p.187). Mais il explique ensuite qu'en ce sens toute politique visant à augmenter la quantité d'emploi est inflationniste, allant jusqu'à retourner les critiques des tenants de l'orthodoxie monétaire contre leurs propres propositions de réduction des salaires nominaux : « even employment due to a decrease in money wages is inflationary in the sense that its secondary effects cause the prices of home-produced goods to rise relatively to the new level of money wages » (Keynes, 1930a, p. 189).

## 8.1. CRISE ET DÉPRESSION ÉCONOMIQUES : ANALYSE ET RECHERCHE DE SOLUTIONS PRATIQUES DANS LE CADRE DE LA COMMISSION MACMILLAN ET DE L'*ECONOMIC ADVISORY COUNCIL*

---

économiques. Aux mois de novembre et décembre 1930, l'auteur est amené à diriger plusieurs sessions du *Macmillan Committee* (à nouveau réuni pour la rédaction du rapport final à remettre au gouvernement britannique) durant lesquelles il déplace les débats vers la question des échanges financiers internationaux et vers le problème de la balance extérieure, sans toutefois revenir sur les sept remèdes à la crise. En revanche, à l'occasion d'une annexe au rapport majoritaire de la commission, qui étudie les diverses alternatives offertes en matière de lutte contre le chômage, les trois principales recommandations de la commission suivent la ligne tracée par le témoignage de Keynes : « a reduction of salaries and wages ; [...] control of imports and aids to the export industries ; [...] domestic enterprise assisted by state action, or subsidies to private investment at home » (Keynes, 1930b, p. 286).

La plupart de ces propositions de politique contra-cyclique sont à nouveau défendues par Keynes au sein du *Committee of Economists* de l'*Economic Advisory Council*, institué à la même période de l'année 1930 où le *Macmillan Committee* discute de son rapport final. L'essentiel des idées du *Treatise* comme du témoignage devant le *Macmillan Committee* est présent dans le mémorandum que Keynes remet aux membres du *Committee of Economists* et reproduit au Chapitre 3 du Volume XIII des *Collected Writings* (Keynes, 1973a).

La principale innovation de ce mémorandum est que, pour la première fois, l'auteur met la question de l'emploi, du chômage et des salaires au cœur de sa réflexion, même s'il raisonne toujours dans le cadre analytique du *Treatise*. Il y définit les salaires réels d'équilibre « as those which are paid when all the factors of production are employed and entrepreneurs are securing normal returns » (Keynes, 1930a, p. 178) ; en d'autres termes, l'équilibre macroéconomique n'est plus déterminé en fonction de la stabilité des prix, mais en fonction du plein-emploi des facteurs de production, ou encore de l'absence de chômage. Les mécanismes implicites demeurent les mêmes que pour la détermination des prix d'équilibre : puisque par définition le plein-emploi suppose que les entreprises aient un retour « normal » sur leur activité productive<sup>7</sup>, il ne peut être atteint que dans l'éventualité où les profits d'aubaine sont nuls ou positifs ; or, ils ne le sont que lorsque l'investissement est au moins égal à l'épargne. Le mémorandum intervertit ainsi simplement les variables prix et em-

---

7. Bien que cela ne soit pas précisé dans le mémorandum, le terme « normal » est très probablement une référence implicite à la rémunération *normale* des entrepreneurs telle que définie dans le Chapitre 9 du *Treatise*.

## 8.1. CRISE ET DÉPRESSION ÉCONOMIQUES : ANALYSE ET RECHERCHE DE SOLUTIONS PRATIQUES DANS LE CADRE DE LA COMMISSION MACMILLAN ET DE L'*ECONOMIC ADVISORY COUNCIL*

---

ploi en conservant une même explication pour les deux, sans préciser véritablement si l'équilibre des prix correspond *nécessairement* à un équilibre sur le marché du travail, ou si l'équilibre du marché du travail est compatible avec l'existence de prix parfaitement stables. A l'inverse, il apparaît que déflation est nécessairement synonyme de chômage, puisque dans les deux cas la cause principale en est l'existence de pertes exceptionnelles affectant le bon déroulement du monde des affaires.

Puisque l'objectif premier du *Committee of Economists* (fixé par un questionnaire en deux parties écrit par Keynes) est d'examiner la relation entre salaires nominaux et réels d'une part, et niveau d'emploi d'autre part, les Sections I et III du mémorandum sont consacrées aux mesures et politiques publiques visant à baisser le salaire réel afin de limiter la montée du chômage, voire d'en inverser la tendance. Les passages les plus intéressants dans le cadre de notre thèse correspondent cependant à la Section II, dans laquelle Keynes s'éloigne du cadre du questionnaire qu'il a pourtant lui-même rédigé pour discuter de perspectives alternatives sur la question du chômage<sup>8</sup>, non plus en termes d'équilibre ou de déséquilibre du marché du travail, mais au sein d'un mécanisme de multiplicateur de l'investissement public annonçant l'article fondateur de Kahn (1931), dont une version préliminaire circulera entre les membres du *Committee of Economists* à la suite des discussions sur le mémorandum (Keynes, 1930a, p.177), ainsi que le Chapitre 10 du *Treatise*.

L'analyse repose sur la distinction entre l'emploi primaire (*primary employment*), à savoir l'accroissement de l'emploi généré directement par une politique économique, et l'emploi secondaire (*secondary employment*), c'est-à-dire l'accroissement de l'emploi généré indirectement par la même politique à travers l'accroissement de la consommation des travailleurs nouvellement embauchés. Conformément au fonctionnement de l'économie décrit dans le *Treatise*, « it is impossible to bring about primary employment except by increasing investment » (Keynes, 1930b, p. 187) : ce n'est que lorsque les entrepreneurs connaissent un profit positif qu'il sont incités à embaucher plus de travailleurs ; et puisqu'un profit positif ne peut survenir que lorsque l'investissement est supérieur à l'épargne, une politique de lutte contre le chômage doit d'abord viser à augmenter l'investissement dans l'économie nationale<sup>9</sup>, au moyen de « government schemes of home investment » (Keynes, 1930a,

---

8. La Section II est intitulée, de façon particulièrement éloquente, « My own way » (Keynes, 1930a, p. 187).

9. Keynes évoque la possibilité de prendre des mesures visant au contraire à diminuer l'épargne à niveau d'investissement constant. Le problème de telles mesures est que l'accroissement de la

## 8.1. CRISE ET DÉPRESSION ÉCONOMIQUES : ANALYSE ET RECHERCHE DE SOLUTIONS PRATIQUES DANS LE CADRE DE LA COMMISSION MACMILLAN ET DE L'*ECONOMIC ADVISORY COUNCIL*

---

p. 189). A la suite de ce premier accroissement de l'emploi, un second se produit généralement du fait de l'augmentation de la consommation agrégée des travailleurs, qui stimule la demande de biens et incite les firmes à embaucher une quantité supplémentaire de facteurs de production. Se fondant sur les résultats préliminaires de Kahn (1931), il est estimé que « a given amount of primary employment gives rise to an approximately equal amount of secondary employment » (Keynes, 1930a, p. 188), ce qui justifie doublement le recours à une politique d'investissement public.

La proposition de Keynes et le principe du multiplicateur de l'investissement public sont repris dans le rapport final du *Committee of Economists*, dont ils occupent l'intégralité de la huitième Section consacrée aux remèdes « which aim at increasing employment by increasing the amount of new capital investment which is being produced out of the current output of British labour » (Keynes, 1930b, p. 437). Les membres de la commission recommandent ainsi la mise en place de mesures actives de la part du gouvernement pour soutenir l'investissement privé dans le pays, expliquant que ces mesures permettraient une double augmentation de l'emploi, à travers l'emploi primaire et surtout à travers l'emploi secondaire. La seule condition nécessaire à l'émergence de l'emploi secondaire est de ne pas financer la hausse de l'investissement total (y compris public) par un accroissement de l'épargne, ou une baisse de la consommation, au moyen par exemple d'une nouvelle taxe. Il est en effet avancé l'idée que l'accroissement de l'investissement sera naturellement financé *a posteriori* par la réduction des dépenses publiques servant à indemniser les chômeurs (*the dole*) et par la redistribution de l'épargne précédemment mobilisée pour compenser les pertes des entrepreneurs (Keynes, 1930b, p. 439–440).

Les effets de la politique d'investissement ne seraient toutefois les mêmes selon les circonstances. Si elle est initiée dans un contexte déflationniste, elle permet de mettre fin au mouvement baissier des prix en restaurant non seulement les profits mais aussi la confiance des entrepreneurs; en ce sens il s'agit d'une mesure anti-déflationniste

---

consommation qui en serait la corollaire risquerait d'aggraver le déséquilibre de la balance commerciale en augmentant le volume des importations, et se ferait potentiellement au détriment des entreprises nationales si les biens importés sont comparativement moins chers que les biens produits dans le pays. En revanche, si la quasi-intégralité de la consommation supplémentaire se porte sur les biens produits localement, alors « increased consumption of home-produced goods at the expense of savings creates just as much primary employment, and consequently just as much total employment, as an equal amount of investment » (Keynes, 1930a, p. 189). Ce type de politiques peut donc être considéré comme une solution de second ordre, mais le risque corollaire concernant l'équilibre externe fait des politiques d'aide à l'investissement une solution de premier ordre.

## 8.1. CRISE ET DÉPRESSION ÉCONOMIQUES : ANALYSE ET RECHERCHE DE SOLUTIONS PRATIQUES DANS LE CADRE DE LA COMMISSION MACMILLAN ET DE L'*ECONOMIC ADVISORY COUNCIL*

---

plutôt qu'inflationniste, qui permet de réduire le chômage (ou du moins d'en limiter la hausse) tout en rétablissant progressivement une stabilité des prix. En revanche, « when the amount of investment has been sufficiently increased to restore business receipts to a normal level, then a further increase of investment takes on a new character » (Keynes, 1930b, p. 441) ; la hausse des prix génère dans ce cas des profits d'aubaine, créant une situation inflationniste. L'efficacité de la mesure en termes d'emplois créés n'en est pas affectée, puisque tant qu'il existe du chômage dans l'économie, elle permettra de le baisser. La différence avec la situation déflationniste tient simplement à l'apparition d'un choix social, d'un arbitrage entre chômage et inflation, qui anticipe explicitement les débats autour de la version keynésienne de la courbe de Phillips dans les années 1960.

L'ensemble des éléments présents dans le témoignage devant le *Macmillan Committee*, dans le mémorandum et dans le rapport final du *Committee of Economists* prouve que la sortie de la phase de dépression économique n'est pas aussi automatique (ou mécanique, pour reprendre la métaphore du pendule) que le laisse supposer la théorie du cycle du crédit dans le *Treatise*. L'analyse des causes et des enjeux de la dépression est développée de façon plus systématique dans ces textes – qui n'ont pourtant aucune vocation de théorisation économique – que dans l'ouvrage de 1930, et comble partiellement la première lacune que nous y avons identifiée. Concernant la seconde lacune, à savoir le traitement de la question du chômage, une première piste est donnée par la définition de salaires réels d'équilibre ; celle-ci démontre que la possibilité d'une coexistence entre équilibre macroéconomique et chômage (ce qui, selon nous, constitue le cœur de l'analyse de la *Théorie Générale*) n'est pas encore envisagée dans ces écrits ou témoignages, car le chômage est encore associé à une situation exceptionnelle de déséquilibre global.

Un premier pas dans cette direction est néanmoins fait lors de l'audition du *Macmillan Committee* datée du 6 mars 1930, lorsque Keynes clarifie son désaccord avec les tenants de l'orthodoxie monétaire et financière (ce qu'il appelle « the Treasury view ») :

The contrary view, like too many things we have been discussing, results from following too obediently the teaching of the doctrine of the economics of equilibrium. The assumptions from which the Treasury view follows also prove that there is and can be no unemployment. The Treasury view only demonstrates that home investment is not a cure for unemploy-

## 8.2. CYCLE ÉCONOMIQUE ET CHÔMAGE : LES CONFÉRENCES DE 1931 À LA *HARRIS FOUNDATION* DE CHICAGO

---

ment, by first of all assuming—in effect—that there is no unemployment to cure. [...] [P]ractically all economic treatises do assume in most of their chapters that unemployment, except of a merely transitory character of which one need take no serious account, is an impossibility. [...] It is always assumed that unemployment is a transitory phenomenon to which it would be very unwise to attach too much importance, that it would lead you into unsound ways if you admitted the possibility of continuing unemployment. (Keynes, 1930b, p. 130)

Par opposition, une approche plus sensée de la question du chômage supposerait de considérer celui-ci comme un phénomène non transitoire, mais récurrent voire permanent. En d'autres termes, l'auteur appelle de ses vœux l'émergence de nouvelles théories économiques qui partiraient de l'hypothèse qu'il existe naturellement du chômage, et qui proposeraient en conséquence des solutions théoriques et pratiques pour le réduire ou pour en atténuer les effets sociaux et économiques. Ce programme de recherches n'est autre que celui de la *Théorie Générale*, dont les premiers éléments n'apparaissent véritablement que dans des écrits datés de 1932–1933.

Les conférences données en 1931 à l'Université de Chicago, qui sont l'objet de la prochaine section, constituent pour leur part la dernière tentative de complétion de la théorie du cycle du crédit, en développant la compréhension de la reprise économique d'un cycle « normal » et en y opposant la situation exceptionnelle que l'économie mondiale connaît au début des années 1930. Ces conférences empruntent au cadre analytique du *Treatise* mais y introduisent les enjeux propres à la *Théorie Générale*, notamment en termes de cyclicité de l'emploi ; l'échec de la conciliation entre ces deux conceptions du fonctionnement économique nous paraît être l'une des principales raisons qui ont conduit Keynes à entamer l'écriture de son œuvre maîtresse.

## 8.2 Cycle économique et chômage : les conférences de 1931 à la *Harris Foundation* de Chicago

Au premier semestre de l'année 1931, Keynes se voit progressivement libéré de ses engagements envers le *Macmillan Committee* et l'*Economic Advisory Council*, et commence à songer à l'écriture d'un nouvel ouvrage de théorie économique, motivé en

## 8.2. CYCLE ÉCONOMIQUE ET CHÔMAGE : LES CONFÉRENCES DE 1931 À LA *HARRIS FOUNDATION* DE CHICAGO

---

cela par les nombreuses critiques adressées au *Treatise*, mais aussi par les discussions entre les membres du Cambridge Circus (dont il ne fait volontairement pas lui-même partie, mais dont Richard Kahn et Joan Robinson lui rapportent presque systématiquement les propos). Si ce projet n'est officiellement annoncé (dans la préface à l'édition japonaise du *Treatise*) et entamé qu'au début de l'année 1932, comme nous l'expliquerons à la section 8.3, une réécriture du *Treatise* est d'abord envisagée dont une amorce peut être entraperçue dans la série de trois conférences données en juin 1931 à l'Université de Chicago, à l'occasion d'un séminaire organisé par la *Harris Foundation*. L'essentiel de ces conférences a été ultérieurement publié dans un ouvrage collectif, *Unemployment as a World Problem* (1931), sous le titre de « An Economic Analysis of Unemployment ».

La première conférence se concentre sur les causes du chômage dans le monde, tandis que la seconde correspond à une analyse de la dépression économique basée sur la théorie du cycle du crédit ; enfin la troisième conférence propose différentes solutions permettant ou facilitant un retour à la croissance, solutions basées sur les recommandations de politique économique que nous avons étudiées à la section 8.1. L'explication des causes de la crise est dans l'ensemble la même que celle présentée dans le Chapitre 37 du *Treatise*, mais insiste plus encore sur le rôle fondamental de l'investissement ; elle trouverait de fait ses origines dans les facteurs qui ont contribué à l'expansion économique quasiment sans précédent que le monde a connu entre 1925 et 1929. Le boom de l'investissement aurait été alimenté par « an extraordinary willingness to borrow money for the purposes of new real investment at very high rates of interest » (Keynes, 1931a, p. 345), d'abord aux Etats-Unis puis dans le reste du monde. Ce besoin de monnaie aurait coïncidé avec une volonté tout aussi extraordinaire des épargnants et des banques de prêter la monnaie nécessaire à l'accomplissement de ces projets d'investissement. En particulier, les Etats-Unis auraient joué le rôle de financiers du monde à travers « [a] generous foreign-loan policy » (Keynes, 1931a, p. 345) reposant sur une cercle vertueux de circulation mondiale des capitaux : les banques américaines accordaient des prêts à long terme aux pays demandeurs (notamment les pays européens) et finançaient ces prêts « out of short-term funds which the rest of the world was, for considerations of safety or liquidity, depositing in New York » (Keynes, 1931a, p. 345). La montée des cours boursiers était ainsi auto-alimentée ; la promesse de plus-values sans risque compensait la hausse continue du taux d'intérêt mise en œuvre par la Réserve Fédérale

## 8.2. CYCLE ÉCONOMIQUE ET CHÔMAGE : LES CONFÉRENCES DE 1931 À LA HARRIS FOUNDATION DE CHICAGO

---

américaine pour contrôler le boom de l'investissement et éviter une surchauffe de l'économie, synonyme de forte inflation, de sorte que les agents empruntaient toujours plus de monnaie pour acheter des titres dont la valeur, sous l'effet de cette demande massive, augmentait continuellement.

Ces différents éléments qui garantissaient entre 1925 et 1928 le maintien d'une croissance économique mondiale sont également ceux qui ont amplifié les effets du krach de 1929. Keynes estime que l'investissement aurait connu un déclin dès le début de 1929, bien avant le krach, et aurait précédé (voire causé) la chute des profits exceptionnels des firmes qui, une fois observée, aurait à son tour précipité l'effondrement des cours boursiers. L'affaiblissement de l'effort d'investissement serait dû à une conjonction de facteurs internes à l'économie américaine. D'une part, la volonté d'emprunter de la monnaie pour financer de nouveaux projets d'investissement en capital fixe s'est progressivement amoindrie face au déséquilibre grandissant entre le taux d'intérêt exigé par les banques et le taux de rendement effectif de ces projets ; autrement dit, les entrepreneurs ont progressivement épuisé les opportunités d'investissement suffisamment rentables (en-dehors des considérations de plus-value boursière) pour justifier le recours à l'emprunt. D'autre part, la volonté de prêter de la monnaie s'est également progressivement amoindrie : à mesure que les cours boursiers aux Etats-Unis connaissaient une croissance de plus en plus rapide, les épargnants américains ont été de plus en plus réticents à prêter des liquidités au reste du monde « since they found speculation in their own common stocks much more exciting » (Keynes, 1931a, p. 350) ; par ailleurs, une contraction du crédit aux Etats-Unis a été décidée pour éviter la surchauffe économique, rendant les liquidités disponibles pour l'investissement encore plus rares et coûteuses en termes d'intérêt, ce qui n'a fait qu'amplifier le retrait de capitaux américains depuis le reste du monde peu avant le krach et diffusé la crise dans le monde après son avènement.

Si la cause du chômage est identifiée comme étant l'effondrement de l'investissement, il reste à déterminer pourquoi et comment cet effondrement a entraîné une chute de la production et conséquemment de l'emploi. Le cadre analytique du *Treatise* est à nouveau mobilisé, mais est formulé directement en termes dynamiques et sans référence au concept d'équilibre – ou du moins pas dans le sens où il est défini dans l'ouvrage. Ne recourant à aucune équation, il offre une explication du lien entre investissement, épargne et profits qui anticipe certains passages du Chapitre 6 de la *Théorie Générale*. Le profit est égal à la différence entre recettes de vente et coûts

## 8.2. CYCLE ÉCONOMIQUE ET CHÔMAGE : LES CONFÉRENCES DE 1931 À LA HARRIS FOUNDATION DE CHICAGO

---

de production (comprenant la rémunération normale des entrepreneurs) ; les coûts de production agrégés constituent le revenu des ménages, qui peuvent l'utiliser soit pour consommer soit pour épargner ; à l'inverse, les recettes de vente correspondent à la somme du montant de la consommation des ménages et du montant de l'investissement courant que « the financial machine is causing to be spent » (Keynes, 1931a, p. 353). Dès lors, le profit correspond à la différence entre d'une part la somme de la consommation et de l'investissement, et d'autre part la somme de la consommation et de l'épargne ; il n'y a donc un profit positif que lorsque l'investissement est supérieur à l'épargne<sup>10</sup>.

Or, les entreprises n'embauchent une quantité *supplémentaire* de facteurs de production, dont les travailleurs, que lorsqu'ils font ou anticipent de faire des profits positifs. C'est pourquoi « nothing [...] can restore employment which does not first restore business profits » (Keynes, 1931a, p. 355). Puisque les profits des entreprises dépendent de l'inégalité investissement – épargne, il s'agit d'étudier comment s'établit et évolue une telle inégalité. A ce titre, l'auteur complète et complexifie légèrement son jugement concernant la stabilité de l'épargne présent dans le *Treatise* :

I shall assume that saving either varies in the wrong direction (which may, in fact, occur, especially in the early stages of the slump, since the fall in stock-exchange values as compared with the boom may by depreciating the value of people's past savings increase their desire to add to them) or is substantially unchanged, or if it varies in the right direction, so as partly to compensate changes in investment, varies insufficiently (which is likely to be the case except perhaps when the community is, toward the end of a slump, very greatly impoverished indeed). (Keynes, 1931a, p. 354).

Ces précisions ne modifient toutefois pas fondamentalement la théorie du cycle du crédit. En effet, dans le cas où l'épargne augmente quand l'investissement baisse, les pertes exceptionnelles sont simplement plus amples que lorsque l'épargne reste constante ; à l'inverse, même dans le cas où l'épargne baisse, cette diminution est

---

10. Au Chapitre 6 de la *Théorie Générale*, Keynes mène au mot près le même raisonnement, mais l'applique au revenu de la communauté plutôt qu'aux profits d'aubaine (Keynes, 1936b, p. 63). Si cette substitution de termes n'est pas neutre, le parallèle entre les deux passages n'en reste pas moins valide car dans les conférences de 1931, le niveau d'emploi est fonction de l'existence de profits d'aubaine, alors que dans la *Théorie Générale* c'est le revenu qui est fonction du niveau d'emploi. Dans les deux cas, le niveau d'emploi est ainsi indirectement fonction de la différence entre investissement et épargne.

## 8.2. CYCLE ÉCONOMIQUE ET CHÔMAGE : LES CONFÉRENCES DE 1931 À LA *HARRIS FOUNDATION* DE CHICAGO

---

moins que proportionnelle par rapport à la chute de l'investissement, de sorte que les entrepreneurs connaissent également des pertes (de moindre importance comparées aux pertes qu'ils connaîtraient si l'épargne ne diminuait pas). La conclusion reste donc la même, à savoir que ce sont les variations de l'investissement, « capable of sudden and violent change<sup>11</sup> » (Keynes, 1931a, p. 354–355), qui expliquent les variations de l'emploi.

Le problème est que les fluctuations de l'investissement ont tendance à être cumulatives – une caractéristique que Keynes associait aux prix plutôt qu'à l'investissement dans ses écrits de jeunesse. En effet, si l'investissement est supérieur à l'épargne pendant une période suffisamment longue, l'existence de profits positifs généralisés crée un environnement toujours plus favorable à l'investissement nouveau, car « the financial machine facilitates increased orders for and purchases of capital goods » (Keynes, 1931a, p. 351) ; ceci permet de maintenir l'inégalité investissement – épargne positive, générant de nouveaux profits, donc entretenant l'atmosphère optimiste et le bon vouloir des épargnants à prêter leurs liquidités, c'est-à-dire qu'un cercle vertueux s'établit. Au contraire, dès lors que l'investissement baisse et que l'épargne baisse moins que proportionnellement (ou stagne, ou augmente), la réalisation de pertes exceptionnelles conduit à une nouvelle chute de l'investissement, donc à de nouvelles pertes, qui réduisent encore l'effort d'investissement des firmes, créant un cercle vicieux. Comme le niveau de profits détermine le volume de la production et le volume de l'emploi, et puisque le niveau de profits dépend de la relation investissement-épargne, alors « it is out of the disequilibriums of savings and investment [...] that the fluctuations of profit, of output, and of employment are generated » (Keynes, 1931a, p. 355).

La chronique du cycle économique décrite jusque-là n'est guère différente de celle du *Treatise*. La principale nouveauté concerne en réalité le point de retournement bas, la reprise économique. Dans le *Treatise*, il est vaguement supposé que la reprise a quelque chose d'automatique, même si le Chapitre 37 laisse entrevoir le fait qu'une action des autorités monétaires ou gouvernementales soit nécessaire pour l'initier. Dans le témoignage au *Macmillan Committee* ou dans le mémorandum à destination

---

11. Une fois encore, il est fait écho d'une même formulation dans la *Théorie Générale*. Comme nous le développerons dans la troisième partie de la thèse, Keynes explique au Chapitre 22 de l'ouvrage que c'est dans la nature des marchés organisés de l'investissement en capital que ceux-ci connaissent une chute de leurs cours « with sudden and even catastrophic force » (Keynes, 1936b, p. 316).

## 8.2. CYCLE ÉCONOMIQUE ET CHÔMAGE : LES CONFÉRENCES DE 1931 À LA HARRIS FOUNDATION DE CHICAGO

---

du *Committee of Economists*, cette seconde explication est privilégiée puisque leur objectif est de déterminer les mesures concrètes à prendre pour forcer le retour de l'économie à l'équilibre. Dans les conférences de 1931, en revanche, Keynes revient sur l'idée d'une stabilisation naturelle du cycle une fois un certain point minimal atteint, qui permettrait le rétablissement de la confiance au sein de la communauté des entrepreneurs, condition nécessaire à un retour à la croissance.

Il existerait de fait deux facteurs de stabilisation, dont au moins un est qualifiable de « stabilisateur automatique » au sens courant de l'expression. La stabilisation de la situation économique passant par un rééquilibrage de l'investissement et de l'épargne, elle peut être obtenue soit en réaugmentant le volume de l'investissement au niveau de l'épargne courante, soit en diminuant l'épargne suffisamment pour contrebalancer la chute de l'investissement à l'origine de la crise. Or, une baisse du montant de l'épargne se ferait naturellement après un certain temps – dont la durée n'est pas vraiment précisée, ce qui est un problème que l'auteur semble totalement négliger. Pour préserver leur niveau de vie au maximum, les chômeurs « not only cease to save but will probably be responsible for much negative saving by living on their previous savings and those of their friends and relations » (Keynes, 1931a, p. 356). En d'autres termes, à mesure que le nombre de chômeurs augmente, une fraction de plus en plus importante des ménages tend à désépargner plutôt qu'à épargner, de sorte qu'au niveau agrégé le montant total de l'épargne diminue<sup>12</sup>. Ceci correspondrait à un premier facteur de stabilisation automatique du cycle, en contribuant au ralentissement de la dépression.

Par ailleurs, un second facteur de stabilisation existe sous la forme des dépenses gouvernementales de soutien aux chômeurs (par un système d'indemnisation) ou des politiques d'aides au retour à l'emploi ; ce sont précisément ces dépenses qui sont qualifiées de « stabilisateurs automatiques » aujourd'hui. Elles constituent en effet une incitation à la dépense privée de consommation. En offrant à tous un revenu minimum, les indemnités versées aux chômeurs garantissent le maintien d'un certain niveau de consommation même lorsque leur nombre augmente très fortement<sup>13</sup>.

---

12. Nous pouvons remarquer que, comme dans le *Treatise*, Keynes fait ici référence implicitement à l'existence d'un effet de cliquet, ou effet de Duesenberry, du nom de l'économiste américain qui en 1949 démontre dans sa thèse de doctorat intitulée *Income, Saving and the Theory of Consumer Behavior* qu'il existe un seuil en-dessous duquel la consommation des ménages ne peut tomber lorsque leur revenu diminue, et qu'il attribue à l'effet des habitudes de consommation acquises lors des périodes où leur revenu est élevé.

13. Il faut noter que l'existence d'un système d'indemnisation du chômage limite par contre l'effet

## 8.2. CYCLE ÉCONOMIQUE ET CHÔMAGE : LES CONFÉRENCES DE 1931 À LA *HARRIS FOUNDATION* DE CHICAGO

---

L'objectif d'une telle politique est non seulement social, puisqu'elle évite de laisser une fraction importante de la population souffrir (voire mourir) de sous-nutrition, mais aussi et surtout économique car elle pose une limite à la baisse des recettes de vente des entrepreneurs.

Ces deux facteurs constituent « [a] reason for expecting the decline to reach a stopping-point » (Keynes, 1931a, p. 356). Si l'on peut reprocher à Keynes de faire régulièrement preuve d'un optimisme exagéré, il n'en est rien dans le cas des conférences de 1931 lors desquelles il se déclare « pessimistic as to an early return to normal prosperity » (Keynes, 1931a, p. 365), sans toutefois préciser ce qu'il entend par « normal prosperity ». Certes il y exprime sa conviction qu'à terme la situation s'arrangera d'elle-même. Mais il est loin d'adhérer aux théories voyant dans la crise un moyen de purger l'économie de ses excès afin d'instaurer de meilleures conditions pour une croissance économique future, théories qu'il critique vigoureusement (Keynes, 1931a, p. 349). Si les stabilisateurs naturels ou automatiques sont efficaces pour mettre fin à une dépression « normale », la situation dans laquelle se trouve le monde en 1931 est exceptionnelle d'un point de vue historique<sup>14</sup> et appelle à la mise en œuvre de politiques actives de lutte contre la crise.

Ces politiques sont l'objet de la troisième conférence. L'auteur y défend diverses mesures visant à accroître l'effort d'investissement à travers le monde, avançant que « the problem of recovery is [...] a problem of re-establishing the volume of investment » (Keynes, 1931a, p. 358). Les mesures sont rangées dans deux catégories distinctes mais complémentaires. Il s'agit d'une part de provoquer une baisse du taux d'intérêt à long terme, c'est-à-dire le taux portant sur les contrats de prêt de plus d'un an et qui affecte directement le financement des projets d'investissement en capital fixe (dont le rendement s'étale sur plusieurs années). Telle est la mesure prioritaire que les autorités monétaires devraient prendre car elle est une condition nécessaire – mais non suffisante – à un rétablissement à moyen et long terme d'un effort régulier d'investissement. Il s'agit d'autre part, suivant les recommandations faites au sein du *Macmillan Committee* et du *Committee of Economists*, de

---

du premier facteur de stabilisation, puisque les chômeurs sont moins incités à ponctionner dans leur épargne pour financer leurs dépenses de consommation.

14. Keynes estime, à juste titre, que « when this crisis is looked back upon by the economic historian of the future it will be seen to mark one of the major turning-points [...] for it is a possibility that the duration of the slump may be much more prolonged than most people are expecting and that much will be changed, both in our ideas and our methods, before we emerge » (Keynes, 1931a, p. 344).

### 8.3. ÉLABORATION DE NOUVEAUX CONCEPTS ET TRAITEMENT DE LA QUESTION DES CYCLES DANS LES PREMIERS MANUSCRITS DE LA *THÉORIE GÉNÉRALE*

---

l'instauration de « new construction programmes under the direct auspices of the government or other public authorities » (Keynes, 1931a, p. 364), le gouvernement pouvant plus facilement emprunter les liquidités nécessaires à ces projets que les entreprises privées et n'ayant pas de réelle considération à l'égard de la rapidité du retour sur investissement. Ces politiques constituent également une condition nécessaire mais non suffisante de la reprise économique ; cependant, combinées à la baisse du taux d'intérêt de long terme, elles favorisent l'émergence de la troisième condition, nécessaire *et* suffisante, à savoir « the restoration of confidence both to the lender and to the borrower » (Keynes, 1931a, p. 363).

Si les conférences de 1931 offrent ainsi une première réponse aux lacunes propres à la théorie du cycle du crédit, elles restent empreintes du cadre conceptuel et analytique du *Treatise*, dont l'auteur est de plus en plus insatisfait suite aux différentes critiques que l'ouvrage suscite à la fois de la part des académiciens orthodoxes et de la part des jeunes économistes du Cambridge Circus. L'idée de son remaniement, puis d'une complète refonte théorique, émerge dans ce contexte, conduisant Keynes à rédiger les premiers manuscrits de ce qui deviendra la *Théorie Générale* ; l'examen de ces manuscrits constitue l'objet de la prochaine section de ce chapitre.

## 8.3 Élaboration de nouveaux concepts et traitement de la question des cycles dans les premiers manuscrits de la *Théorie Générale*

Le *Treatise*, publié en 1930 dans les pays anglo-saxons, fait l'objet en 1931 d'une traduction allemande et en 1932 d'une traduction japonaise. A l'occasion de la publication en Allemagne de l'ouvrage, Keynes signe une nouvelle préface (Keynes, 1930c, p. xx–xxvii) qu'il réutilise pour l'édition japonaise. En-dehors de certains courts passages réécrits pour ajuster le texte au changement de contexte entre octobre 1931 et avril 1932, les préfaces des traductions allemande et japonaise diffèrent essentiellement par l'ajout d'un paragraphe final dans la préface japonaise qui est absent de l'édition allemande. L'auteur y explique que :

[...] after a year and a half of further reflection and after having had the advantage of much criticism and discussion of my theories, I naturally have made many *addenda* and *corrigenda* in what follows. It is not, ho-

### 8.3. ÉLABORATION DE NOUVEAUX CONCEPTS ET TRAITEMENT DE LA QUESTION DES CYCLES DANS LES PREMIERS MANUSCRITS DE LA THÉORIE GÉNÉRALE

---

wever, my intention to revise the existing text of this *Treatise* in the near future. I propose, rather, to publish a short book of a purely theoretical character, extending and correcting the theoretical basis of my views as set forth in Books III and IV below. (Keynes, 1930b, p. xxvii)

En d'autres termes, il annonce la mise en chantier d'une nouvelle monographie – dont il estime qu'elle sera relativement courte – destinée à amender les lacunes et erreurs éventuelles du modèle macroéconomique d'équilibre et de la théorie du cycle du *Treatise*. Il est évident, au regard de ce que nous avons examiné dans les sections 8.1 et 8.2, que le travail de réflexion en vue de *corriger* l'analyse des fluctuations économiques a déjà été entamé au moment où le paragraphe de la préface japonaise est rédigé.

Pourtant, très rapidement, la volonté d'étendre ou d'approfondir les Livres III et IV de son ouvrage de 1930<sup>15</sup> est abandonnée au profit d'un projet d'une plus grande envergure qui aboutira à la *Théorie Générale*. La période 1932–1932 correspond ainsi à la date généralement retenue comme point d'origine de ce qui est appelé la « révolution keynésienne », débutée il est vrai en 1931 par Kahn avec son article introduisant le principe du multiplicateur de l'investissement public (Kahn, 1931), mais essentiellement provoquée par la publication en 1936 de l'œuvre maîtresse de Keynes. Cette période fait l'objet d'un Chapitre entier du Volume XIII des *Collected Writings* intitulé « Towards the General Theory » (Keynes, 1973a, Chapitre 5, p. 337–653), ainsi que d'un Chapitre du même titre dans le Volume XXIX (Keynes, 1979, Chapitre 3, p. 35–160). Y sont présents un ensemble de textes de natures diverses permettant de comprendre l'état d'esprit de l'auteur et la progression de ses idées et convictions à cette étape critique de son évolution intellectuelle : des articles, dont une contribution majeure à la *Festschrift für Athur Spiethoff* (1933) où il dessine les contours de sa future théorie monétaire de la production ; des comptes-rendus de conférences ou de discours ; des cours donnés à Cambridge ; une partie de sa correspondance épistolaire privée, notamment avec Kahn et Robinson qui ont grandement participé à l'élaboration et à la révision des concepts de la *Théorie Générale* ; mais aussi et surtout les premiers manuscrits tapés et des versions préliminaires du plan général

---

15. Dans une lettre à Ralph G. Hawtrey datée du 1<sup>er</sup> juin 1932, Keynes exprime avoir pris note de ses critiques et remarques à propos du *Treatise*, et être en train de réfléchir à la révision de celui-ci : « I am working it [the *Treatise*] out all over again. Whilst in some respects my new version will please you no more than the old, in some respects I shall, I think, be meeting some of your points. » (Keynes, 1973a, p. 172)

### 8.3. ÉLABORATION DE NOUVEAUX CONCEPTS ET TRAITEMENT DE LA QUESTION DES CYCLES DANS LES PREMIERS MANUSCRITS DE LA THÉORIE GÉNÉRALE

---

de l'ouvrage.

L'objet de la présente section est d'étudier dans quelle mesure l'émergence de nouveaux concepts et mécanismes théoriques dans les premiers essais de la *Théorie Générale* s'est articulée d'une part autour de la question de l'investissement, et d'autre part autour du traitement des fluctuations et des cycles économiques. Nous procéderons donc en deux temps : tout d'abord, nous examinerons la refonte de la théorie de l'investissement au sein du principe de la demande effective, dont une première formulation est présente dans les manuscrits de 1933 ; ensuite nous nous focaliserons sur la place accordée à la théorie du cycle dans les versions préliminaires de la table des matières de la *Théorie Générale*, en démontrant que si la problématique des fluctuations est à l'origine centrale dans le nouveau programme de recherches de Keynes, elle est progressivement reléguée au second plan.

A la fin de l'année 1932, Keynes est invité – tout comme Schumpeter, Hayek, Gottfried Haberler, Adolph Lowe et Ludwig von Mises – à contribuer à un ouvrage en hommage à l'économiste allemand Arthur Spiethoff et consacré à la question des crises et des fluctuations économiques (*Festschrift für Arthur Spiethoff*, 1933). Dans cet ouvrage collectif, il signe un article de quelques pages intitulé « A Monetary Theory of Production » où il expose les grandes lignes du futur ouvrage théorique dont il a le projet. Il part pour cela de la distinction traditionnelle entre deux types d'économie théorique, l'économie de troc (*barter economy*) et l'économie monétaire, qui repose sur l'utilisation de la monnaie comme moyen d'échange. Selon lui, cette distinction est incomplète, car elle suppose que la monnaie est parfaitement neutre au sens où elle ne peut affecter la nature ou le volume de la production physique de marchandises ; en conséquence l'économie monétaire classique ne serait rien de plus qu'une économie d'échanges réels (*real-exchange economy*) au même titre que l'économie de troc, et non une véritable économie monétaire.

Appliquer les principes et recommandations de politiques économiques issus des théories économiques à un système économique effectif où la monnaie n'est pas neutre « is extraordinarily difficult to make [...] and perhaps impossible » (Keynes, 1933, p. 410) quand lesdites théories traitent de l'économie d'échanges réels. En effet, elles cherchent avant tout à déterminer les conditions dans lesquelles il serait possible de se garantir une parfaite neutralité de la monnaie, conditions qui seraient « the same as those which will ensure that crises *do not occur* » (Keynes, 1933, p. 410–411). C'est pourquoi :

### 8.3. ÉLABORATION DE NOUVEAUX CONCEPTS ET TRAITEMENT DE LA QUESTION DES CYCLES DANS LES PREMIERS MANUSCRITS DE LA THÉORIE GÉNÉRALE

---

[...] the real-exchange economics, [...] though a valuable abstraction in itself and perfectly valid as an intellectual conception, is a singularly blunt weapon for dealing with the problem of booms and depressions. (Keynes, 1933, p. 411)

En réaction, Keynes appelle de ses vœux le développement de théories expliquant le fonctionnement réel d'une économie, c'est-à-dire :

[...] an economy in which money plays a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behaviour of money between the first state and the last. And it is this which we ought to mean when we speak of a *monetary economy*. (Keynes, 1933, p. 408–409)

Cela supposerait, par exemple, de constater que dans la réalité les salaires nominaux ne sont pas parfaitement flexibles et tendent plutôt à être rigides, et que recommander de baisser ces salaires n'est en rien une solution au chômage ou plus généralement à la crise économique.

L'auteur en conclut que « the main reason why the problem of crises is unsolved, or at any rate why this theory is so unsatisfactory, is to be found in the lack of a *monetary theory of production* » (Keynes, 1933, p. 408). Il met toutefois en garde contre la trop grande importance qui pourrait être donnée au facteur monétaire à proprement parler :

This is not the same thing as to say that the problem of booms and depressions is a purely monetary problem. For this statement is generally meant to imply that a complete solution is to be found in banking policy. I am saying that booms and depressions are phenomena peculiar to an economy in which [...] money is not neutral. (Keynes, 1933, p. 411).

Nous pouvons remarquer qu'en rédigeant ce texte, il a d'ores et déjà accompli la moitié de sa révolution intellectuelle en renversant la logique tenue dans ses écrits de jeunesse : la monnaie n'est plus en soi un facteur perturbateur d'une économie qui, dans l'idéal, serait à l'équilibre ; elle est l'élément qui *par essence* rend l'activité économique instable, cette instabilité trouvant sa cause effective dans d'autres facteurs que la monnaie (notamment l'instabilité de l'investissement). Penser l'économie monétaire revient donc simplement à mettre la monnaie au cœur du processus

### 8.3. ÉLABORATION DE NOUVEAUX CONCEPTS ET TRAITEMENT DE LA QUESTION DES CYCLES DANS LES PREMIERS MANUSCRITS DE LA THÉORIE GÉNÉRALE

---

de décision des agents, notamment des décisions de production et d'investissement prises par les entrepreneurs ; en effet, nous vivons selon lui dans un monde où « the starting up of productive processes depends largely on a class of entrepreneurs who hire the factors of production for money and look to their recoupment from selling the output for *money* » (Keynes, 1979, p. 77, souligné par nous).

Il est dès lors significatif que dans les premiers manuscrits de la *Théorie Générale*, le terme d'économie monétaire (de production) utilisé dans les épreuves datant de la seconde moitié de 1932 et de début 1933 (Keynes, 1973, p. 396–405 et Keynes, 1979, p. 49, 52, 54), ainsi qu'en titre des cours donnés à Cambridge au premier semestre des années universitaires 1932–1933 et 1933–1934 (Keynes, 1973a, p. 411), soit peu à peu remplacé par celui d'économie d'entrepreneur (*entrepreneur economy*). Plus précisément, Keynes opère une redéfinition des trois grands types d'économie théorique mis en évidence dans son article du *Festschrift für Arthur Spiethoff*. Dans une version provisoire du plan général du futur ouvrage datée de décembre 1933, le Chapitre 2 est consacré à « The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy » (Keynes, 1973a, p. 421) ; une épreuve de ce manuscrit a pu être retrouvée dans les archives de l'auteur et a été reproduite dans le Volume XXIX des *Collected Writings*.

Le premier type d'économie envisagé correspond à l'économie de troc, c'est-à-dire « a community in which the factors of production are rewarded by dividing up in agreed proportions the actual output of their co-operative efforts », expliquant son appellation de « *real-wage or co-operative economy* » (Keynes, 1979, p. 77–78). Le second type est une économie :

[...] in which the factors are hired by entrepreneurs for money but where there is a mechanism of some kind to ensure that the exchange value of the money incomes of the factors is always equal in the aggregate to the proportion of current output which would have been the factor's share in a co-operative economy. (Keynes, 1979, p. 78)

En d'autres termes, la monnaie ne joue dans cette économie qu'un rôle d'intermédiaire d'échange, facilitant le commerce mais sans modifier le fonctionnement effectif du système productif ni la répartition de la valeur au sein de la communauté, qui se fonde essentiellement sur une rémunération à la productivité marginale. Etant donné cette neutralité de la monnaie, mais également le rôle central joué par les entrepreneurs qui décident du volume de production et d'emploi et qui sont à l'initiative

### 8.3. ÉLABORATION DE NOUVEAUX CONCEPTS ET TRAITEMENT DE LA QUESTION DES CYCLES DANS LES PREMIERS MANUSCRITS DE LA THÉORIE GÉNÉRALE

---

des échanges, ce type est nommé « *neutral entrepreneur economy*, or [...] *neutral economy for short* » (Keynes, 1979, p. 78). Il s'agit du type de système étudié par les économistes que l'auteur considère comme « classiques<sup>16</sup> » desquels il cherche à se distancier en se focalisant sur le troisième type d'économie théorique.

Celui-ci est paradoxalement décrit comme un cas-limite du second type, alors qu'il en est en fait une généralisation. Il s'agit d'une économie où les entrepreneurs embauchent les facteurs de production en échange de monnaie mais sans qu'il existe un mécanisme d'égalisation entre les rémunérations nominales et la productivité marginale propres à chacun des facteurs. Elle est donc considérée comme « *a money-wage or entrepreneur economy* » (Keynes, 1979, p. 78).

Le point essentiel qui marque la différence entre l'économie d'entrepreneur et les deux autres types d'économie théorique identifiés dans ce Chapitre abandonné est la question de la demande effective. Ce concept-clé de la *Théorie Générale* revêt déjà dans les manuscrits de 1933 une importance de premier ordre ; il est l'élément qui fait l'originalité de l'économie d'entrepreneur, et donc du modèle théorique keynésien. Keynes estime que :

it is easy to show that the conditions for a Neutral Economy are not satisfied in practice ; with the result that there is a difference of the most fundamental importance between a co-operative economy and the type of entrepreneur economy in which we actually live. For in an entrepreneur economy [...], the volume of employment [...] may be 'unprofitable' in terms of money. (Keynes, 1979, p. 79)

Dans une économie d'entrepreneur, le lancement d'une activité productive et donc l'embauche de travailleurs supposent de faire des avances monétaires aux facteurs de production, indépendamment de leur contribution particulière à la production. La répartition de la richesse entre les différents facteurs déterminant par ailleurs la demande globale de l'économie (par exemple, si l'essentiel de la richesse est perçue par les travailleurs, la composante « consommation » de la demande globale sera plus importante), l'entrepreneur calcule les avances qu'il fait de telle manière à pouvoir les récupérer par la vente de ses produits. Le problème est que si le volume ou la structure de la demande globale effective (c'est-à-dire celle qui s'adressera

---

16. « I have become accustomed [...] to include in 'the classical school' the *followers* of Ricardo, those, that is to say, who adopted and perfected the theory of the Ricardian economics, including (for example) J. S. Mill, Marshall, Edgeworth and Prof. Pigou. » (Keynes, 1936b, p. 3)

### 8.3. ÉLABORATION DE NOUVEAUX CONCEPTS ET TRAITEMENT DE LA QUESTION DES CYCLES DANS LES PREMIERS MANUSCRITS DE LA THÉORIE GÉNÉRALE

---

effectivement à l'entrepreneur en fin de période) change, les choix de l'entrepreneur peuvent se révéler en fin de compte « 'unprofitable' in terms of money ». Le choix de l'entrepreneur est un choix risqué et incertain, soumis à la possibilité d'un échec ; la réussite ou l'échec de l'entrepreneur dépend alors de la possibilité, à la fin de la période de production, d'écouler les marchandises produites. Ainsi :

The explanation of how output which would be produced in a co-operative economy may be 'unprofitable' in an entrepreneur economy, is to be found in what we may call, for short, *the fluctuations of effective demand*. (Keynes, 1979, p. 80)

En termes plus analytiques, Keynes vise le fait que le niveau du produit d'équilibre d'une économie neutre ou coopérative est sous-optimal lorsqu'il est appliqué à une économie d'entrepreneur, ou bien encore que l'équilibre sur le marché des biens et services est compatible avec l'existence de chômage.

La règle de décision du producteur « classique » est en effet basée sur l'hypothèse que tout produit trouvera preneur, c'est-à-dire qu'à l'équilibre, le niveau de produit offert satisfait parfaitement la demande qui est adressée à cet agent. Le résultat tient au fait que le programme de maximisation incorpore le prix comme une variable exogène, censée refléter l'intensité de la demande (plus la demande est forte par rapport à l'offre existante, plus le prix tend à augmenter). L'économie coopérative ou neutre repose ainsi sur l'hypothèse qu'à tout moment, la loi des débouchés ou loi de Say est respectée. Cette loi stipule que :

supply creates its own demand ;—which is taken to mean that the rewards of the factors of production, must, directly or indirectly, create in the aggregate an effective demand exactly equal to the costs of the current supply, i.e. that *aggregate* effective demand is constant [...]. (Keynes, 1979, p. 80)

Si, par un certain mécanisme – en fait le même qui, dans une économie neutre, assure l'égalité entre la valeur d'échange de la monnaie et la part du produit qui revient au facteur – toute offre est assurée de trouver un débouché, le risque encouru par l'entrepreneur lors du lancement de son activité est entièrement éliminé, puisqu'il a la garantie de recouvrer intégralement les avances monétaires qu'il a faites en début de période. Par opposition, « *effective demand* may be defined by reference to the expected excess of sale proceeds over variable cost [...]. Effective demand fluctuates if this excess fluctuates » (Keynes, 1979, p. 80). Dès lors, on comprend que « in a

### 8.3. ÉLABORATION DE NOUVEAUX CONCEPTS ET TRAITEMENT DE LA QUESTION DES CYCLES DANS LES PREMIERS MANUSCRITS DE LA *THÉORIE GÉNÉRALE*

---

co-operative or in a neutral economy, in which sale proceeds exceed variable cost by a determinate amount, effective demand cannot fluctuate » (Keynes, 1979, p. 80). La loi de Say conduit ainsi à évacuer la question des débouchés, et notamment de leur insuffisance pour assurer un plein-emploi des facteurs de production, négligeant de ce fait le rôle joué par la demande dans la détermination de l'emploi et du revenu.

Puisque les fluctuations de la demande effective déterminent la réussite ou l'échec de l'activité d'un entrepreneur, elles ont une influence sur le niveau d'emploi offert à chaque période. Or, dans une situation de chômage (de masse), le niveau d'emploi est rationné du côté de la demande de travail des entreprises et se fixe donc au niveau de celle-ci. C'est bien pourquoi « in an entrepreneur economy the fluctuations of effective demand may be the dominating factor in determining the volume of employment » (Keynes, 1979, p. 80), et par conséquent les fluctuations de l'emploi et de la production. Nous pouvons remarquer que l'étude de l'économie d'entrepreneur est une étude immédiatement dynamique, en termes de fluctuations.

Afin de rendre compte de cette demande effective fluctuante, il est nécessaire de dépasser la loi des débouchés. Keynes annonce ainsi que :

For the proposition that supply creates its own demand, I shall substitute the proposition that expenditure creates its own revenue, i.e. an income just sufficient to meet the expenditure. (Keynes, 1979, p. 80)

Cette nouvelle loi des débouchés, ou « loi de Keynes », souligne l'importance de la demande effective, puisque la dépense dont il est question est en fait la dépense macroéconomique, c'est-à-dire la demande globale qui est effectivement adressée aux entrepreneurs à chaque période, soit la somme de la consommation et de l'investissement. La demande est ici présentée comme le déterminant principal de l'offre, au sens où c'est le volume de la dépense globale qui est le principal facteur pris en compte par les entrepreneurs pour fixer leur niveau de production, ce qui équivaut à un niveau agrégé à fixer le niveau du revenu (ou produit) national. Ceci permet de comprendre pourquoi, dans la version finale de la *Théorie Générale*, le concept de demande effective est analysé du point de vue de l'entrepreneur, comme nous l'expliquerons dans la troisième partie de la thèse.

L'économie d'entrepreneur a donc pour principale caractéristique une fluctuation de la demande effective, qui entraîne une fluctuation de l'emploi et de l'activité économique. Elle est le cadre théorique auquel aboutit logiquement l'abandon de la loi de Say pour la loi de Keynes, c'est-à-dire une économie où toute production

### 8.3. ÉLABORATION DE NOUVEAUX CONCEPTS ET TRAITEMENT DE LA QUESTION DES CYCLES DANS LES PREMIERS MANUSCRITS DE LA THÉORIE GÉNÉRALE

---

ne trouve pas nécessairement de débouché, et où l'incertitude qui en découle incite les entrepreneurs à modifier les choix en termes d'emploi qu'ils auraient faits dans une économie coopérative ou neutre. Pour ne pas avoir à évacuer la figure de l'entrepreneur qu'il estime importante, voire centrale, Keynes doit en effet introduire un nouvel environnement économique ; le cœur de la théorie keynésienne apparaît alors comme une analyse de la façon dont le comportement des entrepreneurs — eux-mêmes placés au centre du système économique — s'adapte aux variations de la demande effective. Dans le cadre de notre étude, il nous faut désormais examiner quelles sont les caractéristiques de ce système et dans quelle mesure l'entrepreneur y joue un rôle essentiel.

Notre thèse est qu'en dépit du changement de terminologie et d'enjeux, il existe une cohérence entre les versions préparatoires de la *Théorie Générale* datées de 1933 et centrées sur la relation entre les fluctuations de la demande effective et celles de l'emploi d'une part, et les textes de 1930–1931 où il est affirmé à de multiples reprises que les fluctuations de l'emploi s'expliquent par les fluctuations de l'investissement d'autre part. Cette cohérence s'explique donc par le rôle central de l'investissement : les fluctuations de l'emploi dépendent des fluctuations de la demande effective ; or, si la demande effective (composée de la dépense de consommation des ménages et de la dépense d'investissement des entreprises) fluctue autant, c'est parce que l'une de ses composantes — l'investissement — fluctue très régulièrement et souvent avec beaucoup d'ampleur. Dans un fragment de Chapitre provisoire daté de mai 1932 et destiné à être présenté dans un cours donné à Cambridge, il est avancé que :

The general upshot of this and the previous chapter seems to be that fluctuations of output and employment for a given community over the short period, within the ranges of fluctuations which certainly occur, depend almost entirely on the amount of current investment—not indeed with logical necessity but with a high degree of probability in practice. This goes beyond the contention of my *Treatise*, where it was meant to depend on the amount of Investment *relatively* to Saving—which has the advantage of logical necessity, apart from the results of temporary miscalculation or of a policy which deliberately ignored considerations of profit. (Keynes, 1979, p. 41)

Il apparaît que, contrairement au *Treatise* où les fluctuations économiques pourraient dépendre de l'épargne en dépit de sa relative stabilité, dans les écrits datés de

### 8.3. ÉLABORATION DE NOUVEAUX CONCEPTS ET TRAITEMENT DE LA QUESTION DES CYCLES DANS LES PREMIERS MANUSCRITS DE LA THÉORIE GÉNÉRALE

---

1932–1933 les fluctuations de l’emploi sont directement et uniquement associées aux fluctuations de l’investissement<sup>17</sup>. Dès lors, si l’objectif du programme de recherche voulu par Keynes est de déterminer les causes des fluctuations de l’emploi, il faut en premier lieu développer une nouvelle théorie de l’investissement.

Ainsi que nous le démontrerons au chapitre 10, le concept central de la théorie de l’investissement dans la version finale de la *Théorie Générale* est l’efficacité marginale du capital<sup>18</sup>. Il est en fait déjà présent dans les manuscrits de 1933, notamment dans une table des matières provisoires datée de décembre 1933 où, outre un Chapitre entier intitulé « The motive to invest », apparaît un appendice du Livre III consacré à « The marginal efficiency of capital » (Keynes, 1973a, p. 421) ; à cette date, l’auteur hésite toutefois encore entre l’appellation d’efficacité marginale ou de productivité marginale du capital (Keynes, 1979, p. 111 note 17). Il y est question de la quasi-rente d’un actif (*quasi-rent of an asset*), dont la définition est très proche de celle du rendement escompté de l’investissement (*prospective yield of the investment*) qui est l’un des facteurs déterminants de l’efficacité marginale du capital dans la version finale :

The quasi-rent of an asset in any period is the money value of the services it renders, or money income derived from it, in that period. The prospective quasi-rent is the anticipated series of such annuities during the life of the asset. (Keynes, 1979, p. 111)

La quasi-rente est donc le retour sur investissement à une date donnée, c’est-à-dire la quantité de recettes de vente supplémentaires générées par l’emploi d’une pièce de capital supplémentaire dans le processus de production. La quasi-rente dépend principalement du niveau de profit des firmes – sans qu’il soit précisé s’il s’agit du niveau réalisé ou anticipé – et de la valeur de la monnaie. Tout changement dans ces deux facteurs conduit ainsi à une fluctuation de la quasi-rente des biens de capital, qui peut également être expliquée par « the fluctuations of estimated risk arising out of uncertainty, default and moral risk » (Keynes, 1979, p. 113), un facteur plus

---

17. Dans un fragment de Chapitre de la version la plus ancienne (connue) du manuscrit de la *Théorie Générale*, datée du milieu de l’année 1932, Keynes explique que « the volume of employment must be expected to move in the same direction as the volume of capital development » (Keynes, 1973a, p. 381). Les termes « capital development » désignent dans ce cas l’investissement net privé et public en capital fixe, par distinction de l’expression « value of investment » (Keynes, 1973a, p. 385) qui paraît désigner l’aspect financier de l’investissement.

18. Nous abrègerons « efficacité marginale du capital » par EMC dans la suite de notre thèse (ainsi que par MEC ou m.e.c. dans les citations où Keynes recourt à de telles abréviations).

### 8.3. ÉLABORATION DE NOUVEAUX CONCEPTS ET TRAITEMENT DE LA QUESTION DES CYCLES DANS LES PREMIERS MANUSCRITS DE LA THÉORIE GÉNÉRALE

---

subjectif et plus enclin à une modification rapide. Ceci rend probable le fait que la quasi-rente soit (très) instable à court terme.

A l'inverse, l'EMC est présentée dans les versions préliminaires de la *Théorie Générale* comme « the equilibrium concept about which quasi-rent oscillates, quasi-rent being, so to speak, the short-period version of m[arginal] e[fficiency of] c[apital] » (Keynes, 1979, p. 113). Si la quasi-rente peut fluctuer de façon importante à court terme, l'EMC ne connaît de modification que graduelle (voire annuelle), car elle dépend essentiellement de la production de biens de capital – dont les variations ne prennent effet qu'après l'écoulement d'un certain temps correspondant à la période de production – et du rapport des élasticités de la demande pour les biens à forte intensité capitalistique et pour les biens à faible intensité capitalistique – rapport qui dépend des habitudes de consommation des ménages et n'est donc pas susceptible de changer fréquemment.

La différence entre la quasi-rente et l'EMC tient d'abord à leurs éléments constitutifs : dans le calcul de la quasi-rente, le retour sur investissement comprend l'amortissement du capital, alors que dans l'EMC le retour sur investissement est considéré *net de l'amortissement*. Par ailleurs, il y a une différence de nature entre les deux variables ; « quasi-rent is an absolute sum, whereas m.e.c. is a ratio, namely the ratio of the net yield of an asset to its cost of production<sup>19</sup> » (Keynes, 1979, p. 114). Il est ainsi fait, de façon encore plus explicite que dans la version finale de l'œuvre, un parallèle entre l'EMC et le taux d'intérêt, « m.e.c. [being] a concept more nearly analogous to the rate of interest » (Keynes, 1979, p. 114)<sup>20</sup>.

La comparaison entre l'EMC et le taux d'intérêt est, tout comme dans la version finale de l'œuvre, au centre de la décision d'investir. De fait, l'auteur établit une correspondance entre l'EMC et le taux d'intérêt d'une part, et le taux naturel et le taux de marché de l'intérêt tels que définis dans le *Treatise* d'autre part. Tant que le taux d'intérêt est inférieur à l'EMC, le coût de l'investissement est inférieur à son rendement, de sorte qu'il y a une augmentation du volume (et de la valeur) de l'investissement au-dessus du niveau de l'épargne ; à l'inverse, si l'EMC est in-

---

19. La définition de l'efficacité marginale du capital dans la version finale de la *Théorie Générale* est à la fois similaire et plus vague que celle des manuscrits. Il s'agit de la relation (et non du ratio) entre « the prospective yield of one more unit of [a] type of capital and the cost of producing that unit » (Keynes, 1936b, p. 135).

20. Keynes estime d'ailleurs que le taux d'intérêt marshallien est en fait une efficacité marginale du capital et que « Marshall would have been more consistent if he had always spoken of marginal efficiency of capital where in fact he speaks of the rate of interest » (Keynes, 1979, p. 113).

### 8.3. ÉLABORATION DE NOUVEAUX CONCEPTS ET TRAITEMENT DE LA QUESTION DES CYCLES DANS LES PREMIERS MANUSCRITS DE LA THÉORIE GÉNÉRALE

---

férieure au taux d'intérêt, l'épargne augmente tandis que l'investissement diminue. Or, « the prospective supply of capital depends on the prospective rate of interest » (Keynes, 1979, p. 115) ; une fluctuation du taux d'intérêt (de marché) entraîne donc nécessairement une modification du niveau de production des biens de capital, et du niveau de production en général. C'est pourquoi « the volume of output depends on the relation of the market rate of interest to the natural rate » (Keynes, 1979, p. 119).

Keynes annonce alors que « the theory of fluctuations in output corresponding to fluctuations in the relationship of the market rate of interest to the natural rate will be the topic of our Book II » (Keynes, 1979, p. 119). En d'autres termes, il prévoit de dédier au moins un Chapitre, voire un ensemble de Chapitres, à la question des fluctuations économique, tout comme dans le *Treatise* le Livre IV concernant les fluctuations de prix faisait suite au Livre III sur les conditions d'équilibre des prix.

Si une analyse complète des fluctuations est ainsi annoncée dans le fragment de Chapitre daté de fin 1933 et reproduit dans le Volume XXIX des *Collected Writings*, les tables des matières provisoires datant de cette date n'en font pourtant pas mention, ou du moins pas en tant que Chapitre principal ou même en tant que Livre de plusieurs Chapitres ; mais de façon plus intéressante, elles ne placent pas cette analyse dans le Livre II (ce qui en aurait fait un élément central de l'ouvrage) mais généralement à la fin de l'œuvre. Ainsi, dans une table datée de décembre 1933, le Livre V comporte un Chapitre 20 intitulé « Notes on the trade cycle » (Keynes, 1973a, p. 421–422), titre du Chapitre 22 dans la version finale ; le même titre est attribué au Chapitre 24 du Livre V dans une table de la première moitié de 1934, qui n'est pas encore celle de la version finale (Keynes, 1973a, p. 423–424) ; enfin, en juillet 1935, une dernière table non définitive donne le même titre au Chapitre 25, relégué cette fois-ci au Livre VI (Keynes, 1973a, p. 525–526).

Il est probable que lorsque Keynes a rédigé ce passage à la fin de l'année 1933, il a encore en tête le dernier plan provisoire de ce qu'il nomme *The Monetary Theory of Employment* – titre transitoire entre celui de 1932 (*The Monetary Theory of Production*) et celui de la version finale, ce qui démontre que le déplacement de l'enjeu de l'ouvrage vers l'emploi et le chômage date de début 1933. Dans ce plan provisoire, le Livre II (non titré) comporte cinq Chapitres et semble dédié à la question de l'investissement. Après quatre Chapitres traitant successivement du taux d'intérêt, des facteurs déterminants de l'investissement et de la préférence pour la

### 8.3. ÉLABORATION DE NOUVEAUX CONCEPTS ET TRAITEMENT DE LA QUESTION DES CYCLES DANS LES PREMIERS MANUSCRITS DE LA THÉORIE GÉNÉRALE

---

liquidité, le Chapitre 11 examine « The Business Cycle in the light of the above » (Keynes, 1979, p. 62).

Aucun fragment manuscrit ou tapé de ce Chapitre – pas plus que d’aucun autre Chapitre provisoire relatif aux fluctuations ou aux cycles – n’a été retrouvé dans les archives de Keynes. Nous pouvons toutefois faire, à partir de cette table des matières, plusieurs remarques sur sa position théorique concernant les cycles à cette période charnière. Tout d’abord, il faut souligner le changement de terminologie opéré depuis le *Treatise*, et qui n’est pas celle non plus de la *Théorie Générale* : il est question du cycle des affaires (*business cycle* – terme générique en anglais pour désigner le cycle économique et généralement réservé aux fluctuations de la production ou éventuellement de l’emploi), alors que dans le *Treatise* le terme de cycle du crédit est privilégié car il désigne directement les fluctuations de la monnaie et des prix. Enfin dans la *Théorie Générale*, c’est l’expression de « cycle du commerce » (*trade cycle*) qui est employée dans le Chapitre consacré aux fluctuations de la production et de l’emploi. Il est probable que ce changement est significatif de l’abandon d’un traitement monétaire des fluctuations de prix, pour se concentrer sur les fluctuations de la production.

Notre seconde remarque concerne la localisation de ce Chapitre dans la progression de l’argumentaire (provisoire) de l’ouvrage. Non seulement la théorie du cycle n’est plus reléguée au dernier Livre, qui à cette date paraît focalisé sur la question de l’emploi à proprement parler (bien que le Chapitre 15 fasse le lien avec la question de l’investissement), mais elle est même placée dans le Livre central consacré à l’investissement. Il est donc possible d’en déduire, à la lumière des propos tenus par l’auteur dans d’autres écrits antérieurs ou de la même période, que les fluctuations de la production sont *conditionnées* par les fluctuations de l’investissement, qui dépendent elles-mêmes de la combinaison de trois facteurs : le taux d’intérêt de marché, le taux d’intérêt naturel (le terme d’efficacité marginale du capital n’apparaît pas encore à cette date, contrairement à celui de quasi-rente qui l’a donc précédé) et la préférence pour la liquidité. Il s’agit encore d’une théorie « monétaire » de l’investissement, au sens où l’investissement en capital fixe est comparé à la détention d’autres formes d’actifs plus liquides, dont la monnaie. La pensée de l’auteur concernant les fluctuations semble donc encore fortement inspirée par la théorie du cycle du crédit au début de 1933, même si ce n’est probablement plus le cas à la fin de l’année comme l’atteste le passage à la terminologie de « cycle du commerce ».

### 8.3. ÉLABORATION DE NOUVEAUX CONCEPTS ET TRAITEMENT DE LA QUESTION DES CYCLES DANS LES PREMIERS MANUSCRITS DE LA THÉORIE GÉNÉRALE

---

Un dernier enseignement peut être tiré de la première table des matières de 1933. Il n'y est fait mention à aucun moment de la notion d'équilibre – qui ne transparaît dans la seconde table provisoire de 1933 qu'à travers un Chapitre dédié aux « fundamental equations » (Keynes, 1979, p. 63), qui disparaît dans les tables ultérieures. Par ailleurs, la plupart des Chapitres du Livre III, faisant suite au Chapitre sur les cycles et traitant de la question de l'emploi, sont intitulés dans une perspective dynamique (ou au moins de statique comparative) plutôt que d'équilibre statique : « The Influence of *Changes* in the Distribution of Income between Rentiers and Earners », « The Influence of *Changes* in the Distribution of Aggregate Quasi-rent », « The Magnitude of *Changes* in Employment relatively to *Changes* in Investment » (Keynes, 1979, p. 63, souligné par nous).

Il est donc probable que l'ambition de l'auteur en 1932 et au début de l'année 1933 était de proposer un véritable développement de sa théorie du cycle du crédit, focalisé non sur les prix comme dans le *Treatise*, mais sur la relation entre investissement, production et emploi<sup>21</sup>. Un fragment de Chapitre daté du début de l'année 1932, alors que la *Théorie Générale* est encore nommée « The Monetary Theory of Production », insiste sur la caractère intrinsèquement instable d'un système de production basé sur la recherche de profit (« The Instability of A Profit-Seeking Organization of Production » (Keynes, 1973a, p. 382)); il est intéressant dans la perspective de notre thèse pour deux raisons : d'une part il revient brièvement sur la phase de dépression et le point de retournement bas du cycle, qui étaient les éléments manquants dans le *Treatise*; d'autre il initie l'idée d'un chômage d'équilibre qui est centrale dans la version finale de la *Théorie Générale*.

Partant de l'idée que le profit des firmes est déterminé par l'inégalité investissement-épargne et que le niveau de production et d'emploi dépend du niveau de profit, conformément au cadre analytique du *Treatise*, Keynes démontre dans ce Chapitre provisoire qu'un mouvement même infime de l'investissement ou de l'épargne engendrant une perte « is likely to aggravate itself » (Keynes, 1973a, p. 382), sauf à supposer que cette perte d'aubaine n'est que de très courte durée ou qu'elle est inférieure à la marge habituellement appliquée par les producteurs sur les prix de leurs produits. Dès lors, le seul point d'équilibre que l'économie est garantie d'atteindre

---

21. Cette hypothèse est discutée par Ertürk (1998), qui démontre que, dans les manuscrits de 1932, Keynes est proche de proposer une théorie parfaitement dynamique de la demande effective, à la base d'une analyse complète de l'ensemble des phases du cycle économique, et non sur la crise et la dépression comme c'est le cas dans la version finale de la *Théorie Générale*.

### 8.3. ÉLABORATION DE NOUVEAUX CONCEPTS ET TRAITEMENT DE LA QUESTION DES CYCLES DANS LES PREMIERS MANUSCRITS DE LA *THÉORIE GÉNÉRALE*

---

est celui où l'investissement et la production ont tellement chuté (suite à une dépression économique) qu'ils ne peuvent pas baisser plus, de sorte que l'égalité entre investissement et épargne finit par être rétablie d'une façon ou d'une autre. Il s'agit du point de retournement bas, c'est-à-dire le moment où la reprise économique est possible si les conditions appropriées sont réunies ; dans ce cas, « there is likely [...] to be a modest kick-back in the upwards direction. For as soon as output ceases to fall further, disinvestment in working capital ceases ; consequently total net investment is increased and profits improve » (Keynes, 1973a, p. 387). Keynes en déduit, une fois encore, que lorsque la perturbation initiale a cessé d'agir, le système revient naturellement à l'équilibre.

Cependant, il note également que « there is no assumption whatever that the equilibrium output will be anywhere near the optimum output » (Keynes, 1973a, p. 387). En d'autres termes, il est possible que le retour à l'équilibre macroéconomique (l'égalité investissement-épargne) ne soit pas accompagné d'un plein-emploi des facteurs de production. De fait l'éventualité que l'équilibre corresponde au plein-emploi est non seulement rare, mais également anormal dans une économie développée et de libre concurrence :

[...] perhaps it is only in exceptional circumstances—during a war, a boom due to a transient stimulus, or a Five Year Plan—that we are capable of raising output to its optimum point without bringing forces into operation which tend to reduce output before this optimum point has been reached. It is to be expected that in a very poor community the risk of instability, through increasing output leading to more savings than can be absorbed, is comparatively slight. Thus it is the rich Western communities of today which are the first to experience the full inconvenience of this particular factor. (Keynes, 1973a, p. 389)

Ce passage issu d'une des toutes premières versions de la *Théorie Générale* n'est pas sans rappeler le paradoxe de la pauvreté dans l'abondance, présenté une première fois dans un article de *The Listener* en novembre 1934 (Keynes, 1973a, p. 485–492) et repris dans la version finale de la *Théorie Générale* (Keynes, 1936b, p. 30–31). Si un point d'équilibre est atteint – sans que cela ne soit jamais garanti étant donné l'instabilité intrinsèque d'une économie capitaliste – il n'est en règle générale pas un point de plein-emploi. Cela signifie que le chômage, y compris le chômage de masse, n'est pas une caractéristique propre à une dépression économique, mais peut exister

### 8.3. ÉLABORATION DE NOUVEAUX CONCEPTS ET TRAITEMENT DE LA QUESTION DES CYCLES DANS LES PREMIERS MANUSCRITS DE LA *THÉORIE GÉNÉRALE*

---

même dans une période de stabilité économique ou de croissance faible.

L'auteur ne recourt pas encore au concept de chômage involontaire, dont l'apparition dans les manuscrits semble postérieure à l'adoption du principe de demande effective (qui date elle-même de la fin 1933), mais l'intuition est bien la même. Il ne s'agit en effet pas d'un chômage frictionnel, dû à un mauvais fonctionnement du marché du travail, ni d'un chômage volontaire qui résulterait de comportements anti-concurrentiels de la part des agents ; le chômage est ici consubstantiel au système économique et à l'instabilité propre au motif guidant les décisions des entrepreneurs, à savoir le profit.

L'introduction du principe de demande effective puis du concept de chômage involontaire marque la fin de la période de transition entre le *Treatise* et la *Théorie Générale* dans les manuscrits, comme l'atteste la table des matières datée du milieu de l'année 1934 qui dans ses grandes lignes est celle de la version finale, abandonnant toute référence à l'économie d'entrepreneur. La troisième partie de notre thèse traite précisément de l'effet de ce changement conceptuel et analytique sur l'approche des fluctuations et des cycles dans la *Théorie Générale* et ses articles « compagnons » de 1937.

## Troisième partie

Demande effective, investissement  
et anticipations au cœur de la  
théorie des cycles de la *Théorie  
Générale*



Dans une lettre adressée à George B. Shaw et datée du 1<sup>er</sup> janvier 1935, Keynes explique son état d'esprit au moment où la *Théorie Générale* entre dans sa phase finale d'écriture<sup>1</sup>, et prouve qu'il est relativement conscient de la portée que celui-ci pourrait avoir dans le domaine de la théorie économique :

[...] I believe myself to be writing a book on economic theory which will largely revolutionize—not, I suppose, at once but in the course of the next ten years—the way the world thinks about economic problems. When my new theory has been duly assimilated and mixed with politics and feelings and passions, I can't predict what the final upshot will be in its effect on action and affairs. But there will be a great change, and, in particular, the Ricardian foundations of Marxism will be knocked away.

I can't expect you, or anyone else, to believe this at the present stage. But for myself I don't merely hope what I say, in my own mind I'm quite sure. (Keynes, 1973a, p. 492–493)

L'un des objectifs de l'œuvre est donc bien de provoquer la controverse, voire la révolution, au sein du monde académique. Ce mouvement est, comme nous l'avons démontré au chapitre 8, initié dès les premiers manuscrits où l'économie coopérative de la théorie néoclassique est opposée à une économie monétaire de production dont l'examen n'aurait encore jamais été mené dans l'histoire de la science économique. Si cette opposition disparaît en tant que telle de l'argumentaire de la version finale, elle transparaît tout de même dans le Livre I d'introduction, dont les deux premiers Chapitres ne sont autres qu'une critique de l'école (néo)classique et de ses « postulats » – qui sont en réalité les résultats principaux de l'analyse microéconomique de l'optimum du producteur et de l'optimum du ménage représentatif.

L'ambition de Keynes est de proposer une théorie *générale*, qui inclurait la théorie classique comme cas-limite, permettant d'identifier les principaux déterminants du niveau d'emploi à tout moment. Avançant l'idée que la théorie classique n'est valable que dans une situation où il y a un plein-emploi des travailleurs disponibles au taux de salaire existant, il estime que l'enjeu de sa propre théorie est de rendre compte du processus de fixation du niveau d'emploi dans toutes les autres situations, c'est-à-dire lorsqu'il existe du chômage, et plus précisément ce qu'il nomme du chômage involontaire. Dans cette perspective, il propose de substituer à la loi de Say – qui

---

1. La publication est à cette date prévue pour la fin de l'année et sera finalement reportée au début de l'année 1936.

sous-tendrait l'ensemble de la théorie classique – un principe nouveau, le principe de la demande effective.

Si un premier exposé de ce principe est mené dès le Chapitre 3, son élaboration occupe en réalité la quasi-totalité de l'ouvrage. Si le Livre II est essentiellement dédié à la définition conceptuelle et formelle des principales variables économiques retenues par l'auteur (production, emploi, revenu, consommation, épargne, investissement), les Livres III et IV sont chacun dévolus à l'une des deux composantes de la demande effective, à savoir la consommation des ménages et l'investissement des entreprises. A ce titre, la *Théorie Générale* pourrait être vue comme une simple extension du *Treatise*, où est déjà opérée une distinction au sein du volume total de la production nationale entre les biens de consommation et les biens de capital. Il y a pourtant au moins une différence notable entre les deux œuvres concernant le rôle de la demande de biens et services. Dans le *Treatise*, la consommation et l'investissement ne sont étudiés, très brièvement pour la première d'ailleurs, que dans la mesure où leurs variations modifient la demande de monnaie, qui à son tour provoque une variation des prix et, *par le biais de cette variation des prix*, a un impact sur l'emploi. Dans la *Théorie Générale*, au contraire, Keynes montre qu'une variation de la demande de biens peut provoquer une variation de l'emploi *même en l'absence d'une variation des prix*.

Dès lors il s'agit d'étudier les motifs qui conduisent les ménages à modifier leur niveau de consommation indépendamment d'une variation des prix, et les entreprises à modifier leur niveau d'investissement indépendamment d'une variation de leurs profits due à une variation des prix. Le Livre III introduit le concept de propension à consommer, c'est-à-dire la fonction liant la consommation agrégée au niveau de revenu national et, implicitement, au niveau d'emploi global. A cette occasion, une « loi psychologique fondamentale » est formulée, qui est au centre du principe de la demande effective : à mesure que le revenu d'une communauté s'accroît, la proportion de ce revenu dépensée en consommation est réduite, ce qui crée un problème de débouchés pour les entrepreneurs dans leur ensemble.

Le Livre IV fournit alors le complément au principe de la demande effective : l'écart entre le revenu distribué aux ménages et le niveau de leurs dépenses de consommation doit être compensé par l'investissement des firmes. Celui-ci dépend essentiellement de deux facteurs, l'efficacité marginale du capital (EMC) et le taux d'intérêt, qui (comme nous l'avons évoqué à la section 8.3) sont comparés pour dé-

terminer la répartition des ressources financières des investisseurs entre les actifs de capital fixe et les actifs plus liquides comme la monnaie. L'origine du chômage se trouverait dans l'insuffisance de l'effort d'investissement des firmes, conduisant à un niveau sous-optimal de production, ainsi qu'à un sous-emploi des travailleurs disponibles et prêts à offrir leur force de travail au salaire existant.

Le principe de la demande effective amène à la conclusion qu'en règle générale, l'emploi se fixe à un niveau insuffisant pour occuper l'ensemble de la main-d'œuvre, définissant ce qui est désormais communément appelé un équilibre de sous-emploi. Il apparaît que l'essentiel du propos de la *Théorie Générale* constitue une analyse statique de cet équilibre. Dans le chapitre 9, nous présentons les principaux éléments constitutifs de cette analyse, en démontrant qu'elle s'articule autour de trois concepts : la propension marginale à consommer (*marginal propensity to consume*), l'efficacité marginale du capital et la préférence pour la liquidité (*liquidity-preference*). Ces concepts ont en commun un caractère « psychologique » et en même temps « social », puisque l'analyse est menée à un niveau immédiatement macroéconomique et envisage les agents comme des groupes ou des collectivités plutôt que comme des individus. Chacun des concepts est par ailleurs le facteur déterminant de l'une des composantes de la demande globale ou de la demande de monnaie. La propension marginale à consommer, supposée inférieure à l'unité dans la plupart des économies développées, est au centre du problème de débouchés mais est également la variable-clé du processus de multiplicateur de l'investissement public, qui est l'une des principales solutions au chômage involontaire avancées dans la *Théorie Générale*. La préférence pour la liquidité s'inspire quant à elle de certaines idées présentes dans le *Treatise* concernant les motifs de détention de la monnaie et l'évolution de l'opinion des agents à l'égard des opportunités de placement de leurs avoirs.

Nous réservons l'étude de l'efficacité marginale du capital au chapitre 10, afin de démontrer dans quelle mesure les anticipations des entrepreneurs – notamment celles de long terme – jouent un rôle majeur dans la fixation non seulement du niveau d'investissement en capital fixe et circulant, mais également, en vertu du principe de la demande effective, du niveau d'emploi. Plus précisément, la prise de décision de l'entrepreneur concernant un investissement en capital dépend de la confrontation entre le taux d'intérêt de marché (qui dépend lui-même du degré d'incertitude quant à l'avenir) et de l'EMC, qui synthétise la dimension technique de l'investissement

et l'état des anticipations de long terme. Ce dernier facteur repose en grande partie sur une convention sociale, à savoir l'idée que la conjoncture économique à la date présente devrait se poursuivre à l'avenir ; une telle convention contribue donc à stabiliser l'effort d'investissement à un niveau minimal, en rassurant les entrepreneurs quant au risque de non-rentabilité de leurs achats de biens de capital.

Les deux premiers chapitres de cette troisième partie de la thèse discutent donc des facteurs définissant l'équilibre statique de la *Théorie Générale*, dont les commentateurs ont considéré qu'il s'agit de la contribution majeure, voire unique, de Keynes à la macroéconomie contemporaine. Pourtant, les Livres V et VI introduisent également une analyse dynamique du principe de la demande effective, en deux temps. Tout d'abord, l'hypothèse de rigidité des prix et des salaires faite au Livre I est levée, et permet à l'auteur d'étudier l'impact d'une variation des salaires nominaux sur le niveau d'emploi (Chapitre 19) et de développer une théorie de la fluctuation des prix d'équilibre (Chapitre 21). Ensuite un Chapitre entier est consacré à la définition d'une théorie des cycles inspirée du principe de la demande effective, dans laquelle les fluctuations de court terme de l'emploi et de la production sont expliquées principalement par les fluctuations de l'investissement, qui elles-mêmes dépendent de l'évolution des anticipations des entrepreneurs et, de façon secondaire, de l'évolution du taux d'intérêt pratiqué par les autorités monétaires. Le chapitre 11 vise à démontrer que les facteurs déstabilisant l'état conventionnel de la prévision à long terme, c'est-à-dire les comportements spéculatifs des investisseurs et les comportements des entrepreneurs guidés par leurs « esprits animaux », sont en grande partie à l'origine des oscillations cycliques de l'emploi.

Notre objectif dans cette troisième partie de la thèse n'est donc pas de démontrer la primauté de l'analyse dynamique dans la *Théorie Générale*, mais d'expliquer dans quelle mesure le modèle (non formel) d'équilibre statique de sous-emploi des Livres I à IV constitue une base à l'analyse dynamique des Livres V et VI<sup>2</sup>, tout comme le Livre III du *Treatise* est le fondement statique de l'analyse dynamique du Livre IV de cet ouvrage. Nous ne nous restreindrons cependant pas à l'étude de la seule *Théorie Générale*, mais ferons également référence aux articles « compagnons » publiés par Keynes au cours de l'année 1937 et reproduits dans le Volume XIV des

---

2. Notre exposition de la *Théorie Générale* de l'Emploi aux chapitres 9 et 10 se focalise sur les éléments directement utiles pour la compréhension de la théorie du cycle du commerce (*trade cycle*) du Chapitre 22. Pour une présentation plus détaillée des enjeux et mécanismes de la détermination du niveau d'emploi de court terme, voir Dos Santos Ferreira (2000).

*Collected Writings* (Keynes, 1973b). En effet, quatre d'entre eux reviennent sur certains points de l'ouvrage de 1936, soit pour les défendre contre les critiques adressées par l'orthodoxie néoclassique, soit pour les développer ou les expliquer avec plus de clarté. Si deux de ces articles s'intéressent à la question du taux d'intérêt (Keynes, 1937b,d), les deux autres proposent une remise en perspective de la philosophie générale de l'œuvre (Keynes, 1937a,c). L'article publié dans le *Quarterly Journal of Economics* sous le titre de « The General Theory of Employment » est probablement le plus célèbre de tous, car il a servi de fondement au développement du courant post-keynésien. Il est également le plus intéressant dans le cadre de notre problématique particulière : il expose l'essentiel des arguments de la *Théorie Générale* en insistant sur le rôle de l'incertitude et des anticipations dans la génération des fluctuations de court terme de l'emploi, démontrant ainsi que la dimension dynamique du chômage est l'une des principales justifications de la mise en œuvre de politiques *contra-cycliques* keynésiennes.

DEMANDE EFFECTIVE, INVESTISSEMENT ET ANTICIPATIONS AU  
CŒUR DE LA THÉORIE DES CYCLES DE LA *THÉORIE GÉNÉRALE*

---

## Chapitre 9

# La Théorie Générale de l'Emploi, une analyse statique de l'équilibre de sous-emploi

Si l'on exclut les deux Chapitres introductifs définissant l'« école classique » et ses deux « postulats », la *Théorie Générale* s'ouvre sur le principe de la demande effective, présenté comme la clé de la compréhension du fonctionnement à court terme d'une économie et notamment du problème économique majeur – ou du moins considéré comme tel au moment où l'ouvrage est rédigé et publié – qu'est le chômage. En effet, la théorie (néo)classique serait incapable de répondre à ce problème car elle suppose *de facto* que le chômage ne peut pas exister, ou que s'il existe il n'est que temporaire, et est de nature volontaire ou frictionnel (Keynes, 1936b, p. 15–16). Une Théorie Générale de l'Emploi se doit d'examiner les situations où l'emploi est fixé à un niveau inférieur à son optimum, c'est-à-dire les situations où il existe un chômage qui ne serait ni transitoire, ni volontaire, ni frictionnel. C'est ainsi qu'est introduit le concept de chômage involontaire (Keynes, 1936b, p. 16), qui traduit l'idée que la situation de l'emploi ne dépend pas uniquement de l'ajustement par les prix et les quantités sur le marché du travail, comme le stipule la vision marshallienne de l'équilibre partiel, mais également des conditions régnant sur le marché des biens et services, ce qui implique un certain degré d'interdépendance des marchés (sans pour autant qu'il s'agisse d'un équilibre ou déséquilibre général au sens walrasien du terme).

Plus précisément, le principe de la demande effective repose sur la confrontation entre l'offre globale, notée  $Z$ , et la demande globale  $D$  qui dépendent toutes deux de la quantité d'emploi (c'est-à-dire le nombre de travailleurs effectivement occupés) :

Let  $Z$  be the aggregate supply price of the output from employing  $N$  men, the relationship between  $Z$  and  $N$  being written  $Z = \phi(N)$ , which can be called the *aggregate supply function*. Similarly, let  $D$  be the proceeds which entrepreneurs expect to receive from the employment of  $N$  men, the relationship between  $D$  and  $N$  being written  $D = f(N)$ , which can be called the *aggregate demand function*. (Keynes, 1936b, p. 25)

Nous étudierons plus en détail dans la section 9.2 la définition et les déterminants de l'offre globale, tandis que nous nous focaliserons dans la première section sur les déterminants principaux de la demande globale. Nous pouvons toutefois faire dès à présent une remarque d'ordre général concernant cette dernière : la demande globale est une quantité *anticipée* et non réalisée ; elle caractérise donc le comportement des entrepreneurs en fonction de leur *perception* des décisions présentes et futures des demandeurs de biens et services, et non le comportement des demandeurs eux-mêmes. Comme nous le démontrerons au chapitre 10, cette nuance est essentielle car elle implique que la manière dont se forment les anticipations des entrepreneurs est au cœur du processus de détermination du niveau d'activité économique.

Considérant que la théorie classique de la production et de la valeur procure les enseignements suffisants à la compréhension de l'offre de biens et services, l'auteur estime que l'essentiel de son œuvre doit être consacré à l'examen de la fonction de demande globale, qui a quant à elle été négligée (selon lui) depuis les écrits de Robert Malthus au début du XIX<sup>e</sup> siècle :

The aggregate supply function, however, which depends in the main on the physical conditions of supply, involves few considerations which are not already familiar. The form may be unfamiliar but the underlying factors are not new. [...] In the main, it is the part played by the aggregate demand function which has been overlooked ; and it is to the aggregate demand function that we shall devote Books III and IV. (Keynes, 1936b, p. 89)

En vérité, Keynes cherche surtout à démontrer le fait que les éléments de la demande globale sont essentiels dans la détermination du niveau global d'emploi. Ce dernier reste néanmoins l'objet premier de la Théorie Générale de l'Emploi, et dé-

pend autant de l'offre que de la demande. En d'autres termes, il s'agit de mettre en avant l'idée que les choix de l'entrepreneur sont guidés aussi bien par les conditions physiques de la production, c'est-à-dire le niveau de technologie (ou de progrès technique) à sa disposition, que par la demande globale. C'est là ce qui distingue la théorie de l'*entrepreneur* – rappelons que dans les premiers manuscrits de la *Théorie Générale*, le principe de la demande effective est l'élément principal d'une économie d'entrepreneur – d'une théorie de l'*offre* (qui se contente bien souvent de l'étude des conditions techniques de la production). Si la seconde consiste à déterminer la forme de la courbe d'offre globale, la première consiste à examiner comment l'offre et la demande globales influencent simultanément la décision des entrepreneurs à offrir un certain volume d'emploi aux travailleurs.

La Théorie Générale de l'Emploi est donc une analyse de la façon dont « the volume of employment is given by the point of intersection between the aggregate supply function and the aggregate demand function » (Keynes, 1936b, p. 25). Par conséquent, étant donné que le présent chapitre cherche à rendre compte de l'équilibre statique de sous-emploi qui résulte de la confrontation entre offre et demande globales, nous procéderons en deux temps. Dans une première section, nous examinerons les trois facteurs psychologiques fondamentaux dont dépend la demande globale, à savoir la propension marginale à consommer, l'efficacité marginale du capital et la préférence pour la liquidité. Sous l'effet d'une « loi psychologique fondamentale », la propension marginale à consommer est inférieure à l'unité, générant un problème potentiel de débouchés pour la production des entrepreneurs ; en fonction de l'EMC et de la préférence pour la liquidité, l'investissement des firmes pourrait ne pas être suffisant pour atteindre un point où la demande globale (anticipée) en biens et services permet aux entreprises d'exploiter à plein les capacités productives de l'économie. Dans une seconde section, après une brève présentation des déterminants de l'offre globale, nous démontrerons que la conjonction des trois facteurs psychologiques, du niveau de la technologie et de l'état des anticipations des entrepreneurs définit un point d'équilibre, nommé point de demande effective, auquel le niveau d'emploi est en règle générale insuffisant pour occuper l'ensemble de la main-d'œuvre prête à travailler au salaire existant, conduisant à une situation de chômage involontaire.

## 9.1 Les trois facteurs fondamentaux de la demande globale

La demande globale est définie comme le niveau des recettes de vente (*proceeds*) que les entrepreneurs anticipent de connaître suite à l'emploi d'une certaine quantité de travailleurs (Keynes, 1936b, p. 25). En écartant provisoirement la question de la formation des anticipations, il est possible d'interpréter cette définition de la façon suivante. Pour une quantité donnée de travailleurs embauchés  $N$ , les firmes distribuent un revenu aux travailleurs qu'elles emploient, qui à leur tour utilisent ce revenu pour financer leurs dépenses courantes de consommation, alimentant ainsi les recettes de vente des firmes produisant les biens de consommation. Par ailleurs, il est probable que pour produire les biens demandés, les entrepreneurs aient recours à des machines et des outils, qu'ils doivent régulièrement remplacer du fait de l'usure et de l'obsolescence (ce qui est nommé l'investissement de remplacement) et dont ils augmentent le volume lorsqu'ils souhaitent accroître leur volume de production et d'embauche (ce qui est nommé l'investissement net) ; l'investissement en capital fixe<sup>1</sup> constitue ainsi la source des recettes de vente des producteurs des biens de capital, pour reprendre la terminologie employée dans le *Treatise*<sup>2</sup>. Par conséquent, la demande globale pour les biens dans une économie est la somme des dépenses anticipées de consommation, notées  $D_1$  et des dépenses anticipées d'investissement, notées  $D_2$ , de sorte que  $D_1 + D_2 = D$  (Keynes, 1936b, p. 28–29).

Outre la demande globale de biens, il est possible de définir deux autres types de demande. Tout d'abord, la demande d'emploi émane des ménages qui offrent leur force de travail en échange d'un salaire nominal (une quantité de monnaie) qui leur permet principalement de financer leurs dépenses de consommation. Ensuite, la demande de monnaie est déterminée par les besoins de liquidités de la part des ménages et des entreprises, afin de financer leurs différentes transactions – qu'il s'agisse de la rémunération des facteurs de production, de l'achat ou de la vente des biens, ou encore de l'achat ou de la vente d'actifs financiers.

En supposant que le salaire nominal  $W$  et le salaire réel sont fixés – hypothèse

---

1. Nous écartons momentanément et volontairement la question de l'investissement en capital circulant, pourtant cruciale aux yeux de Keynes, dont nous discuterons plus spécifiquement les enjeux dynamiques dans le chapitre 11.

2. Un tableau comparatif des terminologies respectives du *Treatise* et de la *Théorie Générale* est proposé en annexes.

## 9.1. LES TROIS FACTEURS FONDAMENTAUX DE LA DEMANDE GLOBALE

---

faite dans les quatre premiers Livres de la *Théorie Générale* et levée au Livre V, comme nous l'expliquerons au chapitre 11<sup>3</sup> – la demande d'emploi des ménages, fonction de ces deux variables, est inélastique et ne nécessite pas de développement particulier. A l'inverse, la demande globale et la demande de monnaie dépendent, au moins en partie, du revenu monétaire distribué aux ménages par les firmes. Ce revenu est lui-même proportionnel au niveau d'emploi effectivement constaté dans l'économie : sous l'hypothèse de rigidité parfaite du salaire nominal et réel, lorsque le niveau d'emploi augmente, le revenu nominal du travail augmente également car il est le produit du niveau d'emploi par le niveau de rémunération. Or, pour déterminer le niveau de la demande effective et donc le niveau d'emploi qu'elles proposeront effectivement, les firmes doivent pouvoir anticiper la façon dont la demande globale évoluera dans le cas où le revenu évoluerait suite à une variation à la hausse ou à la baisse du niveau d'emploi. C'est pourquoi l'essentiel des Livres III et IV de la *Théorie Générale* cherche à expliquer comment les composantes de la demande globale, à savoir la consommation et l'investissement, sont influencées par le niveau de revenu monétaire.

Dans la présente section, nous montrons dans un premier temps que la relation entre le niveau de consommation et le niveau de revenu est directe, et est nommée la propension à consommer (*propensity to consume*). Elle est supposée croissante, bien que la part du revenu dépensé à titre de consommation tende à être décroissante à mesure que le revenu augmente. Ce constat est à l'origine d'une loi psychologique fondamentale qui conclut à l'existence *en règle générale* d'une propension marginale à consommer – la première des trois variables psychologiques fondamentales – inférieure à l'unité, posant le problème d'une insuffisance des débouchés pour les entrepreneurs dans une économie (théorique) où ne seraient produits que des biens de consommation. Dans un second temps, nous nous intéressons à la relation entre le niveau d'investissement et le niveau de revenu, qui est une relation indirecte. Elle résulte de l'influence des deux autres variables psychologiques fondamentales, l'efficacité marginale du capital et la préférence pour la liquidité. L'étude détaillée de la première étant menée au chapitre 10, nous nous focaliserons à cette occasion sur la

---

3. La rigidité du salaire réel, c'est-à-dire du rapport entre salaire nominal et niveau général des prix, suppose une rigidité à la fois du salaire nominal et des prix. Cette double hypothèse est introduite au Chapitre 3 du Livre I (Keynes, 1936b, p. 27) afin de simplifier l'exposition du principe de la demande effective, en reportant l'étude complexe des effets sur l'emploi d'un ajustement par les prix sur les marchés du travail et des biens à deux Chapitres dédiés du Livre V, une fois la *Théorie Générale* de l'Emploi pleinement établie (Keynes, 1936b, p. 257).

seconde, qui détermine le niveau du taux d'intérêt, et donc la demande de liquidités à des fins d'investissement productif et la demande de monnaie en général.

### La propension à consommer

L'analyse de la propension à consommer et de ses variables occupe l'intégralité du Livre III de la *Théorie Générale*, qui détaille successivement les facteurs objectifs puis les facteurs subjectifs guidant le comportement des consommateurs à un niveau individuel *et* agrégé, avant de se concentrer sur le concept de propension marginale à consommer dans le cadre du multiplicateur keynésien de l'investissement public (offrant ainsi une transition vers le Livre IV consacré à l'investissement en tant que tel). Comme nous l'avons indiqué, la propension à consommer correspond à la relation fonctionnelle entre le niveau de consommation agrégé et le niveau de revenu national ; il s'agit donc d'une fonction macroéconomique déterminant comment, en moyenne, la communauté dans son ensemble décide de la part de son revenu qu'elle dépense sous forme de l'achat de biens pour la satisfactions des besoins primaires (alimentation, habillement, logement) et secondaires (dépenses à vocation sociale, culturelle ou de loisirs).

Dès lors, il est nécessaire de définir en premier lieu ce qui est entendu par « revenu ». Celui-ci correspond au premier abord au total des recettes des ventes effectuées à une période donnée par les entrepreneurs, noté  $A$ . Par période, nous entendons ce que Keynes nomme le « jour » (*day*), c'est-à-dire « the shortest interval after which the firm is free to revise its decision as to how much employment to offer » (Keynes, 1936b, p. 47, note 1). Compte tenu de la pratique habituelle des contrats de travail et du versement des salaires aux travailleurs (généralement hebdomadaire ou mensuel), une période correspondrait à un intervalle de temps compris entre une semaine et un mois. Cette définition de la période courante est ainsi compatible avec l'hypothèse de rigidité à court terme des salaires nominaux, puisqu'au cours d'une période, les contrats de travail ne peuvent être renégociés de sorte que le taux de rémunération des travailleurs peut être supposé constant.

Les entrepreneurs s'engagent dans un processus de production en espérant que le total des recettes de vente couvre au moins les deux types de coûts liés à ce processus : le coût des facteurs  $F$  et le coût d'usage  $U$ . Le coût des facteurs correspond à la somme (monétaire) totale versée aux différents facteurs de production, dont est

## 9.1. LES TROIS FACTEURS FONDAMENTAUX DE LA DEMANDE GLOBALE

---

exclu le service fourni par les entrepreneurs eux-mêmes. Le coût d'usage est quant à lui défini comme « the amounts which he [the entrepreneur] pays out to other entrepreneurs for what he has to purchase from them together with the sacrifice which he incurs by employing the equipment instead of leaving it idle » (Keynes, 1936b, p. 23) ; en d'autres termes, il s'agit de la somme des consommations intermédiaires et de l'amortissement (net de la dépréciation « naturelle » du capital liée à l'obsolescence). La différence  $A - (F + U)$  correspond donc au niveau agrégé du revenu des entrepreneurs (*the income of the entrepreneur*), tandis que le revenu à proprement parler – ce qui est nommé le revenu monétaire de la communauté dans le *Treatise* – est égal à la somme du coût des facteurs (qui constituent le revenu de ces facteurs<sup>4</sup>) et du revenu des entrepreneurs, soit  $F + [A - (F + U)] = A - U$ <sup>5</sup>.

Le calcul du revenu *net* de l'entrepreneur et, partant, du revenu net de la communauté suppose d'introduire un coût supplémentaire (*supplementary cost*)  $V$ , défini comme « an involuntary loss (or gain) in the value of his [the entrepreneur's] capital equipment, occurring [...] on account of (e.g.) a change in market values, wastage by obsolescence or the mere passage of time » (Keynes, 1936b, p. 56). La somme  $U + V$  représente le coût total de dépréciation, volontaire et involontaire, de la valeur du capital fixe, de sorte que le revenu net des entrepreneurs est égale à  $A - (F + U + V)$  et le revenu net de la communauté à  $A - U - V$  (Keynes, 1936b, p. 57). Dans l'ensemble, la distinction entre revenu et revenu net n'est pas véritablement un enjeu pour la détermination du niveau d'emploi, ce qui nous incite à nous référer en règle générale au revenu brut dans le traitement de la Théorie Générale de l'Emploi, en mentionnant les changements éventuels lorsque cette distinction est nécessaire<sup>6</sup>.

Par conséquent, le revenu évolue en fonction de cinq variables : les prix des biens vendus, la quantité de biens vendus, la quantité de facteurs employés, les rémunérations nominales des facteurs et le montant du coût d'usage. Les prix des biens et les rémunérations nominales des facteurs sont supposés donnés pour l'entrepreneur ;

---

4. « The factor cost is, of course, the same thing, looked at from the point of view of the entrepreneur, as what the factors of production regard as their income. » (Keynes, 1936b, p. 23)

5. « Thus the factor cost and the entrepreneur's profit make up, between them, what we shall define as the *total income* resulting from the employment given by the entrepreneurs. » (Keynes, 1936b, p. 23)

6. Keynes consacre une partie importante du Chapitre 6 du Livre II aux définitions du revenu, du revenu de l'entrepreneur, du revenu net et du coût d'usage. Nous choisissons de ne pas commenter de façon plus détaillée le débat qu'il y mène sur l'opportunité de recourir au revenu net plutôt qu'au revenu brut, ni sur l'importance du coût supplémentaire, car cela supposerait une longue digression par rapport à l'objet principal de cette section.

## 9.1. LES TROIS FACTEURS FONDAMENTAUX DE LA DEMANDE GLOBALE

---

le montant du coût d'usage est quant à lui généralement proportionnel au volume de production (y compris l'amortissement, qui dépend de l'intensité d'utilisation du capital fixe), qui est lui-même proportionnel au volume d'emploi. Keynes estime par ailleurs que les différents facteurs de production peuvent tous être exprimés par équivalence en niveau d'emploi des travailleurs. Enfin la quantité de biens vendus correspond à la demande globale, dont nous avons expliqué qu'elle est une fonction  $f(N)$  de l'emploi. Au final, le revenu dépend directement ou indirectement du niveau d'emploi dans l'économie.

Puisque la propension à consommer est la fonction reliant le niveau de consommation agrégé et le revenu monétaire de la communauté, il s'agit implicitement de déterminer « what sum will be spent on consumption when employment is at a given level » (Keynes, 1936b, p. 90). Pour simplifier la compréhension et offrir un parallèle entre la détermination macroéconomique du niveau de consommation et les décisions microéconomiques du consommateur, l'auteur a toutefois recours à une transformation de variables en rapportant la consommation et le revenu au taux de rémunération des travailleurs  $W$ , qu'il nomme l'unité de salaire (*wage-unit*) :

It is more convenient [...] to work in terms of a slightly different function, namely, the function which relates the consumption in terms of wage-units ( $C_w$ ) to the income in terms of wage-units ( $Y_w$ ) corresponding to a level of employment  $N$ . [...] We will therefore define what we shall call the propensity to consume as the functional relationship  $\chi$  between  $Y_w$ , a given level of income in terms of wage-units, and  $C_w$  the expenditure on consumption out of that level of income, so that

$$C_w = \chi(Y_w) \quad \text{or} \quad C = W \cdot \chi(Y_w)$$

(Keynes, 1936b, p. 90)

La conclusion en est que la consommation globale est avant tout déterminée par le niveau du revenu de la communauté, c'est-à-dire du niveau d'emploi, et plus précisément du revenu net de la communauté. Il peut toutefois changer sous l'influence d'autres facteurs, classés en fonction de leur nature objective ou subjective, y compris en l'absence d'un changement du niveau d'emploi. Nous discuterons d'abord brièvement ces facteurs alternatifs avant de nous focaliser sur le facteur principal qu'est le revenu.

## 9.1. LES TROIS FACTEURS FONDAMENTAUX DE LA DEMANDE GLOBALE

---

Les facteurs objectifs d'un changement du niveau de consommation (en-dehors d'un changement de revenu) sont au nombre de six. Le premier d'entre eux, « a change in the wage-unit » (Keynes, 1936b, p.91), ne sera étudié qu'au chapitre 11, car il suppose de lever l'hypothèse de rigidité des salaires que, par égard à la méthodologie adoptée par l'auteur, nous avons provisoirement faite. Le second est « a change in the difference between income and net income » (Keynes, 1936b, p. 92); comme nous l'avons expliqué, cette différence correspond au coût supplémentaire, c'est-à-dire à la dépréciation naturelle et involontaire de la valeur du capital fixe (par obsolescence par exemple), dont on peut supposer qu'elle ne connaît pas de variation importante à court, voire à moyen terme, étant donné qu'elle dépend de la rapidité du progrès technique et du degré de durabilité des biens de capital qui sont des éléments structurels de l'économie. De même, le troisième facteur objectif correspond aux « windfall changes in capital-values not allowed for in calculating net income » (Keynes, 1936b, p. 92); il s'agit de la dépréciation involontaire de la valeur du capital que les entrepreneurs ne peuvent pas anticiper au moment où ils calculent leur revenu net futur (et donc le revenu net de la communauté). Cet élément est par nature imprévisible et difficile à rendre compte de manière théorique, sauf à le considérer comme une variable aléatoire parfaitement non-corrélée avec les facteurs déterminant le coût d'usage  $U$  et le coût supplémentaire  $V$ ; si Keynes avance que « this should be classified amongst the major factors capable of causing short-period changes in the propensity to consume » (Keynes, 1936b, p. 93), il ne développe guère son explication.

Les quatrième et sixième facteurs objectifs ont ceci en commun qu'ils introduisent une dimension intertemporelle dans la détermination du niveau de consommation courante. Dans cette perspective, la consommation peut être modifiée à la suite de « changes in the rate of time-discounting, *i.e.* in the ratio of exchange between present goods and future goods » (Keynes, 1936b, p. 93), taux qui ne correspond pas nécessairement au taux d'intérêt, ou à la suite de « changes in expectations of the relation between the present and the future level of income » (Keynes, 1936b, p. 95). En d'autres termes, les quatrième et sixième facteurs objectifs constituent les motifs objectifs de formation de l'épargne, dans la mesure où celle-ci serait considérée comme une consommation future aux dépens de la consommation présente. Enfin, nous reportons l'examen du cinquième facteur, l'effet des « changes in fiscal policy » (Keynes, 1936b, p. 94), à la fin de cette sous-section, car il a trait à la possibilité pour

## 9.1. LES TROIS FACTEURS FONDAMENTAUX DE LA DEMANDE GLOBALE

---

un gouvernement d’agir sur la propension à consommer à travers certaines politiques budgétaires et nécessite donc de présenter d’abord la relation entre consommation et revenu dans le cadre du multiplicateur de l’investissement public.

En ce qui concerne les facteurs subjectifs de la consommation, la *Théorie Générale* en identifie huit, qui sont en réalité des facteurs déterminants de l’épargne. Il y a de fait une ambiguïté dans l’ouvrage quant au statut précis de l’épargne. Aux Chapitres 6 et 7 du Livre II, elle est définie comme un reliquat ou un différentiel, étant calculée par « [the] excess of income over consumption » (Keynes, 1936b, p. 62) ou alternativement comme « the excess of income over what is spent on consumption » (Keynes, 1936b, p. 74). Cela laisserait entendre que la décision des ménages concerne directement et exclusivement leur niveau de consommation courante, le niveau d’épargne courante – si tant est que l’intégralité du revenu n’a pas été consommée – est simplement constatée *a posteriori* à la fin de la période, après que les dépenses de consommation ont effectivement eu lieu. Or, au Chapitre 9 du Livre III, l’auteur semble au contraire supposer que les agents peuvent choisir, plus ou moins consciemment, le niveau de leur épargne *avant* d’effectuer leurs dépenses de consommation de la période courante. Il est possible d’attribuer cette ambiguïté à l’hésitation de Keynes quant à l’ampleur de la « révolution » théorique que son œuvre doit apporter à la discipline, ou encore ce qu’il est désormais convenu d’appeler son hésitation à choisir entre son « projet pragmatique » et son « projet radical » pour reprendre la distinction opérée par Orio et Quilès (1993) et Laviaille (1997). Néanmoins, les huit facteurs subjectifs de constitution d’une épargne correspondant à huit motifs appelés « Precaution, Foresight, Calculation, Improvement, Independence, Enterprise, Pride and Avarice », ont en réalité pour contrepartie des incitations à la dépense, donc à la consommation, « such as Enjoyment, Shortsightedness, Generosity, Miscalculation, Ostentation and Extravagance » (Keynes, 1936b, p. 108). Il est à noter que parmi ces huit motifs, « Calculation » correspond à la motivation classique de constitution d’une épargne : « to enjoy interest and appreciation, i.e. because a larger real consumption at a later date is preferred to a smaller immediate consumption » (Keynes, 1936b, p. 107). Dans le même temps, il est cependant avancé l’idée contraire, et particulièrement contre-intuitive, que la relation entre le montant de l’épargne et le taux d’intérêt n’est pas croissante mais décroissante (Keynes, 1936b, p. 110).

Ce paradoxe s’explique par la différence de perspective et d’échelle considérée.

## 9.1. LES TROIS FACTEURS FONDAMENTAUX DE LA DEMANDE GLOBALE

---

Dans son étude des facteurs subjectifs, comme leur nom l'indique, le point de vue adopté est celui de l'individu qui, à un niveau microéconomique, est incité à accroître le montant de son épargne lorsqu'il constate une hausse du taux d'intérêt. À l'inverse, la hausse du taux d'intérêt conduit à une baisse du niveau agrégé d'investissement, ce qui déprime la demande globale ; comme nous l'expliquerons dans la section 9.2, cette baisse de la demande globale conduit les entrepreneurs à créer un revenu national moindre, de sorte que même si au niveau individuel les agents sont incités à augmenter la part de leur revenu épargnée, au niveau agrégé le montant (absolu) de l'épargne tend à diminuer :

Thus, even if it is the case that a rise in the rate of interest would cause the community to save more *out of a given income*, we can be quite sure that a rise in the rate in interest [...] will decrease the actual aggregate of savings. (Keynes, 1936b, p. 111)

Ce paradoxe n'est autre que le paradoxe de l'épargne (*paradox of thrift*) que Bernard Mandeville – « redécouvert » par Keynes à l'occasion du Chapitre 23 relatif au mercantilisme – a été le premier à évoquer dans sa *Fable des abeilles* parue en 1724. Il expliquerait pourquoi les solutions classiques à la crise, incitant à une plus grande épargne pour faciliter le financement de l'investissement, ne conduisent qu'à une aggravation de la situation économique.

Dès lors Keynes ne saurait conseiller d'accorder trop d'importance aux facteurs subjectifs de la consommation car ils sont, par essence, liés à une compréhension microéconomique du fonctionnement de l'économie. La seconde raison invoquée pour négliger les facteurs subjectifs est qu'ils sont intrinsèquement stables dans le temps car ils dépendent de l'environnement socio-institutionnel « more or less permanent » définissant une structure de la répartition des richesses « subject only to slow change and over a long period » (Keynes, 1936b, p. 110). Comme par ailleurs les facteurs objectifs ont, à court terme, une influence sur le niveau de consommation « of secondary importance », « we are left with the conclusion that short-period changes in consumption largely depend on changes in the rate at which income [...] is being earned and not on changes in the propensity to consume out of a given income » (Keynes, 1936b, p. 110). Ceci explique rétrospectivement pourquoi la propension à consommer est exprimée comme une relation fonction uniquement du revenu (lui-même fonction du niveau d'emploi), et non également du taux d'intérêt qui pourrait inciter les ménages à réduire volontairement leurs dépenses de consommation cou-

## 9.1. LES TROIS FACTEURS FONDAMENTAUX DE LA DEMANDE GLOBALE

---

rantes pour profiter d'un gain d'utilité intertemporelle par une consommation future accrue.

Il est ainsi nécessaire de revenir plus en détail sur le lien entre consommation et revenu. Ce lien est considéré comme la loi psychologique fondamentale guidant une communauté dans le choix de son niveau de dépenses :

The fundamental psychological law, upon which we are entitled to depend with great confidence both *a priori* from our knowledge of human nature and from the detailed facts of experience, is that men are disposed, as a rule and on the average, to increase their consumption as their income increases, but not by as much as the increase in their income. (Keynes, 1936b, p. 96)

Il existerait une relation croissante (non nécessairement linéaire) entre la consommation courante et le revenu courant ; la pente de cette courbe de la consommation, égale à la dérivé première de la fonction, est positive mais inférieure à l'unité. Cette pente est nommée, conformément à la tradition marginaliste de l'école (néo)classique anglaise dont est issu l'auteur, propension marginale à consommer :

Our normal psychological law [...] can, therefore, be translated [...] into the propositions that  $\Delta C_w$  and  $\Delta Y_w$  have the same sign, but  $\Delta Y_w > \Delta C_w$  [...]. Let us define, then,  $\frac{dC_w}{dY_w}$  as the *marginal propensity to consume*. (Keynes, 1936b, p. 114–115)

La propension marginale à consommer est le paramètre essentiel de la détermination macroéconomique de la demande de biens de consommation, car elle précise de combien de dixièmes ou de centièmes d'unité la consommation agrégée augmente lorsque le revenu de la communauté augmente d'une unité. De toute évidence, plus la propension marginale est élevée, plus les entrepreneurs peuvent s'attendre à récupérer sous forme de recettes de vente un accroissement de leur niveau d'emploi, donc d'un accroissement de leurs coûts de production totaux ; en d'autres termes, plus la propension marginale à consommer est élevée, moins le risque de connaître une perte suite à une augmentation du niveau de production est élevé pour les entrepreneurs, ce qui les incite plus facilement à accroître leur embauche de travailleurs.

Cependant, le rôle le plus important affecté à la propension marginale à consommer dans la *Théorie Générale* a trait au principe du multiplicateur d'investissement (*the investment multiplier*), mieux connu sous l'appellation de multiplicateur keynés-

## 9.1. LES TROIS FACTEURS FONDAMENTAUX DE LA DEMANDE GLOBALE

---

sien. Comme nous l'avons mentionné au chapitre 8, ce multiplicateur a pour origine un article de Kahn (1931) où il est démontré qu'un accroissement de l'emploi dit primaire au moyen de dépenses publiques (comme par exemple la mise en chantier d'infrastructures) a un effet démultiplié sur le niveau d'emploi total, car l'accroissement de la consommation des chômeurs nouvellement embauchés – directement ou indirectement – par le gouvernement fournit aux entreprises un stimulus à l'embauche d'une quantité supplémentaire de travailleurs. Keynes traduit ce mécanisme non plus en termes d'emploi mais en termes de revenu, et en reformulant le principe du multiplicateur en tenant compte du principe de la demande effective.

En supposant que le revenu (exprimé en unité de salaire)  $Y_w$ , le niveau de consommation  $C_w$  lui-même fonction du revenu, et l'investissement en capital fixe  $I_w$  sont donnés, la demande globale  $D$  est égale à la somme  $C_w + I_w$ ; d'après le principe de la demande effective que nous détaillerons à la section 9.2, le niveau de revenu est fixé en fonction de la demande globale, de sorte que  $Y_w = C_w + I_w$  et que  $\Delta Y_w = \Delta C_w + \Delta I_w$ . Par ailleurs, selon la loi psychologique fondamentale, la consommation augmente suite à une augmentation du revenu dans une proportion définie par la propension marginale à consommer, notée communément  $c$ , c'est-à-dire que  $\Delta C_w = c\Delta Y_w$ <sup>7</sup>. Dès lors, on peut poser que  $\Delta Y_w = c\Delta Y_w + \Delta I_w$ , ou encore que «  $\Delta Y_w = k\Delta I_w$ , where  $1 - \frac{1}{k}$  is equal to the marginal propensity to consume » (Keynes, 1936b, p. 115). Le paramètre  $k$  est nommé multiplicateur de l'investissement, et dépend directement de la propension marginale à consommer.

Puisque  $I_w$  regroupe l'investissement des firmes *et* l'investissement public, le multiplicateur est présenté comme une justification du recours aux dépenses publiques (de grands travaux notamment) pour favoriser la croissance du revenu *et*, partant, de l'emploi. La politique budgétaire du gouvernement peut même affecter doublement la création d'emploi, d'une part directement à travers l'investissement public, et d'autre part indirectement à travers l'effet de la politique fiscale sur la propension à consommer. Il faut rappeler que parmi les facteurs objectifs déterminant un chan-

---

7. Contrairement à ce qui est appelé dans la macroéconomie actuelle la fonction de consommation keynésienne, linéaire et dont la propension marginale à consommer est donc constante, la propension à consommer décrite dans la *Théorie Générale* n'est pas nécessairement une fonction linéaire. Il est même jugé probable que la propension marginale décroisse à mesure que le niveau du revenu augmente, sans que ce taux de décroissance soit lui-même constant [ref]. Par facilité d'exposition, et étant donné que le présent chapitre adopte une approche de statique comparative et de court terme, nous pouvons toutefois nous limiter au cas où  $c$  est constant au moins à court terme.

## 9.1. LES TROIS FACTEURS FONDAMENTAUX DE LA DEMANDE GLOBALE

---

gement du niveau de consommation en l'absence de variation du revenu, figure la politique fiscale ; plus précisément, cette politique peut affecter la quantité de revenu effectivement disponible pour la consommation.

Il convient en effet de faire une distinction entre le revenu – brut ou net – et le revenu *disponible*, ou revenu après impôts, qui est celui dont les ménages peuvent effectivement utiliser pour leurs dépenses ou leur épargne. Si le gouvernement décide d'une augmentation généralisée du taux d'imposition sur le revenu, il est possible de s'attendre à une réduction de la propension à consommer, puisque le niveau courant du revenu disponible agrégé des ménages est diminué suite à l'augmentation du montant agrégé d'impôts sur le revenu qu'ils sont obligés de payer à l'État ; la baisse de la consommation peut toutefois être atténuée selon l'utilisation qui est faite des recettes de l'impôt par l'État, car si ces recettes servent à financer l'investissement public, l'effet global sur le revenu pourrait être positif et donc inciter les agents à la consommation. En revanche, « if fiscal policy is used as a deliberate instrument for the more equal distribution of incomes », en ayant par exemple recours à un impôt sur le revenu progressif ou à une taxation visant particulièrement les revenus du capital ou de la rente (ce que Keynes nomme « [the] 'unearned' incomes »), alors « its effect in increasing the propensity to consume is [...] all the greater » (Keynes, 1936b, p. 95). La loi psychologique énoncée à un niveau agrégé serait de fait valable à un niveau plus individuel, ce qui signifie que les catégories sociales ayant un faible revenu ont tendance à avoir une propension à consommer plus grande alors que celles qui bénéficient d'un revenu élevé ont tendance à consommer moins et à épargner plus que le reste de la communauté.

Un gouvernement peut ainsi influencer le niveau de revenu de la communauté de trois manières : un accroissement de l'investissement public entraîne une hausse directe du revenu par le biais de la demande globale, et une hausse indirecte par le biais du multiplicateur ; tandis que la politique fiscale, si elle est favorable aux catégories les plus défavorisées, stimule les dépenses de consommation des ménages à un niveau agrégé, donc une hausse de la demande globale et – conformément au principe de la demande effective – du revenu national. Il apparaît que, du fait de l'existence du multiplicateur keynésien, l'investissement est au cœur non seulement de la détermination des niveaux de revenu et d'emploi, mais aussi de leur dynamique. Ceci explique l'importance accordée à son étude dans la *Théorie Générale*, qui occupe l'essentiel du Livre IV et repose sur le concept d'efficacité marginale du capital.

## L'efficacité marginale du capital

Le second facteur principal de la demande effective est l'efficacité marginale du capital qui, conjointement au taux d'intérêt, détermine le niveau d'investissement en capital fixe. L'examen détaillé de ce facteur sera mené au chapitre 10 ; cependant, afin de faciliter l'exposition du principe de la demande effective, nous allons brièvement définir le concept et expliquer le mécanisme liant EMC et volume d'investissement.

Une entreprise investit dans du capital fixe dans le but d'accroître sa capacité de production, c'est-à-dire le volume maximal de production si l'ensemble du capital fixe était utilisé à son rendement maximal et donc manœuvré par la quantité maximale de travailleurs pouvant opérer sur chacune des pièces de capital. Elle ne procède à cet investissement que si elle peut s'attendre à ce que les recettes de vente supplémentaires générées par une nouvelle pièce d'équipement compensent au moins son coût d'acquisition, voire le dépassent et génèrent ainsi des profits positifs. Les recettes de vente *anticipées* par un entrepreneur dues spécifiquement à l'acquisition d'une nouvelle pièce de capital (ou alternativement le surcroît de recettes que l'entrepreneur anticipe de connaître suite à l'augmentation de son volume de capital d'une unité), nettes du coût des facteurs et du coût d'usage, correspondent à ce que Keynes nomme le « rendement escompté de l'investissement » (*the prospective yield of the investment*). Celui-ci est calculé en sommant « [the] series of annuities  $Q_1, Q_2, \dots, Q_n$  » (Keynes, 1936b, p. 135), où  $n$  est égal à l'horizon d'exploitation de la nouvelle pièce de capital, généralement défini comme le moment où la valeur de la pièce devient nulle sous l'effet conjoint de la dépréciation volontaire liée à l'usage et de la dépréciation involontaire liée au passage du temps et à l'obsolescence.

Un investissement est jugé rentable lorsque cette série d'annuités est au moins égale au coût de l'investissement. Cependant, contrairement au calcul de la valeur actuelle nette (qui est de nos jours le premier critère de la rentabilité d'un investissement en finance d'entreprise) où le coût correspond à la valeur *marchande* de la nouvelle pièce de capital, Keynes opte pour une évaluation au coût marginal de production du capital, ce qu'il appelle le prix d'offre du bien de capital :

Over against the prospective yield of the investment we have the *supply price* of the capital-asset, meaning by this, not the market-price at which an asset can actually be purchased in the market, but the price which would just induce a manufacturer newly to produce an additionnal unit

## 9.1. LES TROIS FACTEURS FONDAMENTAUX DE LA DEMANDE GLOBALE

---

of such assets, i.e. what is sometimes called its *replacement cost*. (Keynes, 1936b, p. 135)

Dans le calcul de la valeur actuelle nette, la rentabilité est jugée en fonction de la différence entre la série d'annuités actualisées *au taux d'intérêt du marché* et le coût de l'investissement évalué à la valeur marchande ; dans la *Théorie Générale*, la rentabilité d'un investissement est jugée en fonction de la différence entre la série d'annuités actualisées *à un certain taux* (qui peut être ou non le taux d'intérêt du marché) et le prix d'offre du bien de capital. Dès lors, l'efficacité marginale d'une pièce de capital particulière est définie comme « that rate of discount which would make the present value of the series of annuities given by the returns expected from the capital-asset during its life just equal to its supply price » (Keynes, 1936b, p. 135). En-dehors de la nuance – importante – concernant la méthode d'évaluation du coût de l'investissement, l'EMC peut donc être assimilé au taux de rendement interne, c'est-à-dire le taux d'actualisation annulant la valeur actuelle nette.

Puisque l'EMC est calculée pour chaque type de biens de capital produits dans l'économie, elle ne constitue pas un critère macroéconomique, ou agrégé, de rentabilité de l'investissement. Il est toutefois possible de définir une « efficacité marginale du capital en général » (*the marginal efficiency of capital in general*), qui serait égale à « the greatest of these marginal efficiencies » des types particuliers de capital (Keynes, 1936b, p 135–136).

Le mécanisme liant l'EMC au volume effectif de l'investissement est ce que Keynes appelle la courbe de la demande de capital (*the investment demand-schedule*), en partant du principe que plus le volume d'investissement dans un type de capital est élevé, plus l'efficacité marginale de ce capital en particulier est faible. Ceci s'expliquerait par un double mouvement de baisse du rendement escompté<sup>8</sup> et d'une hausse du prix d'offre de la pièce de capital nouvelle (qui peut s'expliquer par la hausse de son coût marginal de production), rendant nécessaire la baisse du taux d'escompte des annuités futures pour maintenir l'égalité entre le rendement escompté et le prix d'offre. De la même manière, une relation décroissante peut être établie entre le volume agrégé d'investissement potentiel et l'efficacité marginale du capital en général.

---

8. L'auteur ne précise pas les raisons de cette baisse au Chapitre 11 de la *Théorie Générale* et semble supposer implicitement qu'il existe une productivité marginal du capital décroissante. Nous préférons reporter la discussion de ce problème dans le prochain chapitre, après un examen plus complet du concept d'EMC et de la question des anticipations de court et de long terme.

## 9.1. LES TROIS FACTEURS FONDAMENTAUX DE LA DEMANDE GLOBALE

---

La règle de détermination du niveau effectif de l'investissement à chaque période consiste donc à déterminer le taux d'escompte pour lequel l'investissement agrégé est tout juste rentable, et à comparer ce taux au taux d'intérêt qui correspond au coût moyen du financement de l'investissement. Keynes estime que :

[...] it is obvious that the actual rate of current investment will be pushed to the point where there is no longer any class of capital-asset of which the marginal efficiency exceeds the current rate of interest. In other words, the rate of investment will be pushed to the point on the investment demand-schedule where the marginal efficiency of capital in general is equal to the market rate of interest. (Keynes, 1936b, p. 136–137)

Si, comme nous le démontrerons au chapitre 10, cette règle de décision n'a rien d'évident, elle permet néanmoins d'entrevoir le rôle joué par le taux d'intérêt de marché dans la détermination du niveau de l'investissement en capital fixe. Or, le taux d'intérêt est lui-même déterminé par le troisième facteur fondamental de la demande effective, la préférence pour la liquidité.

### La préférence pour la liquidité

Le concept de préférence pour la liquidité est considéré comme la principale contribution de la *Théorie Générale* à la macroéconomie monétaire. Elle est définie comme le degré de préférence des individus pour les actifs les plus liquides, « money or its equivalent » (Keynes, 1936b, p. 166), par rapport à d'autres types d'actifs dans la constitution d'une épargne. En effet, le choix des ménages se décompose en deux temps, le premier étant la décision du niveau de consommation courante et de façon corollaire le montant de l'épargne agrégée, le second étant la décision quant à la forme prise par cette épargne, selon qu'elle est détenue sous forme monétaire ou de titres (de créance ou de propriété). Considérer la préférence pour la liquidité revient donc à étudier les principaux motifs de détention de la monnaie. Pourtant, comme nous l'avons noté au chapitre 6, le *Treatise* introduit déjà différents motifs de détention de la monnaie – outre le motif classique d'instrument facilitant les échanges – qui définissent trois types de dépôts bancaires : les dépôts de revenu, les dépôts d'affaires et les dépôts d'épargne. Nous avons ainsi pu établir un parallèle entre ces types et les quatre incitations à la liquidité présentées au Chapitre 15 de la *Théorie Générale*, parallèle fait de manière explicite par l'auteur dès le début de

## 9.1. LES TROIS FACTEURS FONDAMENTAUX DE LA DEMANDE GLOBALE

---

ce Chapitre (Keynes, 1936b, p. 194–195).

La première d'entre elles est le motif de revenu (*income-motive*), correspondant au stock de monnaie détenu par les agents pour effectuer leurs dépenses plus ou moins régulières, notamment de consommation, entre deux dates de versement du revenu. En conséquence, « the strength of this motive in inducing a decision to hold a given *aggregate* of cash will chiefly depend on the amount of income and the normal length of the interval between its receipt and its disbursement » (Keynes, 1936b, p. 195 ; souligné par nous), variables auxquelles il convient d'ajouter la durée moyenne séparant chaque versement de revenu (qui est en règle générale mensuelle pour les salaires et certaines rentes, mais annuelle pour les revenus du capital par exemple). Nous pouvons remarquer que ce motif est exprimé à un niveau immédiatement agrégé, et ne correspond donc pas à une agrégation de comportements individuels, mais au comportement observé en moyenne dans la communauté. Il conduit donc à la constitution de l'essentiel des dépôts de revenu dans la terminologie du *Treatise*.

La seconde incitation à la liquidité, le « motif professionnel » (Keynes, 1936c, p. 207) ou *business-motive* dans la version originale (Keynes, 1936b, p. 195), est la stricte réciproque du motif de revenu du côté des firmes :

Similarly, cash is held to bridge the interval between the time of incurring business costs and that of the receipt of the sale-proceeds ; cash held by dealers to bridge the interval between purchase and realisation being included under this heading. (Keynes, 1936b, p. 195)

Dans ce cas la quantité de monnaie détenue par les entrepreneurs dépend du volume de production, déterminant simultanément le niveau des coûts de production que les firmes doivent payer en monnaie et le niveau de recettes de vente probables (ou anticipées) de la période courante. Elle dépend en outre de la vitesse de circulation des biens, c'est-à-dire que « the strength of this demand will [...] depend on [...] the number of hands through which output passes » (Keynes, 1936b, p. 196). Par exemple, si l'on compare une situation où la marchandise est vendue directement par le producteur au consommateur et une situation où cette marchandise est d'abord vendue à un commerçant qui se charge ensuite de la revendre au consommateur final, la quantité de monnaie agrégée nécessaire à la satisfaction du motif professionnel est plus que doublée dans la seconde situation (où le producteur *et* le commerçant doivent constituer un stock de monnaie) comparée à la première (où seul le producteur demande de la monnaie à des fins professionnelles). En ce sens le

## 9.1. LES TROIS FACTEURS FONDAMENTAUX DE LA DEMANDE GLOBALE

---

motif professionnel conduit à la constitution de ce qui est nommé les dépôts d'affaires A dans le *Treatise*. Étant donné que les déterminants du motif professionnel sont les mêmes que ceux du motif de revenu, et étant donné qu'un encaissement ou un décaissement au titre du motif professionnel correspondent en général respectivement à un décaissement ou un encaissement pour motif de revenu (et inversement), il est d'usage de ne considérer ces deux premières sources de préférence pour la liquidité sous l'unique dénomination de motif de transactions (*transactions-motive*).

La troisième source de préférence pour la liquidité est le motif de précaution (*precautionary-motive*). Il correspond à la nécessité, en présence d'incertitude quant à l'avenir, de parer aux dépenses imprévisibles qui exigeraient la mobilisation immédiate de liquidités pour y faire face. De manière générale, il s'agit pour les agents – essentiellement les ménages – de détenir « an asset of which the value is fixed in terms of money to meet a subsequent liability fixed in terms of money » (Keynes, 1936b, p. 196). La monnaie, en vertu de ses fonctions d'instrument légal de liquidation des dettes et de réserve de valeur, est l'actif immédiatement mobilisable dont la détention est la moins coûteuse, puisqu'elle ne nécessite pas de conversion et ne fait pas encourir le risque d'une perte de valeur nominale à son porteur (contrairement à un titre par exemple). La détention de monnaie a certes un coût d'opportunité, nommé coût relatif de la détention de monnaie (*the relative cost of holding cash*), qui est égal au montant de l'intérêt qu'une somme identique placée sous forme de titres aurait généré. Mais lorsque l'incertitude vis-à-vis de l'avenir est très forte, voire absolue, la monnaie offre un refuge de valeur nominale en même temps que le coût de conversion des titres vers la monnaie tend à augmenter, ce qui compense en général le coût d'opportunité.

La relation entre la demande de monnaie et le taux d'intérêt, qui est indirectement établie par l'existence d'un coût d'opportunité, l'est plus directement dans le cadre du quatrième motif de détention de la monnaie, le motif de spéculation (*speculative-motive*). Il faut rappeler que l'étude de la préférence pour la liquidité a lieu dans le cadre de la décision faite par les ménages quant à la forme que revêt leur épargne. Contrairement à la monnaie qui n'offre aucun rendement nominal et peut même avoir un rendement réel négatif (en cas d'inflation), les titres de créance et de propriété donnent lieu à un paiement plus ou moins certain, et donc à un rendement nominal (voire réel) positif. Ce rendement est une fonction directe du taux d'intérêt de marché pour les titres de créance; il en est une fonction indirecte dans le cas

## 9.1. LES TROIS FACTEURS FONDAMENTAUX DE LA DEMANDE GLOBALE

---

des titres de propriété, les entreprises cherchant à offrir un taux de rendement au moins égal afin d'attirer les investisseurs potentiels qui pourraient être rebutés par l'existence d'un risque de faillite ou de non-paiement des dividendes.

Dès lors, la répartition de l'épargne entre monnaie (ou dépôts d'épargne pour reprendre la terminologie du *Treatise*) et titres varie en faveur de la première lorsque le taux d'intérêt diminue et en faveur des seconds lorsque ce taux augmente. Il est usuel de considérer que le cours d'un actif risqué évolue en sens inverse du taux d'intérêt ; par conséquent, une hausse du taux d'intérêt provoque une baisse immédiate des cours, rendant l'achat des titres relativement moins coûteux, et faisant croire aux agents optimistes quant à l'évolution future des cours – les *bulls* dans la terminologie financière et dans celle du *Treatise* – en l'existence d'une opportunité de plus-value future. Ces agents ont alors tendance à puiser dans leur stock de monnaie pour acheter des titres. C'est pourquoi :

[...] experience indicates that the aggregate demand for money to satisfy the speculative-motive usually shows a continuous response to gradual changes in the rate of interest, i.e. there is a continuous curve relating changes in the demand for money to satisfy the speculative motive and changes in the rate of interest as given by changes in the prices of bonds and debts of various maturities. (Keynes, 1936b, p. 197)

La courbe entre demande de monnaie et taux d'intérêt est une relation décroissante : plus le taux d'intérêt est élevé, moins les agents sont incités à détenir leurs actifs sous forme monétaire, d'une part car le coût d'opportunité devient trop élevé par rapport au coût de conversion, et d'autre part car la baisse des cours des titres permet aux ménages de les acheter à bas coût avec une forte probabilité de faire une plus-value à plus ou moins long terme.

Partant du constat que les trois premiers motifs de détention de la monnaie sont quasi exclusivement expliqués par le niveau de revenu monétaire de la communauté, tandis que le quatrième l'est par le taux d'intérêt de marché<sup>9</sup>, la fonction de préférence pour la liquidité ou fonction de liquidité (*liquidity function*) est formellement définie par la somme  $L_1(Y) + L_2(r)$ , « where  $L_1$  is the liquidity function correspon-

---

9. S'il est avancé que la quantité de monnaie détenue aux motifs de transactions et de précaution n'est pas entièrement indépendante de la quantité de monnaie détenue pour un motif de spéculation, par simplification l'auteur suppose que « it is a safe first approximation to regard the amounts of these two sets of cash-holdings as being largely independent of one another » (Keynes, 1936b, p. 199).

## 9.1. LES TROIS FACTEURS FONDAMENTAUX DE LA DEMANDE GLOBALE

---

ding to an income  $Y$  [...] and  $L_2$  is the liquidity function of the rate of interest  $r$  » (Keynes, 1936b, p. 199–200).

La fonction de liquidité détermine donc la quantité totale de monnaie demandée ; le montant effectif de monnaie en circulation  $M$  dépend quant à lui de l'offre de monnaie décidée par la banque centrale et le système bancaire, et ce montant effectif peut être subdivisé entre le volume de monnaie détenu (ou plus précisément utilisé) pour un motif de transactions et de précaution,  $M_1$ , et le volume de monnaie détenu pour un motif de spéculation,  $M_2$ . Dans ce cas, ce qu'il est convenu d'appeler l'équilibre sur le marché de la monnaie est défini par l'égalité  $M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$ , où les variables d'équilibre sont donc le revenu et le taux d'intérêt. Keynes explique qu'en-dehors du cas-limite où la monnaie est entièrement constituée de pièces d'or (auquel cas un changement de  $M$  se traduit par un changement proportionnel de  $Y$ , rétablissant directement l'équilibre), il est possible de considérer comme typique le cas où la création de monnaie se produit par « a relaxation of the conditions of credit by the banking system » (Keynes, 1936b, p. 200), c'est-à-dire par une baisse de  $r$ .

Le taux d'intérêt est ainsi la principale variable d'équilibre entre offre et demande de monnaie ; plus précisément « it is the 'price' which equilibrates the desire to hold wealth in the form of cash with the available quantity of cash » (Keynes, 1936b, p. 167). Il est présenté comme « a highly psychological phenomenon » (Keynes, 1936b, p. 202) ou plutôt comme « a highly conventional [...] phenomenon » (Keynes, 1936b, p. 203) car il est implicitement déterminé par l'opinion dominante au sein de la communauté quant à la valeur à laquelle il *devrait* être fixé. En effet, le motif de spéculation n'a d'existence que dans un système économique marqué par une incertitude concernant l'avenir. Cette incertitude conduit les agents à formuler des anticipations vis-à-vis de l'évolution future des variables, notamment des cours des titres, et donc à prévoir les potentielles plus-values ou moins-values sur les avoirs qu'ils détiennent sous la forme de titres. Ils ne détiennent de la monnaie pour un motif de spéculation (ou, pour reprendre la terminologie du *Treatise*, des dépôts d'épargne) que lorsqu'ils n'ont aucune garantie que l'épargne conservée sous forme de titres ne conservera pas dans un futur plus ou moins proche la même valeur nominale. Il existerait ainsi un taux d'intérêt considéré par la communauté dans son ensemble comme « sûr » (*safe*), correspondant à l'opinion dominante concernant les probabilités d'évolution à long terme de l'intérêt.

## 9.1. LES TROIS FACTEURS FONDAMENTAUX DE LA DEMANDE GLOBALE

---

Le taux d'intérêt considéré comme « sûr » n'est pas nécessairement le même pour tous les agents, car leurs anticipations de l'évolution future des taux ne sont pas homogènes. Toutefois, reprenant le mécanisme introduit dans le *Treatise* que nous avons présenté au chapitre 6, Keynes suppose qu'il existe à tout moment au sein de la communauté deux groupes, les « haussiers » (*bulls*) et les « baissiers » (*bears*), dont l'importance relative détermine l'opinion dominante quant à l'évolution future des cours et des taux (Keynes, 1936b, p. 170). Le taux « sûr » est donc l'évolution à long terme de l'intérêt considérée comme la plus probable par le groupe majoritaire au sein de la communauté. Si ce groupe est celui des *bulls*, qui anticipent une hausse future des cours, cela signifie que le taux d'intérêt est supérieur au taux « sûr » et que les agents ont tendance à échanger leur monnaie contre des titres. A l'inverse, si le groupe majoritaire est celui des *bears*, les agents supposent implicitement que le prix des titres est supérieur à celui qu'il devrait normalement être et anticipent une baisse à plus ou moins long terme, c'est-à-dire une moins-value future, ce qui signifie que leur préférence pour la liquidité est forte. En conséquence, la demande de monnaie pour un motif de spéculation tend à augmenter ; si l'offre de monnaie est fixée ou qu'elle ne parvient pas à couvrir intégralement la demande, une pression à la hausse s'exerce sur le taux d'intérêt courant du fait de la concurrence entre agents pour la détention de monnaie en circulation.

Notre exposé de la théorie de l'intérêt et de la demande de monnaie est volontairement simplifié car nous souhaitons mettre en avant le rôle de l'*état* de la préférence pour la liquidité dans la détermination du niveau *statique* de la demande de monnaie et de la demande globale. De fait, si la consommation dépend du revenu et de la propension marginale à consommer, l'investissement dépend des niveaux relatifs de l'EMC et du taux d'intérêt, ce dernier étant une fonction de l'intensité (ou du degré) de la préférence pour la liquidité. La somme de la consommation et de l'investissement, c'est-à-dire la demande globale de biens et services, est donc essentiellement déterminée par le revenu et par trois facteurs « psychologiques » ou « conventionnels », qui ont tous trait (à des degrés divers) aux anticipations de la communauté en situation d'incertitude. Le passage de la demande globale à la demande effective, qui est l'objet de la prochaine section, suppose par ailleurs de connaître les déterminants de l'offre globale ; comme nous allons le démontrer, les anticipations des agents y jouent également un rôle central, à ceci près qu'il ne s'agit plus des anticipations de toute la communauté, mais essentiellement des anticipations des entrepreneurs.

## 9.2 Le principe de la demande effective et la détermination de l'équilibre de sous-emploi

La demande effective est, rappelons-le, « the value of  $D$  at the point of the aggregate demand function, where it is intersected by the aggregate supply function » (Keynes, 1936b, p. 25). Présentée d'une manière différente, « the *effective demand* is simply the aggregate income (or proceeds) which the entrepreneurs expect to receive, inclusive of the incomes which they will hand on to the other factors of production, from the amount of current employment which they decide to give » (Keynes, 1936b, p. 55). Puisqu'elle représente la dépense totale consentie par les agents du système, elle est la limite au-delà de laquelle la classe des entrepreneurs ne peut produire sans constituer des stocks en fin de période. En effet, si un producteur ne parvient pas à écouler l'ensemble de ses marchandises à la fin de la période de production, il est face à un choix : soit il détruit les marchandises restantes, ce qui revient pour lui à les avoir produites à perte, soit il les stocke dans l'espoir de pouvoir les écouler à une date ultérieure (ce qui correspond au capital liquide dans la terminologie du *Treatise* et de la *Théorie Générale*). Cependant, le fait même de stocker ces marchandises a un coût pour l'entrepreneur (via par exemple la location d'un dépôt de stockage) qui vient se déduire de son profit brut et peut éventuellement conduire l'entreprise à faire une perte en fin de période. De façon plus significative pour la dynamique de l'emploi, la nécessité d'écouler les stocks restants conduit le producteur à diminuer son niveau de production à la période suivante, c'est-à-dire à réduire son embauche ou à licencier des travailleurs (si les contrats d'embauche durent plusieurs périodes). L'estimation de l'entrepreneur quant à la capacité d'absorption de l'économie de ses propres marchandises et de l'ensemble des marchandises produites est donc vitale, et est l'objet de la prévision de court terme.

Le revenu (ou profit) des entrepreneurs dans leur ensemble est calculé par la différence  $A - (F + U)$ , où  $A$  représente le niveau des recettes de ventes globales,  $F$  le coût de facteur et  $U$  le coût d'usage. Le niveau *effectif* de demande globale en fin de période, égal à la somme des recettes de vente de biens de consommation ( $C$ ) et des recettes de vente des biens de capital ( $I$ ), est ainsi l'une des trois variables, avec le coût de facteur et le coût d'usage, qui déterminent le niveau de revenu des entrepreneurs. Sous l'hypothèse d'une rigidité des salaires nominaux, le coût (nominal) de facteur est totalement sous le contrôle de l'entrepreneur *individuel* car

## 9.2. LE PRINCIPE DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET LA DÉTERMINATION DE L'ÉQUILIBRE DE SOUS-EMPLOI

---

il dépend uniquement du volume de facteurs de production employés. Le coût d'usage est quant à lui partiellement sous son contrôle, au moins à moyen-long terme : le coût d'usage est proportionnel au volume de capital qu'il détient, qu'il en fasse usage ou non, et à l'intensité d'utilisation de chaque pièce de ce capital (ce qui dépend du volume de production). En revanche, la demande globale et donc les recettes de vente sont des variables exogènes pour l'entrepreneur individuel ; à un niveau collectif, les entrepreneurs peuvent toutefois influencer le niveau de la demande globale à travers le niveau de revenu redistribué à la communauté, qui détermine la propension à consommer. Or, le niveau de revenu est une fonction du niveau d'emploi, de sorte que l'unique variable sur laquelle ils peuvent agir à court terme dans l'objectif de maximiser leurs recettes est la quantité de travail qu'ils offrent, définissant leur niveau de production et de l'offre de biens.

C'est pourquoi la demande *effective* ne dépend pas uniquement de la demande globale, mais également de l'offre globale des firmes. Avant d'expliquer le principe de la demande effective en tant que tel, ainsi que ses conséquences en termes d'emploi et de chômage, il nous est donc nécessaire d'examiner la fonction d'offre globale et ses principaux déterminants.

La distinction entre offre globale, demande globale et demande effective est probablement la principale difficulté conceptuelle relative au principe de la demande effective décrit dans le Chapitre 3 de la *Théorie Générale*. Elle a donné lieu à de nombreux débats au cours des sept décennies qui se sont écoulées depuis la publication de l'œuvre. A deux moments de l'histoire elle a même été au cœur des controverses entre les commentateurs de Keynes, non seulement entre post-keynésiens et « keynésiens de la synthèse », mais également au sein de ces deux écoles de pensée : d'une part à la fin des années 1950, suite à la publication de l'article de DeJong (1954), et d'autre part à la fin des années 1970 et au début des années 1980, suite notamment à la publication de la monographie de Patinkin (1976a)<sup>10</sup>. Avant de discuter brièvement des différentes interprétations qui ont été données de l'offre globale et du point de demande effective, nous choisissons de présenter les définitions qui en sont faites par l'auteur lui-même au Chapitre 3, en étudiant d'abord le concept de fonction d'offre globale.

---

10. King (1994) propose une historiographie complète de l'analyse de l'offre et de la demande globales depuis 1936 jusqu'au début des années 1990, en démontrant l'évolution des conceptions et des interprétations des différentes variables de la demande effective.

## 9.2. LE PRINCIPE DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET LA DÉTERMINATION DE L'ÉQUILIBRE DE SOUS-EMPLOI

---

Keynes définit la fonction d'offre globale comme la relation entre  $Z$ , « the aggregate supply price of the output from employing  $N$  men » (Keynes, 1936b, p. 25), et le volume effectif d'emploi  $N$ . Il convient donc dans un premier temps de préciser ce qui est entendu par « prix de l'offre globale » (Keynes, 1936c, p. 52), puis d'examiner comment ce prix évolue avec le volume de production et d'emploi.

Le prix de l'offre globale correspond à « the expectation of proceeds which will just make it worth the while of the entrepreneurs to give that [level of] employment » (Keynes, 1936b, p. 24), c'est-à-dire le prix minimum anticipé qui assure à un entrepreneur pris isolément une recette de vente suffisante pour compenser les coûts qu'il subit en produisant ses marchandises. Il s'agit donc de ce qu'on appelle le seuil de rentabilité ou point mort, c'est-à-dire la limite en-dessous de laquelle l'entreprise n'a aucun intérêt à lancer un processus de production, puisque le volume de production auquel elle peut prétendre (étant donné la quantité de capital fixe à sa disposition et de la technologie de production) ne lui permet pas de compenser la faiblesse du prix unitaire de vente de ses marchandises<sup>11</sup>. Le prix d'offre globale constitue une référence pour le producteur, puisque si le prix de marché actuel est inférieur à ce prix d'offre globale, il a tout intérêt à choisir de ne pas produire du tout ; si la situation de ce producteur est supposée représentative de l'ensemble des entrepreneurs, cela signifie que le prix d'offre globale est le prix en-dessous duquel l'offre globale est nulle.

Le prix de l'offre globale est une variable *anticipée*, c'est-à-dire qu'il implique à un niveau agrégé la prévision du rapport entre la demande globale de biens de consommation ou de biens de capital et l'offre globale de ces biens, et à un niveau individuel

---

11. Le concept d'offre globale pourrait être rapproché de celui de rémunération « normale » des entrepreneurs dans le *Treatise*, défini comme « that rate of remuneration which, if they [the entrepreneurs] were open to make new bargains with all the factors of production at the currently prevailing rates of earning, would leave them under no motive either to increase or to decrease their scale » (Keynes, 1930c, p. 112). Il existe toutefois une nuance importante entre les deux concepts. Dans le *Treatise* les profits d'aubaine, positifs ou négatifs, correspondent à des recettes de vente, nettes du coût des facteurs, supérieures ou inférieures à la rémunération normale ; ce sont ces profits d'aubaine qui déterminent la propension des entrepreneurs à augmenter ou à diminuer leur volume de production, et leur absence signifie que le niveau de production reste inchangé et fixé au point où les entrepreneurs perçoivent simplement leur rémunération normale. Dans la *Théorie Générale*, la logique est en quelque sorte simplifiée : le prix d'offre globale détermine la limite entre l'existence d'une production ou son absence totale ; si les entrepreneurs dans leur ensemble anticipent que les recettes de vente ne seront pas suffisantes pour couvrir les coûts de production, il n'y a aucune production au niveau macroéconomique. Le volume effectif de production, et son éventuelle augmentation ou diminution par rapport à la période précédente, dépend quant à lui de la demande globale.

## 9.2. LE PRINCIPE DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET LA DÉTERMINATION DE L'ÉQUILIBRE DE SOUS-EMPLOI

---

la prévision du rapport entre la demande spécifiquement adressée à la firme pour le type de marchandises qu'elle produit et l'offre de ce type de marchandises par les firmes concurrentes. En d'autres termes, le prix de l'offre globale synthétise les anticipations portant sur la demande de biens à la fin de la période courante de production, les coûts (de facteur et d'usage) liés à la production et supportés par chaque entrepreneur pris individuellement, et les anticipations de chaque entrepreneur vis-à-vis du comportement des autres entrepreneurs. Le fait que Keynes se place immédiatement à un niveau macroéconomique permet d'éviter les problèmes inhérents à ce troisième facteur, en évitant d'avoir à supposer l'existence d'un entrepreneur représentatif.

Il faut toutefois remarquer qu'à plusieurs reprises la littérature a tenté de proposer des fondations microéconomiques à l'analyse de la demande effective. Weintraub (1957) a été le premier à envisager la possibilité de déterminer à un niveau microéconomique les facteurs déterminant la forme des courbes d'offre et de demande globale, dans la continuité des débats engagés par l'article de DeJong (1954). La thématique ne connaît néanmoins guère de succès et ne ré-émerge qu'au début des années 1980, notamment suite à la publication de la monographie de Patinkin (1976a) et de l'interprétation qui y est donnée de la théorie de la demande effective (Patinkin, 1976b, p. 83–94), reprise et développée dans Patinkin (1979). Ainsi, Casarosa (1981) – sans jamais faire référence à Weintraub (1957) – propose de repenser l'analyse de la demande et de l'offre globales en partant du comportement d'une firme en concurrence parfaite, idée qui avait déjà été avancée par Vandendorre (1958). Il considère en effet que « Keynes extends to the system as a whole the analysis employed to explain the decisions of the individual entrepreneur » (Casarosa, 1981, p. 189), et formalise l'offre globale comme la simple agrégation des fonctions d'offre des firmes individuelles. Torr (1984) et Casarosa (1984) discutent des problèmes inhérents à une telle formalisation, en se focalisant sur la question du point d'équilibre. Notre principal reproche à l'égard de l'approche de Casarosa (1981) est l'hypothèse simplificatrice faite sur l'homogénéité des biens produits dans l'économie, qui évacue la question de la répartition des recettes entre producteurs de biens de consommation et producteurs de biens de capital. En outre, nous contestons l'idée que la théorie de l'entrepreneur chez Keynes ne soit qu'une extension au niveau agrégé de la théorie marshallienne de l'entrepreneur individuel ; la présentation qui est faite du revenu de l'entrepreneur au Chapitre 6 de la *Théorie Générale* prouve selon nous que la

## 9.2. LE PRINCIPE DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET LA DÉTERMINATION DE L'ÉQUILIBRE DE SOUS-EMPLOI

---

perspective  $y$  est directement macroéconomique, car les variables invoquées ( $A$ ,  $A_1$ ,  $U$ ,  $F$ ) sont définies à un niveau agrégé.

Si, donc, nous considérons que le comportement de l'entrepreneur individuel (ou son adaptation aux comportements collectifs) n'est pas le véritable enjeu de l'ouvrage, il reste à examiner les deux autres facteurs du prix d'offre globale, à savoir les anticipations des entrepreneurs (pris dans leur ensemble) sur la demande et les coûts de production. Cet examen pose en réalité le problème de la distinction entre offre globale et demande globale. En effet, comme nous l'avons précédemment indiqué, la demande globale est elle-même une anticipation de la demande de la période courante, puisqu'elle correspond à « the proceeds which entrepreneurs *expect* to receive from the employment of  $N$  men » (Keynes, 1936b, p. 25; souligné par nous). La réponse à cette ambiguïté semble tenir dans l'objectif implicite poursuivi lorsque les entrepreneurs formulent leurs anticipations de la demande. En calculant le prix de l'offre globale, ils cherchent à déterminer l'existence de la rentabilité d'un nouveau processus de production, *compte tenu* des coûts de facteur et d'usage, de sorte que la fonction de l'offre globale représenterait l'évolution de la rentabilité anticipée pour chaque niveau d'emploi possible. Le calcul de la fonction de demande globale répond quant à lui à une interrogation sur l'existence de débouchés pour les produits pour chaque niveau d'emploi possible; en d'autres termes, la courbe de la demande globale relie chaque niveau d'emploi possible aux recettes de ventes totales que les entrepreneurs anticipent de voir générées par ce niveau d'emploi, *indépendamment* des coûts de facteur et d'usage.

Suivant l'interprétation de Stonier et Hague (1953), le prix d'offre globale représenterait les recettes de vente minimales qui *devraient* être réalisées pour couvrir les coûts de facteur et d'usage à un niveau d'emploi donné<sup>12</sup>, et la fonction d'offre globale relierait les différents couples de prix d'offre globale et d'emploi en déterminant de combien les recettes *devraient* augmenter pour chaque unité d'emploi supplémentaire afin d'atteindre le seuil de rentabilité. Le facteur principal est dans ce cas le type et le niveau de technologie à laquelle les firmes ont accès, déterminant le coût marginal de facteur et le coût marginal d'usage associés à un accroissement de l'emploi des travailleurs d'une unité. Par exemple, une courbe d'offre globale à 45

---

12. Stonier et Hague (1953) définissent le prix de l'offre globale comme « the total amount of money which all the entrepreneurs in the economy, taken together, *must expect to receive* from the sale of output produced by that given number of men » (Stonier et Hague, 1953, p. 381).

## 9.2. LE PRINCIPE DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET LA DÉTERMINATION DE L'ÉQUILIBRE DE SOUS-EMPLOI

---

degrés<sup>13</sup> suppose implicitement un rendement constant de l'ensemble des facteurs, de sorte que l'augmentation d'une unité de l'emploi signifie qu'une augmentation correspondante d'une unité des recettes de vente anticipées est nécessaire pour que les entrepreneurs soient incités à produire. L'offre globale est donc avant tout déterminée par des variables objectives et facilement calculables, les coûts de facteur et d'usage associés à chaque niveau de production, qui déterminent à leur tour le niveau minimal de demande que les entrepreneurs doivent anticiper pour qu'ils se lancent dans un nouveau processus de production.

Le point de rencontre entre la courbe de l'offre globale et celle de la demande globale correspondrait alors au point où la dépense en biens et services *effectivement* réalisée à la fin de la période (donc les recettes de vente totales, indépendamment des coûts de production) que les entrepreneurs anticipent en début de période seraient *au moins* égale à la dépense (anticipée) que les entrepreneurs estiment suffisante pour justifier le lancement d'un nouveau processus de production. C'est pourquoi « the value of  $D$  [the expected proceeds] at the point of the aggregate demand function, where it is intersected by the aggregate supply function, will be called *the effective demand* » (Keynes, 1936b, p. 25) ; ce point est par conséquent généralement nommé le « point de demande effective » (*the point of effective demand*). Il s'agit bien d'un point d'équilibre au sens mécanique du terme, car :

[...] if for a given value of  $N$  the expected proceeds are greater than the aggregate supply price, i.e. if  $D$  is greater than  $Z$ , there will be an incentive to entrepreneurs to increase employment beyond  $N$  and, if necessary, to raise costs by competing with one another for the factors of production, up to the value of  $N$  for which  $Z$  has become equal to  $D$ . (Keynes, 1936b, p. 25)

La mécanique implicite d'équilibrage est le motif de poursuite du profit par les entrepreneurs. Lorsque ceux-ci anticipent que la demande pour leurs marchandises associée au niveau d'emploi  $N$  est supérieure à la demande minimale qui rendrait profitable le lancement d'un processus de production (donnée par  $Z$ ), ils anticipent qu'une opportunité de profits positifs s'ouvre à eux. Anticipant une demande plus forte que celle pouvant être satisfaite par le niveau de production correspondant au

---

13. Nous choisissons cet exemple en référence à la courbe d'offre globale introduite par Samuelson (1948), qui diffère cependant de celle de Keynes dans la mesure où le revenu est utilisé comme une approximation du niveau d'emploi en tant que variable explicative.

## 9.2. LE PRINCIPE DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET LA DÉTERMINATION DE L'ÉQUILIBRE DE SOUS-EMPLOI

---

niveau  $N$  d'emploi, il est bien entendu possible que les entrepreneurs soient tentés de simplement augmenter leurs prix de vente sans modifier leur offre, générant un profit positif mais comprimant la demande effectivement adressée à eux jusqu'à rétablir l'équilibre entre offre et demande de biens.

L'analyse des conditions de réalisation de ce point d'équilibre et de ses caractéristiques a donné lieu à de nombreuses et vives controverses dans la littérature keynésienne, dont Hayes (2007) relate l'histoire de façon relativement exhaustive<sup>14</sup>. Dans le cadre de notre thèse, notre intérêt se focalise moins sur les conditions et caractéristiques de l'équilibre que sur ses conséquences en termes d'emploi. En effet, comme l'offre globale et la demande globale sont toutes deux des fonctions du niveau d'emploi, le point de demande effective détermine simultanément la valeur de la demande globale en ce point, c'est-à-dire la demande effective, mais aussi le volume de l'emploi permettant qu'un tel niveau de demande existe effectivement. Or, rien ne garantit que ce volume de l'emploi correspond nécessairement au niveau de plein-emploi<sup>15</sup> :

This level cannot be *greater* than full employment [...]. But there is no reason in general for expecting it to be *equal* to full employment. The effective demand is a special case, only realised when the propensity to consume and the inducement to invest stand in a particular relationship to one another. [...] But it can only exist when, by accident or design, current investment provides an amount of demand just equal to the excess of the aggregate supply price of the output resulting from full employment over what the community will choose to spend on consumption when it is fully employed. (Keynes, 1936b, p. 28)

---

14. L'un des principaux points de désaccord concerne le niveau de profit réalisé au point de demande effective, et pose la question de la compatibilité entre les conditions de l'équilibre keynésien et la condition classique de maximisation du profit à l'équilibre. Ce débat tient essentiellement à l'argument avancé au Chapitre 3 selon lequel « it is at this point [of effective demand] that the entrepreneurs' expectation of profits will be maximised » (Keynes, 1936b, p. 25), argument qui selon Patinkin devrait être supprimé de la *Théorie Générale* car la théorie de la demande effective n'est pas compatible avec le motif de maximisation du profit (Patinkin, 1976b, p. 92–93). Or, comme nous venons de l'expliquer, la mécanique d'équilibrage déterminant la demande effective suppose l'existence de ce motif; nous serions plutôt d'avis que la phrase présente dans la *Théorie Générale* signifie simplement que toutes les opportunités de profit anticipées sont épuisées au point de demande effective.

15. Le terme de « plein-emploi » n'a pas la même signification dans la *Théorie Générale* que dans le langage courant. Nous préférons toutefois procéder à la définition de ce concept après l'étude des différents types de chômage, afin de mieux souligner les différences entre la compréhension qu'en fait l'auteur et l'interprétation qui en est couramment donnée (p. 314).

## 9.2. LE PRINCIPE DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET LA DÉTERMINATION DE L'ÉQUILIBRE DE SOUS-EMPLOI

---

Puisque la situation où le point de demande effective est un point d'équilibre *général* de l'économie conduisant au plein-emploi de la main d'œuvre n'est qu'un cas particulier, le cas général serait une situation où la demande effective est associée à un volume d'emploi *inférieur* au niveau de plein-emploi, donc à une situation où il existe du chômage dans l'économie. L'équilibre statique déterminé par le principe de la demande effective – que l'auteur appelle également la Théorie Générale de l'Emploi – est un équilibre de sous-emploi, dans la mesure où l'égalité entre l'offre et la demande globales de biens est compatible avec un sous-emploi des travailleurs disponibles et prêts à travailler au salaire existant.

L'existence de chômage au point d'équilibre n'est en effet pas le résultat d'un refus des travailleurs d'être employés au taux de salaire existant, mais du fait que l'embauche d'une quantité supplémentaire de travailleurs ne serait pas profitable pour les entreprises, étant donné le taux de salaire existant mais surtout étant donné leurs anticipations de la demande globale pour leurs produits. En ce sens, le chômage au point de demande effective est un chômage *involontaire* car même si les travailleurs consentaient à une baisse de leurs salaires nominaux (à niveau de prix inchangé), les entrepreneurs ne seraient pas nécessairement plus incités à embaucher, s'ils ajustent également leurs anticipations de ventes à la baisse<sup>16</sup>.

L'auteur oppose en effet au Chapitre 2 le chômage involontaire à deux autres types de chômage, le chômage frictionnel et le chômage volontaire. Le chômage frictionnel existe suite à une imperfection dans la mise en adéquation par le marché entre les caractéristiques des demandeurs d'emploi (les travailleurs) et les besoins spécifiques des offreurs d'emploi (les entreprises), soit ce qu'on appelle de nos jours un problème d'appariement ou de *matching*. Il s'agit d'un chômage :

[...] due to a temporary want of balance between the relative quantities of specialised resources as a result of miscalculation or intermittent demand; or of time-lags consequent on unforeseen changes; or to the fact that the change-over from one employment to another cannot be effected without a certain delay [...]. (Keynes, 1936b, p. 6)

La conclusion qu'en tire l'auteur est que dans une économie qui ne serait pas statique il existe toujours un niveau minimum de chômage dû à ce problème d'appariement.

---

16. Nous étudierons de façon plus systématique l'effet d'une baisse des salaires nominaux sur l'emploi au chapitre 11, dans le cadre de l'analyse dynamique de la *Théorie Générale*, en démontrant qu'une baisse des salaires nominaux tend précisément à diminuer la demande effective pour les biens et donc à aggraver la situation de l'emploi plutôt qu'à l'améliorer.

## 9.2. LE PRINCIPE DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET LA DÉTERMINATION DE L'ÉQUILIBRE DE SOUS-EMPLOI

---

Le chômage volontaire est, quant à lui, lié à un tout autre problème, qui ne concerne plus le fonctionnement du marché de l'emploi lui-même, mais l'acceptation des règles de fonctionnement de ce marché par les agents. Il s'agit d'un chômage :

[...] due to the refusal of a unit of labour, as a result of legislation or social practices or of a combination for collective bargaining or of slow response to change or of mere human obstinacy, to accept a reward corresponding to the value attributable to its marginal productivity. (Keynes, 1936b, p. 6)

Keynes accepte en effet le principe néoclassique selon lequel le salaire doit être égal à la productivité marginale des travailleurs – principe qu'il considère comme le « premier postulat » de l'économie classique alors qu'il n'est que le résultat du programme de maximisation du profit de la firme individuelle – mais rejette le « second postulat » selon lequel, pour le travailleur, l'utilité (marginale) du salaire doit être égale à la désutilité marginale du travail<sup>17</sup>. Dans la définition qu'il donne de ces deux postulats, il ne spécifie pas si le salaire en question est le salaire nominal ou, comme dans la tradition néoclassique, le salaire réel ; néanmoins, dans l'explication qu'il propose du second postulat il précise qu'il s'agit du salaire réel. Si la distinction n'est pas nécessaire lorsque l'hypothèse de rigidité des prix est posée, elle devient essentielle dans une conception dynamique de l'économie où les prix fluctuent et où les salaires s'ajustent plus ou moins parfaitement à ces fluctuations. Le rejet du second postulat implique que l'unique règle de fixation des salaires (réels) est le premier postulat ; c'est précisément à cette règle que les travailleurs refuseraient de se soumettre lorsqu'il existe du chômage volontaire. Il faut remarquer que l'aspect « volontaire » de ce chômage est de nature collective et non individuelle, car il résulte essentiellement – en-dehors de l'éventualité d'une « simple obstination de la nature humaine » (Keynes, 1936b, p. 36) – de l'existence d'institutions et de règles sociales ou légales encadrant le fonctionnement du marché de l'emploi.

Ces deux catégories de chômage sont supposées connues et traitées par les classiques, contrairement au chômage involontaire dont ils nieraient l'existence et qui serait la principale innovation apportée par la *Théorie Générale* dans le domaine de l'économie du travail. Certes, le terme et le concept n'apparaissent pas avec cet ouvrage, puisqu'il est déjà usité par une partie de la littérature économique depuis

---

17. Le second postulat n'est valide que dans le cas-limite du « plein-emploi » au sens où Keynes entend le terme et dont nous donnons la définition à la page 314.

## 9.2. LE PRINCIPE DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET LA DÉTERMINATION DE L'ÉQUILIBRE DE SOUS-EMPLOI

---

la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, y compris par des académiciens « classiques » tels que Pigou. Béraud (2011) propose une revue historique de l'émergence et de l'évolution du concept de chômage involontaire durant la première moitié du XX<sup>e</sup> siècle, et démontre que le terme est d'abord apparu chez des auteurs non académiciens tels que François Fagnot en France ou William Beveridge en Grande-Bretagne, dans un contexte d'évaluation empirique de la situation de l'emploi en Grande-Bretagne. En revanche, l'expression est très rapidement reprise par des académiciens néoclassiques de renom tels que Vilfredo Pareto et, surtout, Pigou qui l'emploie dès 1914 dans son ouvrage *Unemployment* (Pigou, 1914). Mais son succès dans le monde académique et politique, au moins jusque dans les années 1970, est principalement dû à l'effort déployé par Keynes pour réintégrer les questions de l'emploi dans une problématique plus large, en en faisant un objet d'étude de la macroéconomie et non plus de l'économie (ou de la sociologie) du travail en tant que discipline spécifique.

Il est à noter qu'en réalité il existe deux définitions légèrement différentes – en dépit de l'affirmation qu'elles « revien[nen]t [...] au même » (Keynes, 1936c, p. 44) – du concept dans la *Théorie Générale*. Au Chapitre 2, il est avancé que :

Men are involuntarily unemployed if, in the event of a small rise in the price of wage-goods relatively to the money-wage, both the aggregate supply of labour willing to work for the current money-wage and the aggregate demand for it at that wage would be greater than the existing volume of employment. (Keynes, 1936b, p. 15)

La première définition repose donc sur un dysfonctionnement du marché de l'emploi. Dans un cadre néoclassique, une baisse du salaire réel due à une hausse des prix par rapport au salaire nominal devrait provoquer une *baisse* de l'offre de travail (des ménages) et une hausse de la demande de travail. L'hypothèse est que les agents prennent leur décision en fonction du salaire réel, et non du salaire nominal. Or, dans la réalité, les travailleurs ajusteraient au contraire leur comportement de demandeurs d'emploi aux variations du salaire nominal ; « they resist reduction of money-wages [...] whereas they do not resist reductions of real wages, which are associated with increases in aggregate employment and leave relative money-wages unchanged » (Keynes, 1936b, p. 14). C'est pourquoi une amélioration de l'emploi dans une situation de chômage involontaire ne peut être opérée qu'à travers « a small rise in the price [level] ». Les travailleurs n'objectent pas à la baisse du salaire réel correspondante tant que le salaire nominal reste constant, de sorte que leur offre

## 9.2. LE PRINCIPE DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET LA DÉTERMINATION DE L'ÉQUILIBRE DE SOUS-EMPLOI

---

de travail reste constante et tend même à augmenter, puisque la hausse du niveau des prix les incite à travailler plus à un niveau agrégé pour maintenir leur pouvoir d'achat<sup>18</sup>. Par ailleurs, les entrepreneurs se comportent conformément au premier postulat classique, et gagnent à augmenter leur demande de travail suite à la baisse du salaire réel, puisqu'ils anticipent un accroissement de leur profit marginal<sup>19</sup>.

D'après cette première définition, le chômage involontaire correspond à une situation où le comportement des travailleurs ne serait pas conforme aux prédictions de la théorie néoclassique. Il ne s'agit pas d'un chômage volontaire car les ménages ne s'opposent pas à la baisse du salaire réel, c'est-à-dire à la règle de fixation des salaires réels donnée par le premier postulat classique. Les ménages seraient au contraire prêts à travailler pour un salaire réel moindre, dans la mesure où leur salaire nominal n'est pas altéré. Le point de vue adopté au Chapitre 2 est celui des ménages et permet de comprendre pourquoi l'emploi ne réagit pas effectivement aux variations du salaire nominal ou réel de la façon dont la théorie néoclassique l'anticiperait. Cela n'explique toutefois pas pourquoi ce dysfonctionnement du marché de l'emploi *crée* une situation de chômage.

La seconde définition du chômage involontaire, présente au Chapitre 3, permet de répondre à cette question en adoptant cette fois le point de vue des entrepreneurs. Il s'agit d'une définition en négatif du chômage involontaire par opposition à la situation de plein-emploi. Il faut en effet préciser que cette dernière n'est pas comprise dans la *Théorie Générale* comme une situation où il n'existerait aucun chômage dans l'économie, puisque Keynes suppose que « both 'frictional' and 'voluntary' unemployment [are] consistent with 'full' employment » (Keynes, 1936b, p. 16). Le plein-emploi est une situation où il n'y a pas de chômage *involontaire*. Or,

---

18. Contrairement à une préconception courante de la théorie keynésienne, l'illusion monétaire dont seraient victimes les ménages dans la *Théorie Générale* n'est pas absolue mais relative. De fait il est précisé que les travailleurs ne résistent pas à la baisse de leur salaire réel « unless the reduction proceeds so far as to threaten a reduction of the real wage below the marginal disutility of the existing volume of employment » (Keynes, 1936b, p. 14–15), ce qui signifie que les ménages sont conscients de la perte de pouvoir d'achat consécutive à la baisse du salaire réel mais qu'ils ne s'y opposent pas tant que cela ne remet pas complètement en cause la rémunération (objectivement) juste de leurs efforts.

19. Si l'on considère que la production est une fonction  $F(N)$  de l'emploi, lui-même rémunéré au taux de salaire nominal  $W$ , le résultat de l'optimisation du programme du producteur est l'égalité  $\frac{W}{P} = \frac{dF(N)}{dN}$  où  $P$  est le prix unitaire de vente du produit. Il est possible de réécrire cette égalité de la façon suivante :  $W = P \cdot \frac{dF(N)}{dN}$ , ce qui correspond à l'égalité entre le coût nominal unitaire d'une unité d'emploi et le profit marginal associé à cet emploi. Une baisse du salaire réel due à la hausse du niveau des prix équivaut ainsi à une hausse du profit marginal.

## 9.2. LE PRINCIPE DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET LA DÉTERMINATION DE L'ÉQUILIBRE DE SOUS-EMPLOI

---

le plein-emploi est également « the point at which the supply of output as a whole ceases to be elastic, i.e. where a further increase in the value of effective demand will no longer be accompanied by any increase in output », ou en d'autres termes, « a situation in which aggregate employment is inelastic in response to an increase in the effective demand for its output » (Keynes, 1936b, p. 26). Dès lors, le chômage involontaire est la situation inverse où l'emploi global est élastique aux variations de la demande effective, et notamment augmente lorsque la demande effective augmente, conformément au principe de la demande effective. Si l'anticipation d'une hausse de la demande globale par les entrepreneurs est à même de générer une hausse du volume de l'emploi, cela implique que l'existence du chômage involontaire est causée par une insuffisance de la demande anticipée, donc de la demande effective. C'est en ce sens qu'est généralement compris le concept de chômage involontaire. Les ménages connaissent un chômage non parce qu'ils refusent de consentir à une baisse de leur salaire réel, mais parce que les entrepreneurs n'ont aucune incitation à embaucher plus de travailleurs en dépit de la baisse du coût réel unitaire du travail. La baisse du salaire réel n'améliore en rien les perspectives de débouchés des firmes, et puisqu'elles ne veulent pas subir les coûts associés à la constitution de stocks, elles ne produiront pas plus que le volume actuel de marchandises, et donc n'augmenteront pas leur niveau d'emploi.

Nous constatons que les deux définitions du concept divergent, non seulement par le point de vue adopté, mais aussi par la cause attribuée : dans un cas, l'explication du chômage involontaire tient à l'existence d'un biais psychologique et comportemental – appelé illusion monétaire – de la part des ménages ; dans l'autre, elle tient au comportement parfaitement rationnel des entrepreneurs, qui n'ont aucun intérêt à employer (à perte) des facteurs de production qui seraient sous-utilisés étant donné le niveau de production qu'ils anticipent de pouvoir écouler. Tout comme le point de demande effective, la question du chômage involontaire a donné lieu à de nombreux développements et controverses dans la littérature<sup>20</sup>. Sans chercher à discuter davantage les interprétations qui en sont faites, nous souhaitons simplement

---

20. En réponse à la revue de la *Théorie Générale* écrite par Jacob Viner dans le *Quarterly Journal of Economics* (Viner, 1936), Keynes lui-même admet que « in regard to his criticisms of my definition and treatment of involuntary unemployment, I am ready to agree that this part of my book is particularly open to criticism », et ajoute qu'il se trouve « in a position to make improvements » (Keynes, 1937c, p. 110). Concernant les débats que la notion de chômage involontaire a générés, y compris au sein des diverses écoles de pensée keynésiennes, voir par exemple Darity et Horn (1983) et Béraud (2011).

## 9.2. LE PRINCIPE DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET LA DÉTERMINATION DE L'ÉQUILIBRE DE SOUS-EMPLOI

---

souligner qu'elle est liée, sur un plan logique autant qu'analytique, au principe de la demande effective : « the mere existence of an insufficiency of effective demand may, and often will, bring the increase of employment to a standstill *before* a level of full employment has been reached » (Keynes, 1936b, p. 30). En situation d'incertitude, c'est l'écart entre le niveau de revenu redistribué aux ménages par les entrepreneurs et le niveau des recettes effectives de vente de biens (écart qui peut être magnifié ou au contraire amoindri par le mécanisme d'anticipations à court et long terme) qui est à l'origine de l'insuffisance de la demande effective, donc du chômage involontaire.

Tel est le sens du paradoxe de la pauvreté dans l'abondance, décrit pour la première fois par Keynes dans une allocution radiophonique de 1934 retranscrite à l'écrit dans le journal *The Listener* (Keynes, 1934), puis repris dans le Chapitre 3 de la *Théorie Générale*. Etant donné que la loi psychologique fondamentale prévoit que la part du revenu des ménages dédiée à la consommation devient de plus en plus faible à mesure que le niveau de revenu de la communauté augmente, « the gap between total incomes and the total expenditure on consumption is likely to widen » (Keynes, 1934, p. 489–490), ou dans la terminologie du Chapitre 3, « the greater the volume of employment the greater will be the gap between the aggregate supply ( $Z$ ) of the corresponding output and the sum ( $D_1$ ) which the entrepreneurs can expect to get back out of the expenditure of consumers » (Keynes, 1936b, p. 30). Cet écart « *cannot* be greater than the amount of new capital which it is thought worth while to produce » (Keynes, 1934, p. 490), conformément à la définition de la demande globale qui est la somme de la dépense anticipée de consommation et de la dépense anticipée d'investissement. Un enrichissement progressif de la communauté suppose donc un effort d'investissement de plus en plus important afin de combler cet écart, rendant de plus en plus probable l'éventualité d'une insuffisance de la demande effective et du chômage involontaire :

For a poor community will be prone to consume by far the greater part of its output, so that a very modest measure of investment will be sufficient to provide full employment ; whereas a wealthy community will have to discover much ampler opportunities for investment if the saving propensities of its wealthier members are to be compatible with the employment of its poorer members. (Keynes, 1936b, p. 31)

Autrement dit, l'abondance de richesses crée les conditions de possibilité et de réalisation d'une pauvreté croissante d'une partie de la population, due à l'apparition

## 9.2. LE PRINCIPE DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET LA DÉTERMINATION DE L'ÉQUILIBRE DE SOUS-EMPLOI

---

d'un chômage involontaire de plus en plus massif. Il apparaît que la poursuite de l'enrichissement d'une société ne peut être garantie – et le péril d'un chômage de masse évité – que si au moins une des deux conditions suivantes sont respectées : « either we change our habits so as to consume more or the business world calculates that it is worth while to produce more capital goods » (Keynes, 1934, p. 490).

Le problème est que l'effort d'investissement serait, historiquement et presque naturellement, faible dans la plupart des sociétés ; il tendrait même à être de plus en plus faible à mesure que l'économie se développe, ce qui fait que l'écart entre les revenus distribués et le total des recettes de vente des biens de consommation *et* des biens de capital tend également à augmenter, à taux croissant :

Not only is the marginal propensity to consume weaker in a wealthy community, but, owing to its accumulation of capital being already larger, the opportunities for further investment are less attractive unless the rate of interest falls at a sufficiently rapid rate [...]. (Keynes, 1936b, p. 31)

Il y a dans ce cas une légitimité à l'intervention des pouvoirs publics dans la sphère économique à travers une politique budgétaire (au sens large du terme) ou monétaire adaptée. Cette politique peut suivre l'objectif d'une augmentation du montant agrégé de la consommation, l'objectif d'une augmentation de l'investissement net en capital, ou ces deux objectifs simultanément. Si les autorités sont obligées de choisir entre les deux objectifs en vertu de contraintes budgétaires, l'auteur considère qu'il est préférable de faire du second objectif le principal – en particulier à cause de l'effet multiplicateur de ce type de politiques – et de réserver les mesures en faveur d'un accroissement de la consommation au cas où « the rate of interest has fallen to a very low figure and has remained there sufficiently long to show that there is no further capital construction worth doing even at that low rate<sup>21</sup> » (Keynes, 1934, p. 490–491).

La question de l'investissement est ainsi placée au centre de la théorie keynésienne de la demande effective et du chômage involontaire. C'est pourquoi le prochain chapitre y est intégralement consacré, en cherchant à déterminer les causes

---

21. Il s'agit donc d'une situation de trappe à liquidités. Un parallèle peut à ce titre être établi avec l'analyse du modèle IS-LM de Hicks. Dans ce modèle, lorsque l'économie est dans une telle situation, la politique budgétaire est à son niveau d'efficacité maximale alors que la politique monétaire est totalement inefficace pour relancer l'activité. Une politique budgétaire visant à relancer la consommation plutôt que l'investissement privé est dans ce cas préférable.

## 9.2. LE PRINCIPE DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET LA DÉTERMINATION DE L'ÉQUILIBRE DE SOUS-EMPLOI

---

de l'insuffisance (historique) de l'effort d'investissement et les solutions que le système économique peut mettre en place – spontanément ou sous l'action des pouvoirs publics – pour y remédier.

## 9.2. LE PRINCIPE DE LA DEMANDE EFFECTIVE ET LA DÉTERMINATION DE L'ÉQUILIBRE DE SOUS-EMPLOI

---

## Chapitre 10

# L'instabilité des anticipations de long terme, source de l'instabilité de l'investissement

La Théorie Générale de l'Emploi stipule que le niveau d'emploi est déterminé par les anticipations des entrepreneurs concernant les dépenses de consommation des ménages et les dépenses d'investissement des firmes. La détermination du niveau agrégé de consommation est dans une certaine mesure « mécanique » : en-dehors de certains facteurs objectifs et subjectifs que nous avons décrits au chapitre précédent, il dépend principalement du niveau du revenu de la communauté, qui lui-même est fonction du niveau d'emploi effectif de la période courante. Les entrepreneurs peuvent assez facilement anticiper de combien leurs recettes de vente des biens de consommation de la période varieront s'ils font varier le volume d'emploi qu'ils offrent aux travailleurs, en tenant compte de la loi psychologique fondamentale, qui prévoit qu'une hausse du revenu de la communauté s'accompagne en général d'une hausse moins que proportionnelle de la dépense de consommation.

La détermination du niveau agrégé d'investissement est autrement plus problématique. Elle fait intervenir un rapport au temps, et notamment à la longue période, qui est difficile à appréhender, tant au niveau individuel que collectif, en présence d'une incertitude concernant l'avenir. En effet, contrairement à la consommation qui conduit à la destruction immédiate du bien, l'investissement en capital fixe représente une destruction progressive du bien de capital, qui s'étend sur plusieurs

années. Par conséquent, le volume d'investissement *brut* détermine l'évolution du stock total de capital de l'économie pour la période future, et donc les capacités de production des firmes prises dans leur ensemble pour au moins deux périodes après la période courante.

Sauf à supposer que les pièces d'équipement sont facilement revendables sans subir une moins-value, une erreur de prédiction quant aux besoins futurs de ces firmes en termes de capacités de production pourrait se révéler coûteuse. Si les entrepreneurs sous-estiment ces besoins, la production ne satisferait pas toute la demande adressée aux entreprises qui, dans le cas où elles ne pourraient pas augmenter leurs prix par compensation, subiraient un coût d'opportunité en termes de profits. À l'inverse, si les besoins sont sur-estimés, les firmes risquent de se retrouver avec des capacités de production inexploitées, engendrant des coûts supplémentaires (par exemple liés à l'entretien des machines) sans pour autant accroître les recettes de vente.

La manière dont se forment les anticipations de long terme des entrepreneurs est dans cette perspective au moins aussi importante pour la détermination du niveau d'emploi de la période courante que la manière dont se forment les anticipations de court terme. Mais elles sont également essentielles dans le cadre de la détermination du niveau d'emploi des périodes suivantes, car celui-ci est nécessairement limité par les capacités de production des firmes données par le volume du capital fixe (sauf à supposer que l'économie est capable de produire sans capital fixe ou que le travail puisse parfaitement s'y substituer). Il y a donc un enjeu à la fois statique et dynamique à la formulation d'une théorie de l'investissement. L'existence du multiplicateur keynésien, dont nous avons expliqué les principes au chapitre 9, en est la première preuve puisqu'un effort d'investissement supplémentaire lors d'une période aurait un effet positif immédiat, en vertu du principe de la demande effective, mais aussi sur plusieurs périodes futures. La durée et l'ampleur de cet effet intertemporel dépendent de la valeur du multiplicateur (qui elle-même dépend de la valeur de la propension marginale à consommer) et du degré ou de la vitesse de l'ajustement de l'offre globale à des variations de la demande globale.

L'objet du présent chapitre est de démontrer que l'activité de l'investissement repose en grande partie sur le mécanisme des anticipations de long terme. La première section revient ainsi sur le concept au centre de la théorie de l'investissement de la *Théorie Générale*, l'efficacité marginale du capital. Comme nous l'avons évoqué

## 10.1. L'EFFICACITÉ MARGINALE DU CAPITAL, FONDEMENT DE LA THÉORIE KEYNÉSIEENNE DE L'INVESTISSEMENT

---

au chapitre 9, le volume effectif de l'investissement est fonction du différentiel entre l'EMC et le taux d'intérêt de marché ; or l'EMC est le taux auquel est escompté le rendement *anticipé* d'un bien de capital de façon à l'égaliser avec le prix d'offre de ce bien. Par conséquent, la manière dont les entrepreneurs anticipent l'évolution future de la demande détermine implicitement la valeur de l'EMC. Dans la seconde section nous montrons que les anticipations de long terme sont de nature conventionnelle et gages d'une relative stabilité dans l'effort de production et d'achat des biens de capital. La convention sociale sur laquelle sont établies les prévisions des entrepreneurs peut cependant être déstabilisée à des intervalles plus ou moins réguliers, et ce, pour deux raisons. La première, que nous examinons également dans la section 10.2, est l'existence de comportements spéculatifs sur les marchés de capitaux qui, lorsqu'ils deviennent importants voire majoritaires, perturbent le financement de l'investissement productif et induisent une instabilité de l'ensemble du système économique. La seconde raison, que nous examinons dans une troisième section, est qu'un effort régulier et suffisant d'investissement n'est possible que si l'incertitude quant à l'avenir – cause de la réticence naturelle des sociétés humaines à la prise de risque que représentent l'investissement et l'entrepreneuriat en général – est suffisamment contrebalancé par une « foi » en l'avenir, incarnée dans le concept d'esprits animaux (*animal spirits*). Ces esprits animaux seraient constitutifs d'un « esprit d'entreprise » plus global, et leur instabilité intrinsèque une des causes principales des fluctuations de l'investissement et, partant, de l'emploi et de la production.

### 10.1 L'efficacité marginale du capital, fondement de la théorie keynésienne de l'investissement

Au chapitre 9, nous avons introduit le concept central de la théorie de l'investissement de la *Théorie Générale*, l'efficacité marginale du capital. Ce concept se distingue de la productivité marginale du capital : ce dernier est une variable de quantité (exprimée par exemple en monnaie) égale à l'accroissement *immédiat* de la production suite à l'emploi d'une unité supplémentaire de capital, alors que l'EMC est un taux auquel est actualisé la chronique des accroissements *futurs* anticipés des ventes de façon à égaliser cet accroissement au prix d'offre du capital, c'est-à-dire au coût marginal de production d'une nouvelle pièce de capital. Implicitement elle

## 10.1. L'EFFICACITÉ MARGINALE DU CAPITAL, FONDEMENT DE LA THÉORIE KEYNÉSIENNE DE L'INVESTISSEMENT

---

est donc un rapport au temps, à l'avenir et aux anticipations que les entrepreneurs ont de cet avenir.

La chronique des flux futurs générés par l'investissement correspond, dans les premiers manuscrits de la *Théorie Générale*, au concept de quasi-rente d'une pièce de capital. Même si l'expression disparaît de la version finale de la *Théorie Générale*, l'idée qu'elle renferme demeure, à savoir que l'acquisition d'un nouveau bien de capital est une promesse pour l'entrepreneur de dégager une série d'annuités assimilable à la rente dégagée de la propriété d'une terre :

When a man buys an investment or capital-asset, he purchases the right to the series of prospective returns, which he expects to obtain from selling its output, after deducting the running expenses of obtaining that output, during the life of the asset. This series of annuities  $Q_1, Q_2 \dots Q_n$  it is convenient to call the *prospective yield* of the investment. (Keynes, 1936b, p. 135)

Une décision d'investissement n'est prise, comme nous l'avons déjà démontré, que si l'équipement en capital permettra à terme à l'entrepreneur de réaliser un surcroît de recettes à même de compenser au moins les coûts liés à cet investissement. Le rendement escompté de l'investissement est la somme des revenus supplémentaires tirés d'un nouvel équipement en capital ; il reflète la manière dont l'entrepreneur prévoit d'utiliser cet équipement à l'avenir pour permettre un surcroît de production suite à une augmentation de la demande pour la marchandise qu'il produit. Le rendement dépend ainsi autant de l'efficacité propre à la nouvelle machine (sa productivité marginale et le taux auquel elle se déprécie naturellement) que de l'intensité avec laquelle l'entrepreneur prévoit de l'utiliser (qui détermine son coût d'usage et le taux de dépréciation « volontaire ») ou encore de la plus ou moins grande facilité anticipée à écouler le surcroît de production généré. Il serait inutile et très coûteux par exemple d'investir dans un nouveau parc de machines si aucune amélioration dans la capacité d'absorption de l'économie n'est anticipée à moyen ou long terme. Il faut également souligner que ce rendement porte sur la durée de vie complète de la pièce d'équipement considérée ; ne pas prendre en compte les revenus qu'elle générera dans 10 ans fausserait l'évaluation de l'apport que cet investissement représente au capital de l'entreprise. C'est pourquoi il s'agit de prévoir suffisamment à l'avance la manière dont la demande fluctuera durant les années à venir, car ces fluctuations conditionneront la pleine utilisation ou non du nouvel équipement.

## 10.1. L'EFFICACITÉ MARGINALE DU CAPITAL, FONDEMENT DE LA THÉORIE KEYNÉSIIENNE DE L'INVESTISSEMENT

---

Le rendement escompté reflète ainsi les bénéfices que l'entrepreneur compte tirer de son investissement. Il s'agit pour lui de les comparer aux coûts que cet investissement représente.

Over against the prospective yield of the investment we have the *supply price* of the capital-asset, meaning by this, not the market-price at which an asset of the type in question can actually be purchased in the market, but the price which would just induce a manufacturer newly to produce an additional unit of such assets, i.e. what is sometimes called its *replacement cost*. (Keynes, 1936b, p. 135)

Le prix d'offre d'un bien de capital est l'équivalent du prix d'offre globale pour un producteur de biens de capital : il s'agit du niveau de recette unitaire en-dessous duquel il n'a aucun intérêt à engager un processus de production et donc à offrir sa marchandise (l'équipement de capital) sur le marché ; il peut être assimilé au coût marginal de production d'une nouvelle unité de bien de capital, qui définit le seuil de rentabilité du nouveau processus de production. Du point de vue inverse de l'investisseur (c'est-à-dire le demandeur de la machine en question), ce prix est celui en-dessous duquel il lui est impossible d'acquérir le bien de capital nécessaire à son investissement productif. C'est en ce sens que le prix d'offre du capital est également le coût de remplacement d'une unité de capital. Il correspond au coût minimum de l'investissement productif, celui pris en compte par l'entrepreneur pour déterminer si son investissement est rentable.

Soient  $Q_t$  l'annuité générée à la date  $t$  (avec  $t > 0$ )<sup>1</sup> par un nouvel investissement dans une pièce de capital dont la date d'obsolescence prévue est  $n$  ;  $e_t$  le taux d'actualisation de l'annuité de la date  $t$  en date 0 ; et  $P_{K;0}^s$  le prix d'offre de cette pièce en date 0. La valeur actuelle du rendement escompté net de l'investissement en date,  $VA_{K;0}$ , s'écrit alors :

$$VA_{K;0} = \sum_{t=1}^n \frac{Q_t}{(1 + e_t)^t} - P_{K;0}^s \quad (10.1)$$

Le taux d'actualisation de la série de flux est en règle générale différent pour chaque date, puisqu'il devrait tenir compte d'un certain degré de préférence pour le présent

---

1. Nous supposons que l'investissement dans un bien de capital ne dégage un rendement qu'à partir de la période suivant celle où est effectué l'investissement, de sorte que la décision d'investir est uniquement une décision relative à l'avenir de l'entreprise.

## 10.1. L'EFFICACITÉ MARGINALE DU CAPITAL, FONDEMENT DE LA THÉORIE KEYNÉSIENNE DE L'INVESTISSEMENT

---

conduisant à valoriser moins fortement les annuités ayant lieu à une date très lointaine par rapport aux annuités ayant lieu dans un futur proche. Le concept d'EMC repose au contraire sur l'idée qu'il existerait un taux d'actualisation unique pour toute la série de flux futurs :

The relation between the prospective yield of a capital-asset and its supply price or replacement cost, i.e. the relation between the prospective yield of one more unit of that type of capital and the cost of producing that unit, furnishes us with the *marginal efficiency of capital* of that type. More precisely, I define the marginal efficiency of capital as being equal to that rate of discount which would make the present value of the series of annuities given by the returns expected from the capital-asset during its life just equal to its supply price. (Keynes, 1936b, p. 135)

De fait l'EMC de la pièce de capital particulière que l'entrepreneur vise à acquérir est le taux unique permettant d'égaliser la série de flux anticipés et le prix d'offre du bien. Si l'on note  $e_0$  ce taux, alors on a :

$$VA_{K;0} = \sum_{t=1}^n \frac{Q_t}{(1 + e_0)^t} - P_{K;0}^s = 0 \quad (10.2)$$

En faisant un parallèle entre  $VA_{K;0}$  et le critère financier de la valeur actuelle nette (VAN), il apparaît que l'EMC est l'équivalent du taux de rendement interne (TRI) ou du taux de rendement actuariel (TRA) qui annule la VAN.

Il faut noter que Keynes retient l'hypothèse d'une hétérogénéité du capital, c'est-à-dire qu'il existe sur le marché différents types de biens de capital, chacun possédant des caractéristiques propres (notamment en termes de rendement et de coûts) et donc une efficacité marginale propre. A supposer que des biens de capital de types différents puissent être utilisés pour un même processus de production particulier, l'investisseur potentiel est face à un double choix : non seulement il doit décider le volume de capital qu'il désire posséder – autrement dit l'opportunité et la rentabilité d'un nouvel investissement (net) – mais également le type de bien de capital dans lequel investir. Le second choix repose pour l'essentiel sur la comparaison des efficacités marginales des différents types de capital qui seraient susceptibles de remplir la fonction nécessaire dans le processus de production, le choix final se portant sur le(s) type(s) de bien de capital possédant l'efficacité marginale la plus grande. Cependant cette question concerne prioritairement l'investisseur *individuel* ; à un

## 10.1. L'EFFICACITÉ MARGINALE DU CAPITAL, FONDEMENT DE LA THÉORIE KEYNÉSIIENNE DE L'INVESTISSEMENT

---

niveau collectif seul le premier choix constitue un véritable enjeu.

Dès lors il s'agit d'étudier à un niveau macroéconomique comment se décide le volume de l'investissement en fonction de la multitude des efficacités marginales de chacun des types de capitaux. La règle de décision, à un niveau individuel autant que collectif, consiste à comparer le taux de l'efficacité marginale d'une pièce de capital particulière au taux d'intérêt du marché. Keynes fait en effet au Chapitre 11 l'hypothèse simplificatrice d'un taux d'intérêt unique pour toutes les échéances, négligeant volontairement « [the] complexes of rates of interest and discount corresponding to the different lengths of time which will elapse before the various prospective returns from the asset are realised », estimant que « it is not difficult to re-state the argument so as to cover this point » (Keynes, 1936b, p. 137, note 1). Par conséquent, « it is obvious that the actual rate of current investment will be pushed to the point where there is no longer any class of capital-asset of which the marginal efficiency exceeds the current rate of interest » (Keynes, 1936b, p. 136). Du fait de cette apparente « évidence », l'auteur ne prend pas le soin d'élaborer les raisons pour lesquelles le taux d'intérêt intervient dans cette règle de décision<sup>2</sup> ; celles-ci sont au nombre de deux.

La première est que le taux d'intérêt de marché est le taux d'actualisation « institutionnel » ou « conventionnel ». Il convient de rappeler que le taux d'intérêt est la variable équilibrant l'offre et la demande de monnaie ; comme nous l'avons montré au chapitre 9, en présence d'une offre de monnaie constante, sa valeur dépend donc implicitement de la demande de monnaie, qui dépend elle-même de la préférence pour la liquidité des agents. Or, cette préférence pour la liquidité est un indicateur du rapport que les agents ont au temps et à l'incertitude. Plus l'incertitude concernant l'avenir est grande, plus ils sont incités à détenir des actifs liquides, c'est-à-dire facilement convertibles en monnaie (seul actif dont la valeur nominale est la seule certaine). Plus précisément, une forte incertitude amène les agents à valoriser plus fortement la satisfaction immédiate de leurs besoins, donc à demander plus de monnaie à des fins de transaction, et à demander un intérêt plus grand

---

2. Il est vrai que, comme nous l'avons mentionné à la section 7.2, la règle de décision de l'investissement de la *Théorie Générale* est déjà en grande partie formulée au Chapitre 13 du *Treatise*. Keynes insiste à cette occasion sur le rôle du taux d'intérêt au détriment du mécanisme d'anticipations à la base du calcul du rendement escompté net (Keynes, 1936b, p. 180–187). Il est donc possible qu'il ait estimé dispensable de détailler à nouveau cette partie de la règle de décision au Chapitre 12 de *Théorie Générale*, surtout que les Chapitres 13 et 17 sont intégralement consacrés à l'étude du taux d'intérêt.

## 10.1. L'EFFICACITÉ MARGINALE DU CAPITAL, FONDEMENT DE LA THÉORIE KEYNÉSIENNE DE L'INVESTISSEMENT

---

pour accepter de renoncer à cette satisfaction en épargnant et en se privant de leur liquidité pour acquérir, par exemple, des titres. Le taux d'intérêt reflète donc la façon dont la communauté dans son ensemble évalue la valeur future d'une somme monétaire équivalente aux biens dont elle accepte de différer la consommation à une date ultérieure (Keynes, 1936b, p. 167).

La seconde raison est que le taux d'intérêt est également le coût de financement de l'investissement, que les entrepreneurs doivent comparer à son rendement escompté. Dans le cas où le financement de l'investissement se fait au moyen d'un emprunt auprès des banques, celles-ci avancent la somme nécessaire en contrepartie du remboursement par l'emprunteur (l'entrepreneur) de la somme, auquel s'ajoute le paiement régulier (annuel par exemple) d'un intérêt calculé soit sur la somme initialement empruntée, soit sur le capital restant dû. Le taux de cet intérêt correspond au taux bancaire, c'est-à-dire celui auquel sont rémunérés les dépôts monétaires auprès des banques, auquel s'ajoute éventuellement un taux de marge correspondant à la rémunération de l'activité bancaire en tant qu'intermédiaire facilitant l'accès des firmes à l'épargne des ménages<sup>3</sup>. Dans ce cas, le taux d'intérêt du marché définit le coût du financement de l'investissement et par conséquent le taux auquel doit actualisé le rendement escompté; ce dernier est ensuite comparé au coût du projet, donné par le prix d'offre de la pièce de capital,  $P_{K;0}^s$  :

$$VA_{K;0} = \sum_{t=1}^n \frac{Q_t}{(1+r)^t} - P_{K;0}^s \quad (10.3)$$

Cette dernière équation n'est autre que la définition de la VAN pour un taux d'actualisation unique correspondant au taux d'intérêt  $r$  et pour un coût de projet égal à  $P_{K;0}^s$ . L'auteur nomme la série de flux actualisés,  $\sum_{t=1}^n \frac{Q_t}{(1+r)^t}$ , le prix de demande du bien de capital : « if  $Q_r$  is the prospective yield from an asset at time  $r$ , and  $d_r$  is the present value of £1 deferred  $r$  years at the current rate of interest,  $\sum Q_r d_r$  is the demand price of the investment » (Keynes, 1936b, p. 137). Dès lors, la VAN d'un projet d'investissement est égale à la différence entre le prix de demande et le prix d'offre du bien de capital que les entrepreneurs envisagent d'acheter.

Considérons le cas inverse où l'investissement se fait par financement « direct », c'est-à-dire par émission de titres. Nous avons démontré au chapitre 9 qu'une fois le niveau de leur consommation fixé principalement en fonction de leur revenu, les

---

3. Sous l'hypothèse simplificatrice d'un taux d'intérêt unique, ce taux de marge est nul.

## 10.1. L'EFFICACITÉ MARGINALE DU CAPITAL, FONDEMENT DE LA THÉORIE KEYNÉSIEENNE DE L'INVESTISSEMENT

---

ménages peuvent utiliser le reliquat pour se constituer une épargne, et ce, à différentes fins et pour différents motifs. La forme que prend cette épargne n'est toutefois pas neutre. Si elle est détenue sous forme de monnaie (centrale ou fiduciaire), elle a l'avantage de conserver sa valeur nominale mais a l'inconvénient de ne générer aucun rendement. Si elle est placée auprès d'une banque sous forme d'un compte rémunéré de type livret d'épargne, elle rapporte un revenu régulier plus ou moins assuré, basé sur le taux d'intérêt bancaire (qui est un taux sans risque). En revanche, si les ménages utilisent cette somme pour financer un investissement productif – directement s'il s'agit d'un investissement de l'entreprise dont ils sont les propriétaires et gérants, ou indirectement s'ils achètent des titres de propriété – alors ils courent le risque que le revenu de ce placement soit irrégulier, voire inexistant si l'investissement ne s'avère pas rentable. Afin d'attirer les investisseurs potentiels, les entreprises doivent donc pouvoir proposer pour leurs titres (de propriété ou de créance) un taux de rendement au moins égal au taux sans risque pratiqué par les banques pour la rémunération des livrets d'épargne. Si l'on néglige la prime de risque propre aux titres privés, le coût de l'emprunt du capital est donc défini, comme dans le cas du financement indirect, par le taux d'intérêt courant.

Dans les deux cas les entrepreneurs peuvent ainsi comparer la VAN d'un projet d'investissement (qu'il soit financé de façon directe ou non) à un placement sans risque de même montant, de même échéance et rémunéré au taux d'intérêt du marché. On peut noter que dans le cas où l'investissement se fait par auto-financement, le choix de l'entrepreneur s'apparente de fait à celui d'un ménage qui doit décider de la forme sous laquelle détenir l'épargne. L'auto-financement correspondant à une somme de monnaie accumulée par épargnes successives, l'entrepreneur est confronté à l'alternative entre utiliser cette somme pour accroître son capital fixe par un investissement qui générerait des flux incertains, ou placer cette somme auprès d'une banque (par exemple) afin d'en tirer un revenu régulier défini par le taux d'intérêt. L'alternative est donc la même que pour le ménage qui doit choisir entre l'achat de titres (dont le rendement est incertain) et la détention d'un livret d'épargne rémunéré au taux d'intérêt de marché. C'est en ce sens que Keynes évoque « the dilemma » auquel sont confrontés les individus disposant d'« alternative ways in which to hold [their] savings » (Keynes, 1936b, p. 160), à savoir la thésaurisation, le placement et l'investissement en capital fixe – dilemme renforcé par la préférence pour la liquidité, le capital fixe (ou les titres pour les ménages) étant le type d'actifs

## 10.1. L'EFFICACITÉ MARGINALE DU CAPITAL, FONDEMENT DE LA THÉORIE KEYNÉSIENNE DE L'INVESTISSEMENT

---

le moins facilement convertible en monnaie. La conséquence en est que les entrepreneurs ne sont incités à investir dans des biens de capital que si les revenus escomptés qu'ils génèrent soient au moins égaux aux revenus tirés d'un placement financier ou bancaire.

Par exemple, supposons qu'en date 0, un entrepreneur a le choix entre un projet d'achat de bien de capital ( $I$ ) dont le prix d'offre  $P_{I;0}^s$  est de 10000€, et un placement bancaire ( $B$ ) du même montant sur deux ans, date à laquelle la valeur nominale du capital prêté est restituée à l'entrepreneur. Ce dernier anticipe que l'investissement en capital générera un flux de revenus de 5600€ dans un an et de 6100€ dans deux ans, le bien de capital étant totalement obsolète après cette date. Par ailleurs, le taux d'intérêt du marché, auquel est rémunéré le placement bancaire, est de 10% par an. La VAN du projet d'investissement en capital fixe se calcule alors de la façon suivante :

$$\text{VAN}_{I;0} = \frac{5600}{(1 + 0,1)} + \frac{6100}{(1 + 0,1)^2} - 10000 \quad (10.4)$$

tandis que celle du placement correspond à :

$$\text{VAN}_{B;0} = \frac{1000}{(1 + 0,1)} + \frac{1000}{(1 + 0,1)^2} + \frac{10000}{(1 + 0,1)^2} - 10000 \quad (10.5)$$

On en déduit que, si les anticipations de l'entrepreneur sont exactes, la valeur actuelle du projet  $I$  (132,23€) est supérieure à celle du placement  $B$  (qui est nulle). On peut par ailleurs démontrer que l'efficacité marginale du capital associée au projet  $I$ , c'est-à-dire le taux d'actualisation qui annulerait la VAN, est d'environ 10,97%, ce qui est supérieur au taux d'intérêt de marché auquel est rémunéré le placement  $B$ . On en conclut que, tant que l'efficacité marginale d'un bien de capital est supérieure au taux d'intérêt, il est plus rentable d'en faire l'acquisition que de placer un montant égal à son prix d'offre au taux d'intérêt du marché. C'est dans cette perspective que « the actual rate of current investment will be pushed to the point where there is no longer any class of capital-asset of which the marginal efficiency exceeds the current rate of interest » (Keynes, 1936b, p. 136) : aussi longtemps qu'il existe des biens de capital disponibles dont l'EMC est supérieure au taux d'intérêt, il est plus rentable de les acheter que d'effectuer un placement sans risque.

L'auteur note que parmi les différentes efficacités marginales, « the greatest [...] can then be regarded as the marginal efficiency of capital in general » (Keynes, 1936b, p. 135–136). Cette définition de l'efficacité marginale du capital en général (EMCG)

## 10.1. L'EFFICACITÉ MARGINALE DU CAPITAL, FONDEMENT DE LA THÉORIE KEYNÉSIIENNE DE L'INVESTISSEMENT

---

permet de déterminer la valeur-plafond du taux d'intérêt au-delà de laquelle le volume d'investissement agrégé devient nul. En effet, les efficacités marginales de tous les types de biens de capital sont alors inférieures au taux d'intérêt, ce qui signifie que la rentabilité nette de l'investissement dans ces biens est négative. Si le taux d'intérêt est juste égal à l'EMCG, seuls les achats de biens de capital ayant une telle efficacité marginale sont rentables.

Le problème est que « if there is an increased investment in any given type of capital during any period of time, the marginal efficiency of that type of capital will diminish as the investment in it is increased » (Keynes, 1936b, p. 136), et ce, pour deux raisons. La première est que « the prospective yield will fall as the supply of that type of capital is increased » (Keynes, 1936b, p. 136). L'auteur fait au Chapitre 4 l'hypothèse de rendements décroissants de la production (Keynes, 1936b, p. 42)<sup>4</sup>, ce qui impliquerait que les entrepreneurs commencent par investir dans l'équipement le plus efficace disponible, puis sont obligés de recourir à des machines de moins en moins efficaces jusqu'à ce que la dernière unité adjointe au capital de l'entreprise n'apporte plus aucun rendement supplémentaire :

[...] if there is no surplus of specialised or practised labour and the use of less suitable labour involves a higher labour cost per unit of output, this means that the rate at which the return from the equipment diminishes as employment increases is more rapid than it would be if there were such a surplus. (Keynes, 1936b, p. 42)

La seconde raison est que « as a rule, pressure on the facilities for producing that type of capital will cause its supply price to increase » (Keynes, 1936b, p. 136), les producteurs étant obligés de se faire concurrence pour attirer des facteurs de production de plus en plus rares à mesure que le volume de production des biens de capital s'accroît, ce qui conduit à une élévation du coût marginal de production du bien de capital. Pour ces deux raisons, la tendance de long terme est à une décroissance de l'efficacité marginale du capital en général à mesure que le système économique s'enrichit par l'accumulation et le réinvestissement du capital<sup>5</sup>.

---

4. L'hypothèse est également présente, de façon plus explicite, au Chapitre 21 du Livre V : « Since resources are not homogeneous, there will be diminishing, and not constant, returns as employment gradually increases » (Keynes, 1936b, p. 296).

5. Comme nous l'expliquerons à la section 10.3, une autre explication possible de la décroissance tendancielle de l'EMC est l'essoufflement progressif et historique de l'esprit d'entreprise sur lequel se base le système capitaliste.

## 10.1. L'EFFICACITÉ MARGINALE DU CAPITAL, FONDEMENT DE LA THÉORIE KEYNÉSIENNE DE L'INVESTISSEMENT

---

La relation décroissante entre l'efficacité marginale d'un type de capital et le volume d'investissement dans ce capital définit la courbe de demande (*demand-schedule*) pour ce type de capital en particulier. Dès lors :

We can then aggregate these schedules for all the different types of capital, so as to provide a schedule relating the rate of aggregate investment to the corresponding marginal efficiency of capital in general which that rate of investment will establish. We shall call this the investment demand-schedule; or, alternatively, the schedule of the marginal efficiency of capital. (Keynes, 1936b, p. 136)

Il s'agit d'une courbe de la demande *théorique* de capital, car en-dessous d'une certaine valeur d'efficacité marginale pour une pièce de capital, définie par le taux d'intérêt de marché, l'entrepreneur préférera placer son argent auprès d'une banque (par exemple) plutôt que de prendre le risque de l'investir dans un équipement productif; et si l'EMCG est inférieure au taux d'intérêt courant, tous les entrepreneurs opteront pour un placement financier ou bancaire plutôt que pour l'achat de biens de capital, de sorte que le volume agrégé de l'investissement – et donc la demande de capital – est nul. En combinant la courbe de demande de capital (*investment demand-schedule*) à la règle de décision de l'investissement en capital, à savoir qu'un investissement dans un type de capital n'est rentable que lorsque son efficacité marginale est supérieure au taux d'intérêt courant, il est possible d'énoncer la théorie keynésienne de l'investissement.

La valeur agrégée de l'investissement est nulle lorsque l'EMCG, c'est-à-dire l'efficacité marginale des types de biens de capital la plus élevée parmi toutes les efficacités marginales, est inférieure au taux d'intérêt courant. Lorsque l'EMCG est juste égale au taux d'intérêt, la valeur agrégée de l'investissement (que nous noterons, par convention,  $I$ ) correspond à la valeur de l'investissement dans les biens de capital possédant une efficacité marginale égale à l'EMCG; cette valeur représente la somme totale des prix d'offre de ces biens de capital. Si l'EMCG est supérieure au taux d'intérêt, la valeur agrégée de l'investissement se calcule en additionnant les prix d'offre de l'ensemble des biens de capital dont l'efficacité marginale propre (même inférieure à l'EMCG) est supérieure au taux d'intérêt. Nous pouvons alors tracer une courbe de demande *effective* de capital liant chaque niveau du taux d'intérêt  $r$  à une valeur de l'investissement global. Cette courbe prend en règle générale la forme d'une fonction à paliers, mais elle peut être lissée en supposant qu'il existe une

## 10.1. L'EFFICACITÉ MARGINALE DU CAPITAL, FONDEMENT DE LA THÉORIE KEYNÉSIEENNE DE L'INVESTISSEMENT

---

continuité de projets d'investissement associés à une infinité d'efficacités marginales comprises entre zéro et l'EMCG (cf. figure 10.1).

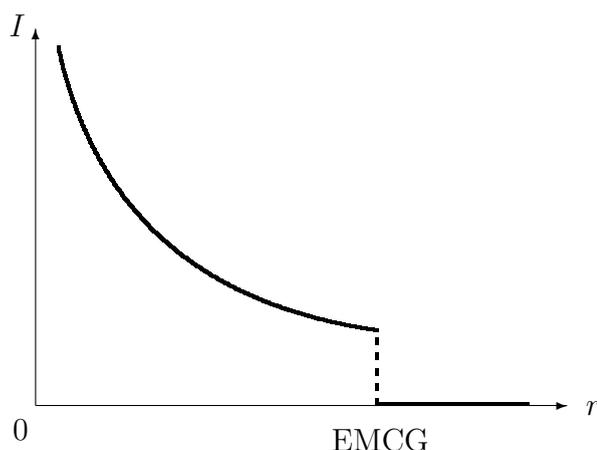


FIGURE 10.1 – Courbe de la demande effective de capital

La courbe de la demande effective de capital est la représentation de la règle de décision de l'investissement au niveau agrégé. Son volume correspond à l'achat de l'ensemble des biens de capital immédiatement disponibles<sup>6</sup> dont l'efficacité marginale est supérieure au taux d'intérêt. Or, d'après sa définition, l'EMC est le taux d'actualisation permettant d'égaliser la valeur actuelle du rendement escompté de l'investissement avec le prix d'offre du bien de capital. Le rendement *escompté* total est d'autant plus élevé que les revenus anticipés pour chacune des périodes futures sont élevés (à taux d'actualisation donné). Ce rendement dépend bien sûr de certaines caractéristiques physiques et techniques déterminant la quantité maximale de marchandises que la pièce de capital peut produire, la vitesse à laquelle la firme peut atteindre le point d'utilisation optimale de la pièce et le temps durant lequel cette utilisation optimale peut être maintenue, compte tenu de la dépréciation involontaire (naturelle) et volontaire du capital; en d'autres termes le rendement escompté dépend de la productivité propre à la pièce de capital en question. Mais le problème qui se pose aux entrepreneurs n'est pas tant de savoir quelle quantité maximale le bien permettra de produire, mais la quantité effective de marchandises supplémentaires

---

6. L'acquisition de biens semi-finis en cours de production à la période considérée correspond à l'investissement en capital circulant, qui influence également à terme le stock de capital de l'économie et donc l'évolution des efficacités marginales des biens de capital particuliers ainsi que l'EMCG. Dans la mesure où nous nous intéressons dans ce chapitre plutôt à l'influence de l'investissement en capital sur l'équilibre statique de sous-emploi, l'investissement en capital circulant a une importance relativement secondaire, ce qui explique que nous nous concentrons sur l'investissement en capital fixe.

## 10.2. L'ÉTAT DE LA PRÉVISION À LONG TERME : LE RÔLE PERTURBATEUR DE LA SPÉCULATION DANS UN SYSTÈME DE MARCHÉS FINANCIERS ORGANISÉS

---

qu'ils pourront écouler suite à l'achat de cette machine ou de cet outil.

Le calcul de l'efficacité marginale d'un bien de capital doit donc tenir compte de la manière dont les entrepreneurs envisagent leur utilisation future de l'équipement, selon les débouchés possibles pour le surcroît de production généré par l'investissement (la production et la vente à perte étant exclues *a priori*). Plus leurs anticipations concernant la demande future sont optimistes, plus le rendement escompté de chaque période est élevé, et plus il est nécessaire d'augmenter le taux d'actualisation pour égaliser la valeur actuelle de ce rendement avec le prix d'offre. La valeur de l'EMC est ainsi une fonction directe des anticipations des entrepreneurs, et notamment du degré d'optimisme de ces anticipations. Une théorie de l'investissement ne saurait dès lors être complète sans un examen de la formation et des déterminants de ces anticipations, ce qui est l'objet des deux prochaines sections de ce chapitre.

## 10.2 L'état de la prévision à long terme : le rôle perturbateur de la spéculation dans un système de marchés financiers organisés

La question des anticipations dans la *Théorie Générale* occupe essentiellement deux Chapitres, le Chapitre 5 du Livre II (« Expectation as determining output and employment ») et le Chapitre 12 du Livre IV (« The state of long-term expectation »). Le premier introduit la distinction entre anticipations de court terme et anticipations de long terme, tandis que le second développe l'analyse des déterminants des anticipations de long terme (également nommées l'état de la prévision à long terme). Les anticipations de court terme concernent « the price which a manufacturer can expect to get for his 'finished' output at the time when he commits himself to starting the process which will produce it » (Keynes, 1936b, p. 46). Etant donné que les entrepreneurs avancent en début de période les frais nécessaires à la rémunération des facteurs de production, ils doivent prévoir « the cost of output on various possible scales » (Keynes, 1936b, p. 47). Si l'on suppose que les taux de rémunération des facteurs de production sont constants, ou du moins fixés durant une période donnée, les coûts sont uniquement fonction du niveau de production, de sorte que le véritable problème est la détermination du niveau effectif de production. Celui-ci est fixé de manière à garantir un profit minimal, ou au moins une

## 10.2. L'ÉTAT DE LA PRÉVISION À LONG TERME : LE RÔLE PERTURBATEUR DE LA SPÉCULATION DANS UN SYSTÈME DE MARCHÉS FINANCIERS ORGANISÉS

---

absence de pertes ; à niveau de coûts donné, l'incertitude porte alors sur la quantité de marchandises qui sera écoulee à terme et le prix auquel elles seront échangées, qui conjointement déterminent la valeur des recettes de vente. C'est pourquoi les producteurs d'une marchandise particulière doivent pouvoir anticiper en début de période les niveaux de l'offre et de la demande agrégées<sup>7</sup> du bien considéré en fin de période, définissant à la fois la capacité d'absorption de l'économie pour cette marchandise et le prix unitaire auquel elle sera échangée, ce qui est le principal déterminant du niveau de profit effectif en fin de période.

A chaque période, les entrepreneurs ne font toutefois pas une unique anticipation de la demande future, tant au niveau collectif qu'individuel. En effet, les anticipations de court terme se présentent sous la forme d'une distribution de probabilités affectées à différents états futurs de la nature, c'est-à-dire à différents scénarios d'évolution possible de la demande :

An entrepreneur, who has to reach a practical decision as to his scale of production, does not, of course, entertain a single undoubting expectation of what the sale-proceeds of a given output will be, but several hypothetical expectations held with varying degrees of probability and defiteness. (Keynes, 1936b, p. 24, note 3)

L'auteur suppose donc qu'à tout moment, les entrepreneurs considèrent différentes prévisions de la demande future. Bien que cela ne soit pas précisé dans la *Théorie Générale*, la règle de décision pour la fixation du niveau de production serait donc *a priori* d'ajuster ce niveau à celui de la demande tel qu'anticipé dans le scénario jugé le plus probable. Il reste à déterminer sur quelles bases se forment ces anticipations. En présence d'une incertitude forte quant à l'avenir, il n'y a aucune raison pour que les entrepreneurs puissent objectivement attribuer un plus grand poids (en termes de probabilités) à un scénario plutôt qu'à un autre car la connaissance du futur leur est impossible<sup>8</sup>. Il est raisonnable, voire rationnel, pour eux de se baser sur

---

7. Bien que l'expression anglaise de « aggregate supply » (ou « aggregate demand ») soit en général traduite en français par « offre globale » (respectivement « demande globale »), la signification particulière de ce terme dans la *Théorie Générale* nous conduit à le distinguer de l'offre agrégée (respectivement demande agrégée), que nous définissons comme la somme des offres individuelles (respectivement des demandes individuelles) effectivement réalisées, et non anticipées.

8. Dans le *Treatise on Probability* (1921), il est avancé que les probabilités sont essentiellement un *jugement* rationnel et subjectif quant à la possibilité de réalisation d'un événement. Cela ne signifie pas que les probabilités en elles-mêmes soient subjectives :

A proposition is not probable because we think so. [...] The theory of probability is

## 10.2. L'ÉTAT DE LA PRÉVISION À LONG TERME : LE RÔLE PERTURBATEUR DE LA SPÉCULATION DANS UN SYSTÈME DE MARCHÉS FINANCIERS ORGANISÉS

---

l'évolution récente de la demande pour en déduire leurs projections de son évolution future (au moins à court terme), « since a large part of the circumstances usually continue substantially from one day to the next » (Keynes, 1936b, p. 51). C'est pourquoi « the most recent results [of sale-proceeds] usually play a predominant part in determining what these [short-term] expectations are » (Keynes, 1936b, p. 51). Les recettes effectivement constatées dans le présent ou le proche passé sont un indicateur relativement correct du comportement des consommateurs et des investisseurs vis-à-vis de leurs dépenses. En-dehors d'un changement important dans l'environnement économique de ces agents, et surtout si ce changement est inattendu (une guerre par exemple), les entrepreneurs peuvent raisonnablement supposer que les déterminants principaux de la consommation et de l'investissement agrégés sont inchangés à la période courante. Ainsi, à moins d'une catastrophe humaine ou naturelle, le revenu de la communauté n'est pas censé fluctuer à très court terme<sup>9</sup>, de sorte que le niveau de consommation qui en est une fonction directe est relativement constant à très court terme – *a fortiori* s'il existe un effet de cliquet tel que Keynes l'avait introduit dans le *Treatise* (cf. chapitre 6) ou dans les conférences de 1931 (cf. section 8.2). Dès lors, « it is sensible for producers to base their [short-term] expectations on the assumption that the most recently realised results will continue, except in so far as there are definite reasons for expecting a change » (Keynes, 1936b, p. 51). Les entrepreneurs n'ont pas à réviser très régulièrement leurs anticipations de court terme, même lorsqu'un nouveau processus de production est initié, ce qui aurait été « too complicated » et constituerait « a waste of time » (Keynes, 1936b, p. 51).

La stabilité des anticipations est un facteur de stabilisation du volume d'emploi au moins à court terme et, partant, du niveau de revenu de la communauté, validant *a posteriori* l'hypothèse de la stabilité à court terme des déterminants principaux

---

logical [...] because it is concerned with the degree of belief which it is *rational* to entertain in given conditions, and not merely with the actual beliefs of particular individuals, which may or may not be rational. (Keynes, 1921, p. 4).

Keynes ajoute par ailleurs que « what particular propositions we select as the premises of *our* argument naturally depends on subjective factors peculiar to ourselves ; but the relations, in which other propositions stand to these, and which entitle us to probable beliefs, are objective and logical » (Keynes, 1921, p. 4). Pour une analyse plus exhaustive de la théorie des probabilités de l'auteur, voir Bateman (1987), Carabelli (1998) et Roncaglia (2009). Concernant l'influence du *Treatise on Probability* sur les ouvrages économiques de Keynes, voir Carabelli (1988).

9. Nous rappelons que la période courante considérée est ce que Keynes appelle le « jour » (*day*), c'est-à-dire « the shortest interval after which the firm is free its decision as to how much employment to offer » (Keynes, 1936b, p. 47), ce qui correspondrait, compte tenu de la pratique des contrats de travail, à une période comprise entre une semaine et un mois.

## 10.2. L'ÉTAT DE LA PRÉVISION À LONG TERME : LE RÔLE PERTURBATEUR DE LA SPÉCULATION DANS UN SYSTÈME DE MARCHÉS FINANCIERS ORGANISÉS

---

de la demande globale. Cela ne signifie pas que le volume de l'emploi n'est pas susceptible de connaître des fluctuations plus ou moins régulières, notamment selon que les entrepreneurs ont une opinion convergente ou divergente quant à la stabilité de la demande dans un proche futur, et selon que les anticipations de court terme *passées* se sont révélées ou non exactes, conduisant les entrepreneurs à réviser progressivement leurs prévisions<sup>10</sup>. Il faut remarquer que ce constat est valable pour tous les entrepreneurs de l'économie, qu'ils produisent des biens de consommation ou des biens de capital. Une complexité supplémentaire intervient toutefois dans la formation des anticipations des producteurs de biens de capital. La demande qu'ils anticipent correspond à la demande effective de capital telle que nous l'avons définie à la section 10.1 ; or cette demande dépend du taux d'intérêt mais surtout de l'efficacité marginale de chacun des types de biens de capital, qui est elle-même fonction des anticipations *de long terme* des entrepreneurs concernant la demande pour leur marchandise. En d'autres termes, un producteur particulier de biens de capital doit pouvoir anticiper les anticipations des autres entrepreneurs qui sont ses potentiels futurs clients, ce qui à un niveau collectif implique que « in the case of additions to capital equipment and even of sales to distributors, these short-term expectations will largely depend on the long-term (or medium-term) expectations of other parties » (Keynes, 1936b, p. 47). Or, comme nous allons le démontrer, les anticipations de long terme sont en général elles-mêmes stables à court ou moyen terme, ce qui est un élément supplémentaire de stabilisation des anticipations de court terme et donc du niveau d'emploi.

Les anticipations de long terme sont « what the entrepreneur can hope to earn in the shape of future returns if he purchases (or, perhaps, manufactures) 'finished' output as an addition to his capital equipment » (Keynes, 1936b, p. 47), c'est-à-dire constituent le rendement escompté de l'investissement. Il s'agit de prédire « changes in the type and quantity of the stocks of capital-assets and in the tastes of the consumer, the strength of effective demand from time to time during the life of investment under consideration and the changes in the wage-unit in terms of money which may occur during its life » (Keynes, 1936b, p. 147). Ce dernier facteur en

---

10. Keynes note que « producers' forecasts are more often gradually modified in the light of results than in anticipation of prospective changes » (Keynes, 1936b, p. 51). Le processus de formation des anticipations est donc proche d'un mécanisme d'anticipations adaptatives, où la valeur présente de la variable (ou des variables) étudiée(s) dépend de sa valeur passée et de la valeur passée d'autres facteurs déterminants, et où les agents ajustent progressivement et plus ou moins parfaitement leurs anticipations aux erreurs de prévisions qu'ils ont commises dans le passé.

## 10.2. L'ÉTAT DE LA PRÉVISION À LONG TERME : LE RÔLE PERTURBATEUR DE LA SPÉCULATION DANS UN SYSTÈME DE MARCHÉS FINANCIERS ORGANISÉS

---

particulier distingue les anticipations de court terme des anticipations de long terme : les premières portent sur une période (le « jour ») qui est le temps minimum entre deux révisions du niveau d'emploi d'une firme, donc une période où le salaire nominal est fixé, conformément à l'hypothèse provisoire faite au Chapitre 3 ; les secondes portent quant à elles sur une période beaucoup plus longue, au cours de laquelle les contrats de travail peuvent être renégociés à de multiples reprises, de sorte que le taux de salaire nominal est amené à changer de façon plus ou moins importante. Nous préférons néanmoins réserver l'étude des conséquences d'une variation des salaires nominaux au prochain chapitre, où nous discuterons plus précisément de son impact sur l'état de la prévision à long terme.

Les trois autres variables sur lesquelles portent les anticipations de long terme peuvent quant à elles être étudiées sans avoir à lever l'hypothèse provisoire de rigidité des salaires. Un changement du type de biens de capital se produit, en général, sous l'effet du progrès technique à travers les innovations de produit, qui permettent la mise en vente de nouveaux types de machines ou d'outils (par exemple plus performants ou plus robustes). Il affecte les anticipations à long terme de rendement d'un investissement dans la mesure où l'apparition de biens de capital innovants rend l'équipement acquis aujourd'hui plus rapidement obsolète, c'est-à-dire accroît la vitesse de dépréciation naturelle (et involontaire) du capital existant. Les entrepreneurs cherchent donc à prévoir l'éventualité d'une innovation technologique majeure à venir au cours de la durée de vie du bien de capital dont ils envisagent l'acquisition. La seconde variable, le stock de biens de capital, dépend directement du volume d'investissement brut à chaque période, même s'il peut être affecté par d'autres facteurs comme la vitesse de dépréciation du capital. Néanmoins la variable la plus importante sur laquelle portent les anticipations de long terme est l'évolution future de la demande effective, car elle détermine la rentabilité effective de l'investissement en capital, qui est le principal critère dans la décision des entrepreneurs vis-à-vis de leur stock (désiré) de capital.

Tout comme les anticipations de court terme, l'état de la prévision à long terme, qui « sum[s] up the state of psychological expectation » relatif à ces quatre variables (Keynes, 1936b, p. 147–148), se présente sous la forme d'une estimation probabiliste des différents états futurs de la nature. Cependant, étant donné que le futur lointain est encore plus incertain que le futur proche, cette estimation est elle-même soumise à un *judgement* quant au degré de la confiance que les agents peuvent placer dans

## 10.2. L'ÉTAT DE LA PRÉVISION À LONG TERME : LE RÔLE PERTURBATEUR DE LA SPÉCULATION DANS UN SYSTÈME DE MARCHÉS FINANCIERS ORGANISÉS

---

leur propre estimation :

[...] we [cannot] rationalise our behaviour by arguing that to a man in a state of ignorance errors in either direction are equally probable, so that there remains a mean actuarial expectation based on equi-probabilities. For it can easily be shown that the assumption of arithmetically equal probabilities based on a state of ignorance leads to absurdities. (Keynes, 1936b, p. 152)

De fait, pour prendre leur décisions, les entrepreneurs doivent déterminer quelles sont les informations qu'ils possèdent qui s'avèrent non seulement les plus pertinentes, mais surtout les plus fiables. Comme l'investissement productif est une opération qui les engage de façon ferme pour plusieurs périodes à venir et qui leur serait coûteuse en cas de mauvaises prévisions, ils ne sauraient se reposer sur une connaissance très incertaine de l'avenir, c'est-à-dire qu'ils ne sauraient attacher « [a] great weight to matters which are very uncertain » (Keynes, 1936b, p. 148). Par conséquent :

It is reasonable [...] to be guided to a considerable degree by the facts about which we feel somewhat confident, even though they may be less decisively relevant to the issue than other facts about which our knowledge is vague and scanty. (Keynes, 1936b, p. 148)

Or, une fois encore, il n'est guère information plus fiable que l'observation des résultats passés et présents, de sorte que « our usual practice [is] to take the existing situation and to project it into the future, modified only to the extent that we have more or less definite reasons for expecting a change » (Keynes, 1936b, p. 148). Si les anticipations de long terme se présentent sous la forme d'une distribution de probabilités entre différentes hypothèses d'évolution future de la demande, la pratique usuelle consisterait à affecter la probabilité la plus forte au scénario dont les entrepreneurs ont la meilleure connaissance aujourd'hui, donc à l'hypothèse d'un maintien de la conjoncture et de l'environnement économiques actuels.

La stabilité des anticipations de long terme est le résultat d'une convention, c'est-à-dire d'un consensus tacite au sein de la communauté vis-à-vis du futur :

In practice we have tacitly agreed, as a rule, to fall back on what is, in truth, a *convention*. The essence of this convention [...] lies in assuming that the existing state of affairs will continue indefinitely, except in so far as we have specific reasons to expect a change. (Keynes, 1936b, p. 152)

## 10.2. L'ÉTAT DE LA PRÉVISION À LONG TERME : LE RÔLE PERTURBATEUR DE LA SPÉCULATION DANS UN SYSTÈME DE MARCHÉS FINANCIERS ORGANISÉS

---

Cela ne signifie pas que les agents, à un niveau individuel autant que collectif, prévoient un tel maintien. Tout d'abord, quand bien même chaque individu affecterait une probabilité de 100% à un seul scénario, il n'y a aucune raison de penser que l'ensemble de la communauté a le même jugement quant à l'hypothèse à retenir ; et en règle générale, comme nous allons l'expliquer, ce n'est pas le cas, expliquant le rôle essentiel des marchés financiers organisés dans la conciliation des différences d'opinion. Ensuite un agent individuel lui-même n'est que rarement suffisamment *confiant* dans sa connaissance du présent (et du passé) pour ne retenir qu'une seule hypothèse d'évolution future ; il distribue les probabilités entre les différents scénarios en fonction de son degré de confiance dans les informations qui lui permettent d'élaborer chacun de ces scénarios. Enfin les agents collectivement ne croient pas réellement dans le maintien *ad infinitum* de la situation courante, car « we know from extensive experience that this is most unlikely » (Keynes, 1936b, p. 152). La stabilité des anticipations de long terme, et la stabilité de l'activité d'investissement qui en découle, est donc garantie aussi longtemps que la communauté dans son ensemble croit en cette stabilité, ou plus précisément « so long as we can rely on the maintenance of the convention » (Keynes, 1936b, p. 152). Certains membres de la communauté peuvent contester cette convention, et avoir des prévisions divergentes quant à l'évolution future de la demande effective ; mais tant que ces membres ne représentent pas une majorité de la communauté – que ce soit en nombre ou en « poids » (par exemple en proportion de la richesse totale de la communauté) – la convention est maintenue et l'ensemble des agents ajustent leurs comportements en fonction de cette convention.

Ainsi l'état de la prévision à long terme « depends on the *confidence* with which we make [the most probable] forecast—on how highly we rate the likelihood of our best forecast turning out quite wrong » (Keynes, 1936b, p. 148). Au-delà des probabilités objectives ou subjectives de réalisation des événements anticipés, les agents formulent donc un jugement (purement subjectif) quant à la fiabilité de leurs propres prévisions. A un niveau agrégé, ce jugement correspond à l'état de la confiance (*state of confidence*), à propos duquel l'auteur considère que « there is not much to be said » si ce n'est de recourir à « the actual observation of markets and business psychology » (Keynes, 1936b, p. 149). Ce constat explique pourquoi l'essentiel du Chapitre 12 est consacré à l'étude du comportement des investisseurs *financiers* sur les marchés des titres, notamment les marchés organisés, dans l'idée que le comportement

## 10.2. L'ÉTAT DE LA PRÉVISION À LONG TERME : LE RÔLE PERTURBATEUR DE LA SPÉCULATION DANS UN SYSTÈME DE MARCHÉS FINANCIERS ORGANISÉS

---

de ce type d'agents peut être étendu – avec d'éventuels amendements et corrections – aux entrepreneurs réalisant un investissement productif.

Dans le cadre de marchés financiers organisés, l'auteur identifie quatre facteurs qui contribuent à précariser la convention et à menacer la stabilité des anticipations de long terme<sup>11</sup>. Le premier est la séparation croissante entre gestion et propriété des titres, qui conduit à un appauvrissement du degré de connaissance réelle des fondamentaux guidant le cours des titres, donnant un plus grand poids à la subjectivité dans le choix des placements (Keynes, 1936b, p. 153). Le second facteur est le poids de plus en plus important pris par des stratégies de plus-values à (très) court terme, de sorte que « day-to-day fluctuations in the profits of existing investments, which are obviously of an ephemeral and non-significant character, tend to have an altogether excessive, and even an absurd, influence on the market » (Keynes, 1936b, p. 153–154).

Si ces deux premiers facteurs ne sont que brièvement exposés dans la *Théorie Générale*, il en va différemment des deux autres, à savoir d'une part la dépendance de la convention à la psychologie de masse qui l'expose à de soudaines variations au gré des vagues d'optimisme et de pessimisme, et d'autre part la professionnalisation de l'investissement (financier) qui a permis une expansion de la spéculation. La section 10.3 étant entièrement dédiée au premier de ces deux facteurs, nous préférons discuter dans la présente section du second facteur.

Il est vrai que la pratique des transactions sur les marchés financiers organisés repose en partie sur les jugements individuels quant au consensus d'opinion relatif à l'avenir, qui est reflété par l'évolution des cours. C'est le propre de l'activité de *spéculation*, que Keynes définit comme « the activity of forecasting the psychology of the market » (Keynes, 1936b, p. 158). En d'autres termes, l'objectif des spéculateurs est d'anticiper, non l'évolution effective des cours, mais l'évolution des anticipations des autres intervenants du marché quant à l'évolution effective des cours. Tel est le sens de la désormais célèbre métaphore du concours de beauté à laquelle l'auteur a recours pour expliquer la détermination effective des cours financiers sur des marchés affectés par la spéculation. Les participants au concours sont censés choisir « the six prettiest faces from a hundred photographs » (Keynes, 1936b, p. 156). Leur objectif

---

11. Nous analyserons dans la section 10.3 les raisons pour lesquelles ces marchés organisés sont apparus, et pourquoi Keynes estime que leur apparition est pour la continuité de l'activité d'investissement en capital – et donc du capitalisme – à la fois une nécessité et une menace.

## 10.2. L'ÉTAT DE LA PRÉVISION À LONG TERME : LE RÔLE PERTURBATEUR DE LA SPÉCULATION DANS UN SYSTÈME DE MARCHÉS FINANCIERS ORGANISÉS

---

n'est pas de choisir les visages qui leur paraissent les plus beaux, mais ceux dont ils estiment que la moyenne des participants éliront comme les plus beaux. En effet, « the prize [is] awarded to the competitor whose choice most nearly corresponds to the average preferences of the competitors as a whole » (Keynes, 1936b, p. 156). Il s'agit donc pour eux d'anticiper ce que les autres participants seraient susceptibles de choisir. Or, comme la règle du jeu est connue de tous, tous les participants vont devoir anticiper ce que les autres choisissent, ce qui les conduit à anticiper ce que les autres participants prévoient que la moyenne des participants élira comme les plus beaux visages. Les agents atteignent ainsi « the third degree where we devote our intelligences to anticipating what average opinion expects the average opinion to be », et il existerait certaines personnes qui atteindraient « the fourth, the fifth and higher degrees » (Keynes, 1936b, p. 156).

Il en va de même pour les spéculateurs financiers. Ceux-ci n'ont pas pour objectif de deviner l'évolution des fondamentaux déterminant la valeur des titres, c'est-à-dire la rentabilité interne des titres, mais de deviner comment la communauté financière anticipera l'évolution de ces fondamentaux. Si la tendance récente sur les marchés est à une élévation des cours et que le consensus au sein de la communauté est un maintien de cette tendance, les spéculateurs doivent mettre en place des stratégies pour tirer un gain de ce consensus, par exemple en achetant aujourd'hui des titres à (relativement) bas coût pour les revendre une fois qu'ils auront vu leurs cours augmenter. Le problème est que certains spéculateurs gagnent également à jouer *contre* le consensus établi en pariant sur une baisse prochaine des cours (alors que la convention est de supposer un maintien de la tendance à la hausse). Or, en situation d'incertitude, les positionnements de ces spéculateurs risquent d'influencer le reste de la communauté : lorsqu'un agent constate qu'un autre agent adopte une position inverse à la majorité, il peut être amené à penser que cet autre agent possède de meilleures informations – ou des informations plus fiables – sur l'avenir, ce qui l'amène à imiter le comportement du spéculateur et à se positionner à son tour à contre-courant de la convention sociale. Ce mécanisme a un effet d'entraînement, puisque plus il y a d'agents qui spéculent à la baisse en période de hausse des cours, plus les autres agents sont incités à penser que les spéculateurs possèdent de meilleures informations et ajustent leurs positions en conséquence. Ceci permettrait d'expliquer pourquoi une longue période de hausse des cours peut connaître un arrêt brutal et être suivie d'une période de forte chute des cours, comme cela a été le cas

## 10.2. L'ÉTAT DE LA PRÉVISION À LONG TERME : LE RÔLE PERTURBATEUR DE LA SPÉCULATION DANS UN SYSTÈME DE MARCHÉS FINANCIERS ORGANISÉS

---

en 1929.

Keynes reconnaît une certaine utilité sociale à l'activité de spéculation, puisqu'elle contribue dans une certaine mesure à la continuité de l'activité de l'investissement financier par une régulation de l'offre et de la demande de titres. C'est pourquoi « *speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise*<sup>12</sup> » (Keynes, 1936b, p. 159) : tant qu'une minorité seulement de la communauté s'adonne à cette pratique, leurs actions ont pour avantage de contrebalancer les effets d'entraînement et d'amplification associés à la convention, c'est-à-dire tendent – de façon assez paradoxale à première vue – à limiter les risques de constitution de ce qu'on nomme les bulles spéculatives. En effet, si la tendance actuelle est à une hausse modérée mais régulière des cours, et si l'état conventionnel de la prévision à long terme stipule un maintien de cette tendance, alors nécessairement la majorité des investisseurs ont tout intérêt à acheter des titres pour espérer faire une plus-value. Or le fait que la majorité des investisseurs demande des titres risque de provoquer un envol des cours, légitimant et renforçant les anticipations optimistes de ces investisseurs. Une minorité de spéculateurs pariant à contre-sens de l'opinion générale permettrait dans ce cas de maîtriser cet envol en élevant le niveau d'offre de titres de façon à rééquilibrer le marché, au moins partiellement.

La spéculation, quand elle est minime, contribue ainsi à la stabilité de l'état de la prévision à long terme. Cependant, lorsqu'elle devient plus importante, voire majoritaire, elle devient le premier facteur de déstabilisation de la convention :

[...] the position is serious when enterprise becomes the bubble on a steady stream of speculation. When the capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done. (Keynes, 1936b, p. 159)

Les investisseurs financiers ne sont dans ce cas-là plus motivés par le rendement à long terme de leur placement, mais seulement par l'éventualité de réaliser à court ou moyen terme une plus-value importante. Ils jouent à une partie de chaises musicales (Keynes, 1936b, p. 156), où l'enjeu est de deviner le moment correct auquel revendre les titres lorsque les cours connaissent une forte hausse : pas avant que les cours n'aient atteint leur maximum, mais pas après que les autres investisseurs ont revendu

---

12. Nous reviendrons plus en détails, dans la section 10.3, sur la définition donnée de l'« entreprise » au Chapitre 12, qu'à la suite de Henry (1997) nous renommerons l'esprit d'entreprise afin d'éviter toute confusion avec sa définition usuelle synonyme de « firme ».

## 10.2. L'ÉTAT DE LA PRÉVISION À LONG TERME : LE RÔLE PERTURBATEUR DE LA SPÉCULATION DANS UN SYSTÈME DE MARCHÉS FINANCIERS ORGANISÉS

---

leurs propres titres, ce qui ferait chuter les cours et ferait courir aux joueurs un risque de moins-value. Le nombre de joueurs et leur degré de connaissances du marché ou des mécanismes financiers importent peu :

The battle of wits to anticipate the basis of conventional valuation a few months hence [...] does not even require gulls amongst the public to feed the maws of the professional;—it can be played by professionals themselves. Nor is it necessary that anyone should keep his single faith in the conventional basis of valuation having any genuine long-term validity. (Keynes, 1936b, p. 155)

En réalité, il est même probable que le jeu soit d'autant plus joué que les joueurs ne sont que des investisseurs professionnels. D'une part, le degré d'anticipations nécessaire pour y participer est au moins égal à trois et n'a plus trait à une évaluation rationnelle ou raisonnable du rendement des actifs. D'autre part, les montants mobilisés par les investisseurs professionnels sont tellement importants que les enjeux sont susceptibles d'effrayer les investisseurs particuliers, alors que le risque associé à la promesse de gains considérables a tendance à attirer les spéculateurs les moins avertis au risque ou même ceux attirés par le risque. Il se pourrait toutefois que, face aux constats de plus-values importantes et quasi garanties, une partie des investisseurs particuliers soit tentée de se joindre au jeu ; cela ne ferait qu'accroître la volatilité des cours, car ces particuliers dépendent encore moins d'une évaluation basée sur une bonne connaissance des fondamentaux pour guider leurs placements.

Ainsi une part importante de la communauté financière serait amenée à préférer la spéculation à l'investissement productif, ou même au placement à long terme, non seulement car les gains potentiels sont plus grands, mais aussi parce que cette activité requiert moins de connaissances de la part des intervenants et parce que l'exposition à l'incertitude est moins grande lorsqu'il s'agit d'élaborer des stratégies de plus-values à court-moyen terme. Cela ne signifie pas pour autant qu'il n'y a plus d'investisseurs financiers qui visent une stratégie à long terme :

If the reader interjects that there must surely be large profits to be gained from the other players in the long run by a skilled individual who, unperturbed by the prevailing pastime, continues to purchase investments on the best genuine long-term expectations he can frame, he must be answered, first of all, that there are, indeed, such serious-minded individuals and that it makes a vast difference to an investment market whether or

## 10.2. L'ÉTAT DE LA PRÉVISION À LONG TERME : LE RÔLE PERTURBATEUR DE LA SPÉCULATION DANS UN SYSTÈME DE MARCHÉS FINANCIERS ORGANISÉS

---

not they predominate in their influence over the game-players. (Keynes, 1936b, p. 156)

Il faut noter la précision importante quant au degré d'« habileté » d'un tel investisseur, qui doit pouvoir collecter le maximum d'informations quand celles-ci sont de plus en plus difficiles à connaître dans un système de marché de plus en plus complexe. De fait, il est autrement plus problématique – et cela prend autrement plus de temps – de partir à la recherche d'informations pertinentes quant au rendement interne d'un investissement financier sur plusieurs années (supposant de connaître entre autres la situation actuelle de la firme, ses perspectives d'avenir, et les caractéristiques et le rendement de la pièce d'équipement dont la firme souhaite financer l'achat par une émission de titres), que de simplement prédire les aléas de la psychologie de masse de la communauté financière.

C'est pour cette raison que « investment based on genuine long-term expectation is so difficult to-day as to be scarcely practicable » et que « he who attempts it must surely lead much more laborious days and run greater risks than he who tries to guess better than the crowd how the crowd will behave » (Keynes, 1936b, p. 157). La prise de risque associée à un investissement à long terme est en effet bien plus grande que celle associée au lancement d'un nouveau processus de production, qui n'engage que pour une période de temps. Ce risque n'est ni quantifiable, ni même probabilisable en présence d'une incertitude concernant le lointain avenir<sup>13</sup>, c'est-à-dire l'« extreme precariousness of the basis of knowledge on which our estimates of prospective yield have to be made » (Keynes, 1936b, p. 149). Prendre un tel risque sans être capable de le mesurer, et sans doute sans chercher à le faire, requiert une spontanéité et une *confiance* en l'avenir que peu d'agents possèdent. Cet élément qui distingue les investisseurs financiers (à long terme) des spéculateurs, ou encore les entrepreneurs – au sens large du terme – des profiteurs, est ce que Keynes nomme précisément « l'entreprise » (*enterprise*).

---

13. La distinction entre incertitude et risque initiée par Knight (1921) repose précisément sur la possibilité ou non d'établir des probabilités sur les états de la nature futurs : le risque désigne alors une situation où les événements futurs sont probabilisables, par opposition à l'incertitude.

## 10.3 Esprit d'entreprise et esprits animaux

Comme nous l'avons indiqué, le Chapitre 12 de la *Théorie Générale* identifie quatre facteurs de déstabilisation de la convention sociale à la base de l'état de la prévision à long terme. Si les trois premiers que nous avons présenté sont propres à un système d'investissement financé sur des marchés organisés, le quatrième, « the result of a sudden fluctuation of opinion due to factors which do not really make much difference to the prospective yield » sur la psychologie de masse de la communauté (Keynes, 1936b, p. 154), n'est pas propre à un tel système bien qu'il soit amplifié lorsque les marchés financiers sont développés et organisés. Comme nous l'avons expliqué au chapitre 6, dans le *Treatise* déjà les fluctuations de prix du type IA (dans notre nomenclature) étaient initiées par des mouvements d'humeur au sein de la communauté financière, altérant la proportion des *bulls* et des *bears* et, partant, la demande de monnaie à des fins de spéculation – pour reprendre la terminologie de la *Théorie Générale*. La même idée est présente dans ce dernier ouvrage, d'une part à travers la préférence pour la liquidité comme nous l'avons démontré au chapitre 9, et d'autre part à travers le comportement des investisseurs lors d'une bulle spéculative.

En effet, une bulle à la hausse se met en place lorsque les anticipations optimistes des intervenants sur le marché commencent à s'auto-alimenter par l'expérience de plus-values dues à une hausse, même modérée mais continue, des cours. Dès lors, la spéculation ne consiste plus tant à anticiper l'évolution de l'évaluation conventionnelle des actifs, mais le moment où la vague d'optimisme qui porte la bulle cessera de faire effet et laissera place à une vague de pessimisme tout aussi auto-entretenu. En ce sens, les flux et reflux d'optimisme au sein du monde des affaires sont une menace pour la stabilité de l'état de la prévision à long terme, donc pour la continuité de l'activité d'investissement, car ils rendent les prix des titres extrêmement instables à court terme et empêchent les sociétés de tableter sur la capitalisation financière comme source stable de financement de leurs achats d'équipement. Pourtant, l'importance du « sentiment financier » (tel qu'il est nommé dans le *Treatise*) ou plus simplement de l'optimisme des investisseurs peut également se révéler une opportunité et un atout pour le maintien de l'effort d'investissement, financier mais aussi surtout productif.

Par opposition à l'activité de spéculation (qui n'est possible que dans le cadre de marchés financiers organisés, et qui est d'autant plus facilitée que le nombre d'inter-

venants sur ces marchés est grand), Keynes définit ce qu'il appelle « l'entreprise » (*enterprise*) comme « the activity of forecasting the prospective yield of assets over their whole life » (Keynes, 1936b, p. 158). Cette définition peut s'appliquer aussi bien aux investisseurs financiers qui cherchent à évaluer la série de flux de revenus à long terme dégagés par l'achat d'un actif financier, qu'aux entrepreneurs à proprement parler qui doivent déterminer le rendement annuel d'une pièce d'équipement jusqu'à son obsolescence définitive (ou sa revente si cela est possible). Ceci peut s'expliquer par le fait qu'*en théorie*, une société cotée en Bourse n'émet de nouveaux titres qu'afin de financer un nouvel achat de biens de capital pour un usage productif. Par conséquent, plutôt que la traduction officielle d'« entreprise » qui pourrait entraîner une confusion avec sa définition usuelle synonyme de « firme », nous préférons adopter la traduction proposée par Henry (1997, p. 59) d'un « esprit d'entreprise », qui dénote un type de comportement particulier, traditionnellement attribué aux entrepreneurs capitalistes mais qui peut être étendu aux investisseurs financiers non spéculateurs : l'entrepreneuriat.

Cet esprit d'entreprise confère à ses porteurs une foi en l'avenir, un optimisme qui les protège de l'angoisse liée à un manque de connaissance du futur et de la paralysie qui en découle. Il repose donc sur la capacité des entrepreneurs à mobiliser leurs « esprits animaux », expression employée par l'auteur pour désigner une tendance naturelle à surévaluer les probabilités associées aux états de la nature les plus favorables. L'objet de cette section est précisément d'étudier dans quelle mesure l'esprit d'entreprise est présenté comme ayant été une condition nécessaire au processus d'accumulation du capital au fondement du capitalisme, et comment l'émergence de marchés financiers organisés a tout à la fois pallié l'essoufflement progressif de cet esprit et rendu l'investissement (et donc l'emploi) d'autant plus sensible aux mouvements d'humeur, en partie à l'origine des fluctuations cycliques de l'activité économique.

### **L'esprit d'entreprise, des premiers temps du capitalisme à l'avènement des marchés financiers organisés**

Keynes oppose dans le Chapitre 12 deux stades dans l'histoire du capitalisme, définis par le système d'investissement en capital fixe et par le type d'organisations sociales favorisant cet investissement. Plus précisément, l'une des principales

différences entre ces deux stades serait l'existence dans la période moderne d'une séparation entre la propriété et la gestion des moyens de production (donc du capital), qui aurait été une nécessité pour pallier l'essoufflement progressif de l'esprit d'entreprise et aurait permis l'éclosion d'un nouveau type d'investisseurs. L'auteur estime qu'à l'origine, la dynamique capitaliste était en effet essentiellement entretenue par un nombre limité d'esprits aventureux, prêts à assumer les risques liés au lancement d'une entreprise, surtout à une époque où le faible enrichissement de la communauté ne permettait de dégager qu'une faible épargne (à un niveau individuel comme collectif) pour financer ces projets. Dans ce premier stade du capitalisme, « enterprises were mainly owned by those who undertook them or by their friends and associates » (Keynes, 1936b, p. 150). Elles revêtaient généralement la forme de firmes familiales, dont la propriété était léguée aux héritiers ; elles étaient par ailleurs souvent de taille très modeste, même si à partir du XVII<sup>e</sup> siècle et surtout dans les dernières décennies de cette phase il pouvait également s'agir de manufactures de grande taille. Ce type d'organisation de la production n'a pas disparu dans la phase plus moderne du capitalisme, puisque de nombreuses sociétés familiales existent encore aujourd'hui aux côtés des sociétés anonymes dont l'apparition est symptomatique de cette seconde phase.

Le problème de l'indivision entre gestion et propriété du capital qui caractérise la forme ancienne d'entrepreneuriat est qu'elle expose l'entrepreneur à un risque de faillite personnelle dans le cas où un investissement conséquent se révélerait non profitable. Le capital (financier) de l'entreprise n'est dans ce cas rien d'autre que l'avance consentie par l'entrepreneur ou la famille d'entrepreneurs qui l'a fondée, c'est-à-dire leur propre capital personnel. Une perte due à une mauvaise gestion ou à des anticipations erronées sur la demande signifie une perte nette de richesse pour les quelques personnes – ou la personne unique – qui sont propriétaires de l'affaire, ce qui fait qu'un investissement dont le résultat est incertain fait courir un risque non probabilisable de faillite institutionnelle, mais aussi de ruine personnelle avec ses conséquences habituelles en termes de précarité extrême (surtout à des époques où les famines et disettes sont régulières) et d'exclusion sociale.

Cela ne fait que renforcer le caractère nécessaire d'une foi inébranlable en l'avenir et dans le succès d'une nouvelle entreprise. Or, une telle foi suppose de la part de l'entrepreneur « [a] sanguine temperament » ou des « constructive impulses » (Keynes, 1936b, p. 150), quelque chose dans sa nature profonde qui le rend impulsif,

désireux de s'embarquer dans une aventure dont il ne connaît pas à l'avance l'aboutissement – et parfois même pas les enjeux – et plus généralement apte à négliger le risque et l'incertitude impliqués par le lancement d'une nouvelle activité. Un parallèle peut d'ailleurs être fait avec le caractère de la minorité d'entrepreneurs-innovateurs chez Schumpeter qui, contrairement à la majorité d'entrepreneurs-imitateurs, ont le courage de prendre le risque associé au lancement d'un nouveau produit ou d'une nouvelle technologie dont le succès est fortement incertain.

Par conséquent, « in former times [...] investment depended on a sufficient supply of individuals » dotés de cet esprit d'entreprise et qui « embarked on business as a way of life » (Keynes, 1936b, p. 150). Cela implique que l'émergence et le développement du capitalisme étaient au départ alimentés par une culture nouvelle, un « esprit » du capitalisme pour paraphraser le titre de l'ouvrage de Max Weber (1905a). Il est vrai que ce dernier et Keynes partagent un souci, voire une inquiétude, à l'égard de la dynamique du système capitaliste. Ils sont tous les deux convaincus que l'homme n'est pas *naturellement* enclin ni incité à accumuler des richesses, et encore moins à utiliser cette accumulation pour financer un investissement risqué ou lancer une nouvelle activité productive. Weber considère que la réforme protestante a mis en place un système de normes et de valeurs ayant favorisé l'apparition du capitalisme. D'une part, dans le luthérianisme, la « vocation » (*Beruf*) d'un individu, c'est-à-dire ce qu'il a le devoir d'accomplir au cours de sa vie mortelle étant donné ses compétences et aptitudes, contribue à instaurer une culture du travail et de la réussite ; par ailleurs la dénonciation luthérienne de la luxure a conduit au développement d'un ascétisme séculier, le croyant devant pratiquer une austérité de ses mœurs et de son mode de vie, ce qui a favorisé la constitution d'une épargne importante à une époque où la quasi intégralité du revenu était consommé. D'autre part, le calvinisme a avancé l'idée d'une prédestination des individus, qui oblige le croyant cherchant à gagner le salut éternel à prouver sa valeur auprès de Dieu à travers notamment le succès de son activité économique. La conjonction de ces deux influences aurait poussé une partie de la population à adopter un comportement d'accumulation des richesses, non par thésaurisation ou épargne improductive, mais par investissement et réinvestissement dans l'activité productive. En d'autres termes, le protestantisme aurait établi une culture de l'entrepreneuriat qui expliquerait *a posteriori* la précocité des pays à majorité protestante (notamment le Royaume-Uni, l'Allemagne et les Etats-Unis) dans l'expérience de la Révolution industrielle à la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle

et au cours du XIX<sup>e</sup> siècle.

Cet esprit du capitalisme (*Geist der Kapitalismus*) émergent est proche du motif d'entreprise, ou de ce que nous avons nommé l'esprit d'entreprise, chez Keynes. Si ce dernier ne suppose pas l'existence d'un ensemble de normes et de valeurs (par exemple religieuses) promptes à inciter à l'investissement productif, il considère également que la propension des entrepreneurs des anciens temps à prendre des risques est une forme de vocation qui les dépasse. Ils sont même comparés à des explorateurs qui, en dépit du danger, s'embarquent dans une « expedition to the South Pole » (Keynes, 1936b, p. 162). L'aléa du succès ou de l'échec d'une entreprise dans ces premiers temps du capitalisme était très fort car l'impulsivité de l'entrepreneur n'est *a priori* pas une garantie de son habileté à gérer son entreprise, *a fortiori* si l'activité initiée ne répond pas à un véritable besoin au sein de la communauté de sorte que les espoirs qu'il place dans son investissement ne sont pas réalisés du fait d'un manque de demande. En ce sens « the affair was partly a lottery », avec l'intervention d'un certain facteur de chance, mais « the ultimate result » et la survie à long terme de l'entreprise étaient « largely governed by whether the abilities and character of the managers were above or below the average » (Keynes, 1936b, p. 150). Dès lors « business men play[ed] a mixed game of skill and chance » (Keynes, 1936b, p. 150), renforçant encore le risque associé à une décision d'investissement et donc la nécessité d'une certaine « foi » dans le succès futur.

Il faut remarquer qu'il existe deux différences importantes entre les approches de Keynes et de Weber des débuts du capitalisme. La première concerne l'origine du principe moteur de l'entrepreneuriat : pour Weber, elle réside dans la foi et l'appel divin, alors que pour Keynes elle est beaucoup plus physiologique (comme le prouve l'expression de « tempérament sanguin » (Keynes, 1936c, p. 165) employée pour décrire les premiers entrepreneurs) et dépend des passions et pulsions humaines guidées, comme nous le démontrerons dans la suite de la section, par les esprits animaux. S'il est un motif de foi pour l'entrepreneur keynésien, c'est une foi dans son propre succès plutôt qu'une foi religieuse. La seconde différence est le traitement du problème de la dépendance de la dynamique du système au maintien de cette foi. Les deux auteurs sont d'accord pour considérer qu'avec le temps, l'esprit d'entreprise (ou l'esprit du capitalisme) finit par s'estomper. Weber adopte une vision positive sur ce processus car selon lui une fois que « l'ascétisme religieux s'est échappé de la cage [...] le capitalisme vainqueur n'a plus besoin de ce soutien [puisqu']il repose sur une

### 10.3. ESPRIT D'ENTREPRISE ET ESPRITS ANIMAUX

---

base mécanique » (Weber, 1905b, p. 250), garantissant la poursuite de l'accumulation du capital, alors que Keynes estime que la survie du système n'est pas aussi évidente et a nécessité des ajustements institutionnels et structurels.

Comme nous l'avons expliqué à la section 10.1, l'EMC d'un bien de capital est censé décroître avec l'accroissement du stock de ce type de bien dans l'économie. Si l'on applique ce principe à un niveau macroéconomique, cela signifie que dans une économie capitaliste connaissant une croissance (même faible) de son stock de capital sous l'effet de l'accumulation du capital, l'EMCG tend à diminuer période après période. S'il est possible de rendre compte de ce mécanisme en supposant des rendements décroissants de la production de biens de capital, une autre interprétation est possible. Avec le développement de structures productives d'une taille de plus en plus importante – tant en termes de volumes d'emploi que de capital fixe – et sous l'effet de l'expérience de faillites multiples de petites entreprises familiales ou artisanales (confrontées à des firmes d'échelle nationale puis internationale dans un contexte de mondialisation du commerce), l'esprit aventurier des débuts du capitalisme tend peu à peu à disparaître. L'aversion naturelle au risque et à l'incertitude de l'homme menace alors de prendre à nouveau le dessus, conduisant à un ralentissement voire à un arrêt de l'effort entrepreneurial ; du point de vue de l'efficacité marginale du capital, cela signifie qu'il y a une plus forte préférence pour le présent, mais aussi une sous-valorisation du rendement escompté de l'investissement.

Face à l'essoufflement progressif de l'esprit d'entreprise, l'une des solutions consisterait en une baisse tendancielle du taux d'intérêt pour le maintenir en-dessous de l'EMCG et garantir un certain volume d'investissement en capital fixe à chaque période. Cependant cette solution connaît nécessairement des limites, le taux d'intérêt ne pouvant être diminué indéfiniment, d'autant plus qu'il existerait un niveau-plancher pour ce taux en-dessous duquel l'économie risquerait d'être dans une situation de trappe à liquidités. Etant donné que la nature irrévocable de l'achat de capital fixe dans le cadre d'une activité productive empêchait – dans les premiers temps du capitalisme – l'arrivée sur le marché d'entrepreneurs moins enclins à une prise de risque, l'auteur estime que le maintien du processus d'accumulation du capital et de financement de l'investissement nécessitait à terme une seconde solution, organisationnelle. Celle-ci est en réalité double, avec l'introduction d'une « separation between ownership and management » (Keynes, 1936b, p. 150) d'une part, et le développement des marchés financiers organisés d'autre part. De fait, si la propriété

de l'entreprise est transférée à une multitude d'investisseurs non reliés à titre personnel (par exemple par lien familial) à celle-ci et qui n'y ont donc aucune attache sentimentale, il devient nécessaire de mettre en place des marchés où s'échangent facilement les titres de propriété. La possibilité d'échanger de gré à gré les actifs pose un problème de contreparties insuffisantes pour l'ensemble des types de capitaux en circulation, ce qui légitime l'institution de marchés organisés. Attirant un grand nombre d'échangistes par la promesse d'une plus grande liquidité des prises de position, ces marchés institutionnels permettent un élargissement progressif de la communauté financière, générant effectivement une liquidité accrue et alimentant un processus auto-généré. Des investisseurs de plus en plus averses au risque, rassurés par la possibilité de se désengager rapidement et facilement de leurs prises de position, peuvent alors mettre leurs avoirs à la disposition des firmes qui financent plus facilement leurs investissements. La demande croissante pour des actifs à la fois liquides et rémunérés stimule en effet l'augmentation progressive des cours, donc de la capitalisation boursière des sociétés, facilitant d'autant plus l'achat de nouveaux équipements productifs : « a high quotation for existing equities involves an increase in marginal efficiency of the corresponding capital and therefore has the same effect [...] as a fall in the rate of interest » (Keynes, 1936b, p. 151, note 1).

Le développement de marchés organisés s'est accompagné, comme nous l'avons noté dans la section 10.2, de celui de la spéculation, contribuant à l'instabilité de la convention sociale à la base des anticipations de long terme des investisseurs. La spéculation repose sur la réalisation de profits à (très) court terme, et provoque une intensification des échanges sur les marchés financiers, entraînant une réévaluation du capital des firmes. Or, « the daily revaluations of the Stock Exchange, though they are primarily made to facilitate transfers of old investments between one individual and another, inevitably exert a decisive influence on the rate of current investment » (Keynes, 1936b, p. 151). Cette influence agit en deux sens contraires. D'un côté, la forte liquidité peut réduire le volume de l'investissement global par un ralentissement de la création de nouvelles entreprises, car « there is no sense in building up a new enterprise at a cost greater than at which a similar existing enterprise can be purchased » (Keynes, 1936b, p. 151). Il est même possible d'argumenter que la création d'une nouvelle entreprise dans un secteur de production déjà occupé conduit à une diminution de la part de la demande adressée à chacune des entreprises installées et entrantes, réduisant donc le rendement interne d'un investissement dans

ce secteur. D'un autre côté, « there is an inducement to spend on a new project what may seem an extravagant sum, if it can be floated off on the Stock Exchange at an immediate profit » (Keynes, 1936b, p. 151). Dans cette perspective, le développement des marchés organisés profite essentiellement aux entreprises déjà existantes dont le maintien ou l'extension sont facilités par un nombre accru de sources de financement de l'investissement productif, et non à la création de nouvelles entreprises.

L'esprit d'entreprise n'a pas pour autant disparu dans la phase moderne du capitalisme ; la possibilité de se désengager facilement et rapidement de la propriété d'une firme permet simplement un abaissement du degré minimal de présence d'un tel esprit chez l'entrepreneur nécessaire au lancement d'une activité productive et, partant, d'une activité d'investissement productif. Par exemple, la multiplication des start-ups dans les années 1990 et 2000 prouve que, même dans la phase moderne (ou post-moderne) du capitalisme, des individus porteurs d'une idée innovante et non réticents à la prise de risque continuent d'initier régulièrement de nouvelles affaires, sans profiter des bénéfices de la séparation entre propriété et gestion du capital (du moins à leurs débuts<sup>14</sup>). Il n'est donc pas rare que la décision d'investir puisse résulter d'un soudain accès d'optimisme et de foi en l'avenir de la part d'un groupe réduit d'individus qui, en dépit de l'incertitude associée au lancement d'une nouvelle affaire et de la plus grande facilité de réalisation d'un profit par achat et revente de titres, se lancent dans l'« aventure » de l'entrepreneuriat. C'est pour cette raison notamment que même dans la phase moderne du capitalisme, le volume de l'investissement global dépend en partie du comportement impulsif des entrepreneurs, ou encore de ce que l'auteur nomme les « esprits animaux ».

---

14. Les exemples récents de l'entrée en Bourse de start-ups comme Google ou Facebook montrent toutefois que la poursuite de la croissance de l'activité sans une telle séparation connaît de plus en plus rapidement ses limites dans le monde économique actuel. Il y a sans doute là un effet-taille qui rend très complexe le maintien d'une gestion directe de la firme par son fondateur et (souvent) unique propriétaire. Le fait est qu'au cours de ces dernières décennies, même les grands groupes « familiaux » ont effectué leur entrée en Bourse et ont pour la plupart délégué la gestion de l'entreprise à des patrons salariés plutôt qu'à l'un des descendants des fondateurs ou à un groupe de propriétaires historiques. Nous y voyons un second temps dans la phase moderne du capitalisme décrite par Keynes, qui substitue une fois encore la répartition des risques (non seulement entre les différents propriétaires, mais aussi entre les propriétaires et les gestionnaires) à un esprit d'entreprise rarement transmissible d'une génération à l'autre.

## Les esprits animaux, facteur des fluctuations du volume de l'investissement

L'expression d'« esprits animaux » (*animal spirits*) n'a pas été forgée par Keynes lui-même. Comme le démontre Koppl (1991), il est possible de faire remonter l'origine de la notion au moins jusqu'à l'Antiquité et à la première théorie des humeurs du corps humain par le médecin grec Claude Galien. L'expression en elle-même apparaît principalement au XVII<sup>e</sup> siècle : René Descartes, dans *Les Passions de l'âme* (1649), reformule la théorie des humeurs et présente les esprits animaux comme une force vitale, physiologique, assimilable à ce qui est désormais nommé l'information nerveuse. Il s'agit d'une sorte de contrepartie éthérée du sang, qui circule également dans tout le corps au gré des mouvements d'humeur – ce qui permet de comprendre que l'un des sens usuels du terme est synonyme de lunatisme. Les esprits animaux cartésiens font le lien entre l'âme et le corps, au sens où ils relayent à l'âme les perceptions du corps et où ils impulsent au corps les intentions de l'âme (Koppl, 1991, p. 208–209). Cependant le Chapitre 12 de la *Théorie Générale*, du fait de la renommée acquise par l'ouvrage et son auteur, a contribué à populariser ce concept dans la théorie économique aussi bien que dans le langage courant (essentiellement dans les pays anglo-saxons <sup>15</sup>).

Comme le note Marchionatti (1999, p. 416–417), depuis les années 1940 jusqu'aux années 1980 (environ) ce sont principalement les diverses écoles de pensée post-keynésiennes qui ont traité de la question des esprits animaux, en particulier les keynésiens dits « du Chapitre 12 » comme Shackle (1967) ou Davidson (1991). L'expression a néanmoins connu un regain d'intérêt au sein du milieu académique orthodoxe depuis les années 1990 par le biais de deux approches différentes que nous allons brièvement présenter et commenter, avant de nous intéresser à la compréhension qu'en a Keynes.

En premier lieu, l'expression a depuis l'article de Woodford (1991) été employée

---

15. Si l'expression existe effectivement dans la langue française, notamment par héritage des écrits de Descartes, elle n'apparaît pas dans la traduction française officielle de la *Théorie Générale*. Jean de Largentaye a préféré y substituer celle de « dynamisme naturel » (Keynes, 1936c, p. 176), qui reprend en partie l'idée de l'optimisme naturel à laquelle les esprits animaux sont associés chez Keynes. Elle ne permet toutefois pas de rendre compte de la dimension neurologique et comportementale impliquée par le terme d'« esprits », qui s'opposerait à la raison (comprise au sens de la rationalité économique, calculatoire et utilitariste). C'est pour cette raison que nous préférons recourir à une traduction littérale de l'expression anglaise, qui nous semble circonscrire moins fortement sa signification et facilite sa conceptualisation.

dans le contexte de la théorie des cycles moderne comme un synonyme (presque) parfait des phénomènes de prophéties auto-réalisatrices (*self-fulfilling prophecies*) et des comportements erratiques des agents subissant l'influence des taches solaires (*sunspots*)<sup>16</sup>. A la suite des travaux fondateurs de Farmer (1993) et Benhabib et Farmer (1994) sur les fluctuations endogènes, Farmer et Guo (1994) ont introduit dans un modèle de théorie des cycles réels<sup>17</sup> ce qu'ils appellent « the animal spirits hypothesis ». Ils partent du constat que « animal spirits have fallen from grace as a growing number of researchers in the field [of business cycle theory] embrace market clearing and rational expectations », de sorte que « most macroeconomists view the animal spirit hypothesis as a theoretical curiosity that does not have much to add to modern theories of the business cycle » (Farmer et Guo, 1994, p. 43). L'hypothèse d'anticipations rationnelles apparaît en particulier fondamentalement incompatible avec l'idée même que les agents puissent laisser libre cours à des impulsions animales jugées irrationnelles. Farmer et Guo s'inspirent donc du modèle d'équilibre stationnaire en

---

16. Jevons (1878) a été le premier à étudier l'influence des facteurs environnementaux sur les variables économiques, en démontrant qu'il existait une corrélation entre les prix du blé et la présence de taches noires sur la surface du Soleil. Plus récemment Saunders (1993) a cherché à montrer l'influence des conditions météorologiques new-yorkaises dans les environs de Wall Street sur les cours des valeurs échangées sur cette place financière; ses conclusions ont toutefois été invalidées par Krämer et Runde (1997) et Trombley (1997), et le champ de recherche a été abandonné. Il faut d'ailleurs noter que Saunders ne fait aucune référence à Keynes, qui intègre pourtant dans sa définition des esprits animaux « the digestions and reactions to the weather » des investisseurs (Keynes, 1936b, p. 162). En revanche, Keynes lui-même fait référence aux travaux de Jevons au Chapitre 22 de la *Théorie Générale*, considérant que « an explanation [of the trade cycle] found in agricultural fluctuations due to the seasons [...] appears as an extremely plausible approach of the problem » (Keynes, 1936b, p. 329). Cass et Shell (1983) ont pour leur part réinterprété l'analyse de Jevons en une corrélation entre la *croissance* et l'influence de facteurs environnementaux sur les variables économiques et les comportements des agents. C'est dans cette perspective que des modèles d'équilibre à taches solaires (*sunspot equilibria*) ont vu le jour à la suite des travaux d'Azariadis (1981) et Azariadis et Guesnerie (1986), et que les esprits animaux ont été associés aux phénomènes de prophéties auto-réalisatrices.

17. Ci-après abrégée par TCR. La théorie des cycles réelles a été au cœur de la refondation de la macroéconomie contemporaine depuis la fin des années 1970; elle a été initiée par Kydland et Prescott (1982), même si le modèle canonique est celui de King *et al.* (1988). Elle répond en particulier aux critiques de Lucas (1976) et de Sims (1980) adressées aux modèles macroéconomiques et macroéconométriques dits « keynésiens » (en réalité les modèles de la synthèse néoclassique) qui étaient utilisés dans les milieux académique et politique durant les Trente Glorieuses. L'idée principale défendue par les modèles néoclassiques de la TCR est que les fluctuations de court terme sont dues uniquement à des chocs exogènes dans la sphère réelle de l'économie, notamment des chocs de productivité. Les modèles ont toutefois évolué au cours des années 1990 et 2000 avec l'introduction de variables nominales et de chocs monétaires, contribuant à la formation d'une « nouvelle synthèse néoclassique » intégrant des modèles structurellement néoclassiques (optimisation intertemporelle, anticipations rationnelles) et des éléments de la Nouvelle Ecole Keynésienne (rigidités nominales, courbe de Phillips « nouvelle-keynésienne »).

anticipations rationnelles développé par Howitt et McAfee (1992), qui assimile les esprits animaux à une variable aléatoire exogène (Howitt et McAfee, 1992, p. 494). Sous l'influence des esprits animaux, les anticipations des consommateurs concernant les valeurs futures des principales variables économiques connaîtraient des changements imprévisibles et parfois violents, entraînant une modification de leur comportement inter-temporel et conduisant l'économie à « sauter » d'une trajectoire convergente vers l'état stationnaire à une autre trajectoire convergente, soit à la hausse lorsque les agents sont optimistes, soit à la baisse lorsqu'ils sont pessimistes. Ce « saut » altère les conditions de l'équilibre inter-temporel mais ne le menace pas, de sorte qu'*a posteriori* les prédictions des consommateurs se révèlent fondées, légitimant la qualification de ce type de phénomène comme étant une prophétie auto-réalisatrice. Les modèles de ce type sont dits d'indétermination réelle, car il n'y a pas qu'un seul équilibre compatible avec la convergence vers l'état stationnaire et déterminé par les conditions initiales de l'économie, mais une infinité d'équilibres compatibles avec une telle convergence, que l'économie peut expérimenter (ou non) selon l'état des anticipations des agents. Le parallèle entre cette conceptualisation nouvelle des esprits animaux et la compréhension qu'en fait Keynes est toutefois difficile à effectuer, dans la mesure où les théoriciens du cycle réel supposent que ce sont les consommateurs qui sont affectés par ces esprits, rendant leur comportement erratique, alors que dans la *Théorie Générale* ce sont les investisseurs qui en subissent l'influence, et surtout les esprits animaux n'y conduisent pas à des comportements irrationnels, comme nous l'expliquerons dans la suite de cette section. Par ailleurs, la TCR utilise « the terms animal spirits, sunspots and self-fulfilling prophecies interchangeably » (Farmer et Guo, 1994, p. 43, note 2), de sorte qu'elle ne cherche pas à déterminer la spécificité des comportements relevant des esprits animaux.

La seconde voie par laquelle l'expression a récemment regagné en popularité est la publication en 2009, par George Akerlof – récipiendaire en 2001 du Prix de la Banque royale de Suède en sciences économiques en mémoire d'Alfred Nobel – et Robert Shiller, d'un ouvrage intitulé *Animal Spirits* (en référence explicite à Keynes). Ce livre propose un programme de recherches nouveau pour la science économique en insistant sur les apports potentiels d'autres sciences sociales et humaines, notamment la psychologie et l'anthropologie, à l'amélioration des théories économiques et de la compréhension du fonctionnement du système capitaliste. Ils identifient en réalité les esprits animaux à cinq différents motifs d'action humaine ou à cinq biais

cognitifs : « confidence, fairness, corruption and antisocial behavior, money illusion, and stories » (Akerlof et Shiller, 2009, p. 5), même si à l'image de Keynes ils estiment que « the cornerstone of our theory is *confidence* and the feedback mechanisms between it and the economy that amplify disturbances » (Akerlof et Shiller, 2009, p. 5). Ils s'inspirent d'ailleurs explicitement de la *Théorie Générale* pour leur définition des esprits animaux, même s'ils étendent ce biais cognitif à la (quasi) totalité des activités d'ordre économique, alors que Keynes le circonscrit aux opérations à long terme. Le Chapitre 1 de l'ouvrage est ainsi dédié à l'étude de la relation entre confiance (ou ce qui dans la *Théorie Générale* s'appelle l'état de la confiance, bien que le terme ne soit pas employé par Akerlof et Shiller) et dynamique macroéconomique. Bien qu'il discute brièvement de la distinction conceptuelle en anglais entre « confidence », « trust » (les deux termes étant traduits en français par le même mot) et « belief » (Akerlof et Shiller, 2009, p. 12), le Chapitre ne délivre aucune réelle avancée dans la compréhension de ces phénomènes. L'ensemble de l'œuvre se pose d'ailleurs plutôt comme un programme de recherches que comme une véritable analyse des esprits animaux. Il s'agit d'une démarche inductive basée sur des exemples historiques ou contemporains de problèmes économiques dont la théorie économique rationaliste (*rational economic theory*) est incapable de rendre compte ou pour lesquels elle n'offre pas une explication complète et suffisante. Ainsi Akerlof et Shiller démontrent que la dépression des années 1930 n'est due qu'à une vague de sur-optimisme à la fin des années 1920 qui a engendré un mouvement de pessimisme excessif d'autant plus important à la suite des premières faillites commerciales et des premiers signes d'essoufflement de la croissance des cours financiers – analyse qui, comme nous le démontrerons au chapitre 11, n'est autre que celle défendue par Keynes dans son ouvrage de 1936.

En dépit de ces deux approches nouvelles de la question des esprits animaux, le concept en lui-même n'a donc guère connu de développement majeur depuis la publication de la *Théorie Générale*, du moins pas dans la perspective adoptée par son auteur, que nous nous proposons désormais d'examiner en suivant pour l'essentiel l'interprétation qui en est donnée par Marchionatti (1999). Les termes d'esprits animaux ne sont utilisés qu'à trois reprises, dans une Section relativement courte du Chapitre 12 (moins de deux pages) ; et ils ne sont pas présents dans les textes-compagnons de 1937, censés mettre en avant les principales idées de la *Théorie Générale de l'Emploi*. Nous considérons que ce fait ne dénote pas du caractère se-

conculaire de la question, mais simplement du fait qu'elle revêt un véritable intérêt dans une étude dynamique du principe de la demande effective qui n'est pas l'objet de ce Chapitre. Il s'agit de partir du constat que la spéculation ne peut pas expliquer intégralement l'instabilité à court ou moyen terme de l'état de la prévision à long terme :

Even apart from the instability due to speculation, there is the instability due to the characteristic of human nature that a large proportion of our positive activities depend on spontaneous optimism rather than on a mathematical expectation, whether moral or hedonistic or economic. (Keynes, 1936b, p. 160)

Cet optimisme spontané suppléerait donc au calcul rationnel de rentabilité basé sur les probabilités de réalisation des différents états de la nature, et serait une incitation *supplémentaire* à l'investissement même pour les projets dont le rendement le plus probable est insuffisant. Par exemple, si l'on admet qu'une distribution parfaitement objective de ces probabilités existe, un projet insuffisamment rentable sur la base d'une estimation mathématique et probabiliste de son rendement pourrait malgré tout être initié par un entrepreneur si celui-ci pondère plus fortement les probabilités associées aux « bons » états de la nature (ceux dans lesquels l'investissement s'avèrerait rentable) ou s'il pondère moins fortement les « mauvais » états de la nature que leur pondération objective.

En d'autres termes, les esprits animaux conduisent certains entrepreneurs à sur-estimer leurs chances de succès et à sous-estimer leurs risques de faillite :

Most, probably, of our decisions to do something positive, the full consequences of which will be drawn out over many days<sup>18</sup> to come, can only be taken as a result of animal spirits—of a spontaneous urge to action rather than inaction, and not on the outcome of a weighted average of quantitative benefacts multiplied by quantitative probabilities. (Keynes, 1936b, p. 161)

La décision d'investissement échappe dans ce cas au domaine de la rationalité calculatoire, et est influencée par des pulsions, des instincts qui relèveraient d'une autre « zone » du cerveau humain que celle occupée par le raisonnement arithmétique.

---

18. Le terme doit être compris au sens où nous l'avons défini au chapitre 9, c'est-à-dire qu'il correspond plus ou moins à la période de production.

Il est nécessaire de préciser qu'il ne s'agit pas d'irrationalité, mais d'une forme de rationalité parallèle, et supplétive, à la rationalité calculatoire :

[...] individual initiative will only be adequate when reasonable calculation is supplemented and supported by animal spirits, so that the thought of ultimate loss which often overtakes pioneers, as experience undoubtedly tells us and them, is put aside as a healthy man puts aside the expectation of death. (Keynes, 1936b, p. 162)

Dans une certaine mesure, étant donné que l'incertitude conduit à une rationalité (calculatoire) nécessairement limitée par le manque d'informations pertinentes vis-à-vis de l'avenir, l'intervention des esprits animaux correspondrait à une « hyper-rationalité » de certains entrepreneurs qui sur-interpréteraient les signes qu'ils distingueraient comme indicateurs d'un succès futur.

D'un point de vue comportemental, ils souffriraient d'un biais cognitif similaire – mais non assimilable – à celui affectant les agents attirés par le risque, et qui les amène à avoir une estimation différenciée de la répartition des états de la nature (des plus favorables aux plus défavorables). Ce biais comportemental n'est toutefois pas dommageable à la communauté, mais est bien au contraire un avantage en favorisant le maintien d'un effort d'investissement nouveau suffisant pour contenir le développement d'un chômage de masse. Les esprits animaux soutiennent l'esprit d'entreprise, de sorte que « if the animal spirits are dimmed and the spontaneous optimism falters, leaving us to depend on nothing but mathematical expectation, enterprise<sup>19</sup> will fade and die » (Keynes, 1936b, p. 162), surtout dans un système développé de marchés financiers organisés où il est aisé, et moins risqué, de racheter une entreprise existante que d'initier une nouvelle activité, que cela soit dans un marché nouvellement ouvert ou *a fortiori* dans un marché sur lequel opèrent déjà d'autres firmes.

En conséquence, l'intensité des esprits animaux chez les entrepreneurs détermine l'importance relative de l'esprit d'entreprise par rapport à la spéculation sur les marchés financiers, et contribue simultanément à stabiliser et à déstabiliser l'état de la prévision à long terme et le volume de l'investissement. Plus précisément, lorsque les entrepreneurs font preuve d'optimisme, c'est-à-dire lorsque leurs esprits animaux s'expriment fortement, leur demande de capital sur les marchés alimente une hausse modérée des cours et incite la communauté dans son ensemble à adopter

---

19. Le terme est ici à entendre au sens d'« esprit d'entreprise ».

une prévision conventionnelle modérément optimiste, stabilisant les comportements des investisseurs mais créant également la possibilité d'une spéculation à la hausse sans risque. Tant que les esprits animaux sont forts, il existe donc un niveau minimal d'investissement. A l'inverse, lorsqu'ils sont plus faibles ou inexistants, ce volume minimal n'est plus garanti, ce qui provoque une première fluctuation à la baisse de l'investissement global, généralement amplifiée par effet d'imitation par les autres types d'investisseurs (financiers) qui font preuve à leur tour de pessimisme.

Le volume effectif de l'investissement et – étant donné le principe de la demande effective et le paradoxe de la pauvreté dans l'abondance – de l'emploi dépend ainsi en partie des mouvements d'humeur des entrepreneurs :

This means, unfortunately, not only that slumps and depressions are exaggerated in degree, but that economic prosperity is excessively dependent on a political and social atmosphere which is congenial to the average business man. If the fear of a Labour Government or a New Deal depresses enterprise, this need not be the result either of a reasonable calculation or of a plot with political intent ;—it is the mere consequence of upsetting the delicate balance of spontaneous optimism. (Keynes, 1936b, p. 162)

Les fluctuations à court terme de l'investissement, de l'emploi et de la production pourraient être *amplifiées* par les vagues incessantes et successives d'optimisme et de pessimisme (ou du moins d'absence d'optimisme, en considérant que les esprits animaux sont toujours une force positive qui varie simplement en degré d'intensité). Cela n'implique pas pour autant que ces fluctuations sont nécessairement *dues* aux mouvements d'humeur des investisseurs, ou que chaque vague d'optimisme ou de pessimisme déstabilise nécessairement l'état de la prévision à long terme et le volume global de l'investissement :

We should not conclude [...] that everything depends on waves of irrational psychology. On the contrary, the state of long-term expectation is often steady, and, even when it is not, the other factors exert their compensating effects. (Keynes, 1936b, p. 162)

Les esprits animaux affectent en effet la façon dont les entrepreneurs valorisent le rendement escompté de leur investissement en capital en « biaisant » cette estimation de façon positive. Mais leur absence n'est pas pour autant synonyme d'une décision de ne pas investir, car un entrepreneur ayant une vision à long terme ten-

tera malgré cela de former l'estimation la plus correcte du rendement à long terme de la pièce de capital, tandis que l'activité du spéculateur (qui est un autre facteur à la fois stabilisateur et déstabilisateur de l'état de la prévision à long terme) n'est pas influencée par une telle absence.

Keynes estime ainsi que « we are only reminding ourselves that human decisions affecting the future, whether personal or political or economic, cannot depend on strict mathematical expectation, since the basis for making such calculations does not exist » (Keynes, 1936b, p. 162–163). L'existence des esprits animaux est moins la preuve d'une irrationalité des agents que de leur capacité à dépasser l'inaction et la paralysie caractéristiques d'une situation d'incertitude limitant leur rationalité calculatoire :

[...] it is our innate urge to activity which makes the wheels go round, our rational selves choosing between the alternatives as best we are able, calculating where we can, but often falling back for our motive on whim or sentiment<sup>20</sup> or chance. (Keynes, 1936b, p. 163)

Il s'agit donc de remettre la question des esprits animaux dans le contexte plus global de l'instabilité des anticipations de long terme des entrepreneurs et des investisseurs, que celle-ci soit due à un motif aussi rationnel (d'un point de vue individuel) que la spéculation ou qu'elle soit le résultat d'un optimisme spontané au sein d'une frange de producteurs à l'esprit aventurier. La principale conclusion en est que, si l'investissement est en règle générale une opération d'une relative stabilité du fait de la stabilité de la convention sociale à la base de l'état de la prévision à long terme, il peut connaître – et connaît souvent – des fluctuations à court terme rendues d'autant plus amples que la spéculation et les esprits animaux interviennent dans la décision collective des investisseurs et des entrepreneurs.

Il n'est dès lors guère surprenant que la probabilité que les fluctuations cycliques de la production et de l'emploi soient initiées par des fluctuations de l'investissement (sous l'effet de la spéculation ou des esprits animaux) est présentée par Keynes comme supérieure à celle que les fluctuations soient causées par des fluctuations des autres déterminants de la demande globale. Telle est l'idée centrale de la théorie du cycle du commerce que développe Keynes à la fin de la *Théorie Générale*, qui, comme

---

20. L'emploi du terme « sentiment » n'est pas sans rappeler le motif de « financial sentiment » du *Treatise*, qui déjà était présenté comme guidant fondamentalement les choix des investisseurs selon qu'ils se rangeaient plutôt du côté des *bulls* ou du côté des *bears*.

### 10.3. ESPRIT D'ENTREPRISE ET ESPRITS ANIMAUX

---

nous allons le démontrer dans le prochain chapitre, constitue avec l'examen des effets d'une variation des prix et des salaires nominaux un premier essai d'application du principe de la demande effective à une économie dynamique.

# Chapitre 11

## Une application dynamique du principe de la demande effective : les fluctuations de court terme de l'investissement, de l'emploi et des prix

Lorsqu'au Chapitre 3 de la *Théorie Générale*, Keynes présente pour la première fois le principe de la demande effective, il pose deux hypothèses provisoires destinées à en faciliter l'exposition : d'une part la rigidité du salaire nominal (et des autres formes de rémunérations nominales des facteurs), et d'autre part la rigidité du niveau des prix, impliquant donc une rigidité du salaire réel (et des autres formes de rémunérations réelles des facteurs). Ces deux hypothèses sont plus ou moins explicitement maintenues tout au long des Livres III et IV où sont présentés les éléments principaux de la demande globale, y compris au Chapitre 18 (le dernier du Livre IV) où est reprise et développée la Théorie Générale de l'Emploi.

Le Livre V s'ouvre quant à lui sur le Chapitre 19, qui marque l'abandon de la première des hypothèses, en étudiant l'impact d'une variation des salaires nominaux – à la hausse et surtout à la baisse – sur le volume effectif de l'emploi. Cette étude est poursuivie au Chapitre 20 de façon plus formelle avec l'élaboration d'une fonction de l'emploi à partir du principe de la demande effective et des enseignements du

Chapitre 19. Enfin le Chapitre 21 propose une (nouvelle) théorie dynamique des prix compatible avec l'approche « réelle » défendue dans le reste de l'ouvrage, achevant la rupture d'avec la théorie quantitative de la monnaie. Le Livre V est donc une première version dynamique de la Théorie Générale de l'Emploi, ou du moins une version en termes de statique comparative.

Une seconde version est présente au Chapitre 22 du Livre VI. Les « Notes sur le cycle économique » (*Notes on the trade cycle*) sont l'occasion pour l'auteur de reprendre et résumer les principaux éléments de l'équilibre de sous-emploi, et en particulier de souligner le rôle central joué par les trois concepts fondamentaux qu'il a élaborés : la propension à consommer, la préférence pour la liquidité et l'efficacité marginale du capital. Dans un système statique, la valeur de chacune de ces variables conditionne les niveaux d'équilibre de la production et de l'emploi. Le niveau de production et d'emploi est fixé en fonction des anticipations des entrepreneurs concernant la demande globale, c'est-à-dire la somme de la consommation et de l'investissement macroéconomiques. Ce niveau dépend implicitement des comportements des agents en matière de consommation, d'investissement et de demande de liquidités. En-dehors de certains facteurs objectifs et subjectifs que nous avons présentés au chapitre 9, la propension à consommer détermine directement le montant de la consommation macroéconomique courante. De même, la préférence pour la liquidité détermine indirectement le taux d'intérêt courant qui, conjointement aux efficacités marginales de chacun des types de biens de capital en circulation, définit la valeur de l'investissement global.

Il n'est donc guère étonnant que dans une perspective plus dynamique, ce sont les *fluctuations* de chacun de ces trois facteurs fondamentaux qui impulsent les fluctuations de l'activité économique :

If we examine the details of any actual instance of the trade cycle, we shall find that it is highly complex and that every element in our analysis will be required for its complete explanation. In particular we shall find that fluctuations in the propensity to consume, in the state of liquidity-preference, and in the marginal efficiency of capital have all played a part. (Keynes, 1936b, p. 313)

Comme nous l'avons remarqué au chapitre 8, la *Théorie Générale* est l'occasion pour Keynes d'abandonner l'expression de « cycle du crédit », présente dans sa réflexion sur les fluctuations depuis le *Tract*, et de lui substituer le terme de « cycle du com-

merce » (*trade cycle*). Ce changement terminologique dénote du déplacement de la problématique des fluctuations depuis la monnaie et les prix vers l'emploi et la production. En d'autres termes il s'agit d'un parachèvement du glissement, déjà constaté dans le *Treatise*, depuis une conception purement (néo)classique des cycles et fluctuations vers une approche en termes réels. En outre le changement terminologique montre que l'effectivité d'une fluctuation économique *potentielle* ne dépend plus du comportement des banquiers (qui maîtrisent le crédit) mais du comportement des agents en charge du négoce (*trade*) ou des affaires, à savoir les entrepreneurs.

Les Chapitres 19 à 22 étudient tour à tour trois déterminants dynamiques potentiels du niveau d'emploi et de chômage, tous liés aux choix et aux décisions des producteurs plutôt qu'à ceux des consommateurs. Dans une première section, nous nous intéresserons aux deux premiers déterminants : le niveau des salaires nominaux et le niveau général des prix. L'étude de la variation du niveau général des prix repose en partie sur une troisième reformulation keynésienne de la théorie quantitative de la monnaie, mais conclut que l'essentiel des fluctuations des prix peut s'expliquer soit par les fluctuations des salaires nominaux, soit par les fluctuations de la demande effective. La variation des salaires nominaux est elle-même présentée comme généralement néfaste à l'évolution de la situation de l'emploi, puisqu'une baisse des salaires aurait l'effet inverse à celui prédit par la théorie (néo)classique : un accroissement du chômage. Par conséquent, leur niveau a tendance à être relativement stable dans le temps, de sorte que leurs variations ne sauraient expliquer les fluctuations à court terme de l'emploi (ni en général des prix) et sont plutôt une conséquence qu'une cause du cycle économique. Ainsi, comme nous le démontrerons dans une seconde section, la dynamique à court terme du système économique (en particulier sa dynamique *cyclique*) serait due aux fluctuations des facteurs fondamentaux de la demande globale, et plus spécifiquement de l'efficacité marginale du capital. Il s'agit alors d'expliquer comment les changements dans les anticipations à long terme des investisseurs financiers et des entrepreneurs, par exemple liés aux aléas des esprits animaux de ces derniers, initient de soudaines et parfois violentes fluctuations de l'investissement qui à leur tour entraînent une fluctuation de l'emploi et de la production des firmes. L'enjeu est également de montrer dans quelle mesure ces fluctuations prennent un caractère répétitif et régulier qui justifierait de les considérer comme cycliques.

## 11.1 La flexibilité des prix et des salaires : une première approche du principe dynamique de la demande effective

Le principe de la demande effective formulé au Chapitre 3 de la *Théorie Générale* l'est, de façon provisoire, en supposant que les salaires nominaux sont rigides (ou inélastiques). Une augmentation de la demande globale a pour effet d'augmenter uniquement et directement le niveau d'embauche des entrepreneurs, sans que celui-ci soit affecté par une variation des salaires réels due à une variation des salaires nominaux ou des prix. Or, le niveau général des prix dépend lui-même principalement du niveau de la production (donc de l'emploi et du revenu, qui déterminent à leur tour le niveau de la demande globale) et du taux de rémunération des facteurs de production :

In a single industry its particular price-level depends partly on the rate of remuneration of the factors of production which enter into its marginal cost, and partly on the scale of output. There is no reason to modify this conclusion when we pass to industry as a whole. The general price-level depends partly on the rate of remuneration of the factors of production which enter into marginal cost and partly on the scale of output as a whole, i.e. (taking equipment and technique as given) on the volume of employment. (Keynes, 1936b, p. 294)

L'analyse dynamique du principe de la demande effective correspond donc à un examen d'une part des variations des taux de rémunération, notamment des salaires nominaux, et d'autre part des variations de l'emploi *indépendamment* des variations de salaires, ces deux facteurs déterminant les variations du niveau général des prix. Dans la présente section, nous présenterons dans un premier l'évolution générale du niveau des prix sous l'influence de l'un ou l'autre des deux facteurs. Dans un second temps, nous nous focaliserons sur le premier type d'interactions, c'est-à-dire l'effet d'une variation des salaires nominaux sur le niveau d'embauche et sur le niveau général des prix, préférant reporter l'étude du second type d'interactions à la section 11.2.

La théorie des prix présente au Chapitre 21 repose en grande partie sur une troisième reformulation de la théorie quantitative de la monnaie, ou plus exactement sur

## 11.1. LA FLEXIBILITÉ DES PRIX ET DES SALAIRES : UNE PREMIÈRE APPROCHE DU PRINCIPE DYNAMIQUE DE LA DEMANDE EFFECTIVE

---

sa *généralisation* aux cas où il n'existerait pas un plein-emploi de la main-d'œuvre. Pour en rendre compte, Keynes pose provisoirement deux hypothèses sur les caractéristiques des facteurs de production : « (1) [...] all unemployed resources are homogeneous and interchangeable in their efficiency to produce what is wanted, and (2) [...] the factors of production entering into marginal cost are content with the same money-wage so long as there is a surplus of them unemployed » (Keynes, 1936b, p. 295). Si la première hypothèse est assez classique, la seconde emprunte au concept marxien d'une « armée de réserve industrielle », c'est-à-dire que la menace d'être mis au chômage et d'être facilement remplacé par un chômeur prêt à travailler au taux de salaire existante (voire à un taux inférieur) conduit l'employé à modérer ses prétentions salariales et même à accepter une dévalorisation de sa rémunération<sup>1</sup>. Sous ces hypothèses, « an increase in the quantity of money will have no effect whatever on prices, so long as there is any unemployment, and that employment will increase in exact proportion to any increase in effective demand brought about by the increase in the quantity of money » (Keynes, 1936b, p. 295). La quantité de monnaie en circulation dans l'économie se répartit, en effet, en trois types d'encaisses correspondant aux trois motifs de détention de la monnaie : les encaisses de transactions, les encaisses de précaution et les encaisses de spéculation. Dans l'hypothèse que l'accroissement de la masse monétaire se produit sans altération du taux d'intérêt (nominal et réel) de l'économie, les agents n'ont aucune motivation à augmenter la proportion des encaisses spéculatives. Par ailleurs, comme nous l'avons démontré au chapitre 9, les encaisses de précaution tendent à être relativement stable en-dehors de changements majeurs de l'environnement économique (observé) ou du degré d'incertitude quant à l'avenir, changements qui ne sont pas susceptibles d'être provoqués par une simple augmentation de la quantité de monnaie en circulation. Il est donc probable que l'essentiel de l'accroissement de la masse monétaire se traduise par un accroissement des encaisses de transactions, ce qui signifie que les agents utilisent la monnaie supplémentaire pour demander davantage de biens et services ; il en résulte un accroissement de la demande effective.

L'effet de cet accroissement sur les prix dépend de la situation de l'emploi. Sous les deux hypothèses provisoires, et s'il existe du chômage involontaire, les entrepreneurs peuvent augmenter leur production sans connaître un accroissement du coût

---

1. Dostaler (2005) estime que le concept marxien se « retrouve chez Keynes et ses disciples » (Dostaler, 2005, p. 327) et cite à ce titre Joan Robinson (1953) : « Keynes m'a mis en tête cette idée même de l'armée de réserve industrielle » (Dostaler, 2005, p. 327, note 2).

## 11.1. LA FLEXIBILITÉ DES PRIX ET DES SALAIRES : UNE PREMIÈRE APPROCHE DU PRINCIPE DYNAMIQUE DE LA DEMANDE EFFECTIVE

---

marginal de facteur, de sorte que l'emploi augmente proportionnellement à la hausse de la demande. En revanche, si tous les travailleurs ont un emploi, la hausse de la demande ne peut être satisfaite qu'au prix d'une hausse du coût marginal de facteur, liée à la hausse du taux de rémunération nécessaire pour attirer des facteurs de production supplémentaires. En d'autres termes, « as soon as full employment is reached, it will thenceforward be the wage-unit and prices which will increase in exact proportion to the increase in effective demand » (Keynes, 1936b, p. 295). Dès lors, la théorie quantitative de la monnaie « classique » n'est valable que dans le cas où il y a plein-emploi, et doit être modifiée pour intégrer le cas où il y a du chômage involontaire : « so long as there is unemployment, *employment* will change in the same proportion as the quantity of money; and when there is full employment, *prices* will change in the same proportion as the quantity of money » (Keynes, 1936b, p. 296). Keynes ne remet donc pas complètement en cause cette théorie, mais la soumet à deux conditions et la circonscrit aux situations de plein-emploi.

En revanche, l'abandon de ces deux hypothèses provisoires altère grandement cette conclusion, et introduit notamment l'idée que « the increase in effective demand [due to changes in the quantity of money] will, generally speaking, spend itself partly in increasing the quantity of employment and partly in raising the level of prices » (Keynes, 1936b, p. 296). De fait, afin que l'augmentation de la quantité de monnaie se répercute intégralement sur la demande effective, il nous a fallu supposer qu'elle n'avait aucun effet sur le taux d'intérêt. Cela n'est généralement pas le cas, et on observe souvent une baisse du taux d'intérêt nominal suite à un accroissement de la masse monétaire, puisque celui-ci rend moins forte la pression de la demande de monnaie sur l'offre. La proportion de la variation de la masse monétaire reportée sur la demande effective est affectée de deux manières différentes par la variation corollaire du taux d'intérêt. D'un côté, la baisse du taux d'intérêt peut avoir un effet négatif sur le demande effective. Cette baisse signifie qu'il y a une hausse immédiate des cours des actifs financiers, conduisant les agents à anticiper que ces derniers finiront par baisser à terme et faisant planer la menace d'une moins-value, de sorte que les encaisses de spéculation tendent à augmenter lorsque le taux d'intérêt diminue. Si la hausse des encaisses de spéculation est plus forte que l'augmentation de la masse monétaire, et si les agents réaffectent une partie de leurs encaisses de transactions dans les encaisses de spéculation, alors la demande effective risque de *diminuer* lorsque le taux d'intérêt baisse. D'un autre côté, la baisse du taux d'in-

## 11.1. LA FLEXIBILITÉ DES PRIX ET DES SALAIRES : UNE PREMIÈRE APPROCHE DU PRINCIPE DYNAMIQUE DE LA DEMANDE EFFECTIVE

---

térêt peut avoir un effet positif sur l'investissement global (en supposant constante l'efficacité marginale de l'ensemble des capitaux) et donc sur la demande globale. Le résultat final de ces deux influences contradictoires dépend alors de trois facteurs :

(a) the schedule of liquidity-preference which tells us by how much the rate of interest will have to fall in order that the new money may be absorbed by willing holders, (b) the schedule of marginal efficiencies which tells us by how much a given fall in the rate of interest will increase investment, and (c) the investment multiplier which tells us by how much a given increase in investment will increase effective demand as a whole. (Keynes, 1936b, p. 298)

Comme le note l'auteur, il y a toutefois un risque de cercle logique dans l'analyse ainsi conduite, car la courbe de la préférence pour la liquidité dépend en partie du motif de transaction, donc de la variation de la demande globale. En outre, le facteur (b) suppose que l'efficacité marginale des biens de capital reste constante, donc que les anticipations de long terme des entrepreneurs sont inchangées. Or, comme la monnaie est avant tout un lien entre le présent et le futur (Keynes, 1936b, p. 293), il est très probable qu'une modification de sa quantité en circulation altère la façon dont les agents perçoivent l'avenir (Keynes, 1936b, p. 298–299), donc les efficacités marginales des différents types de capitaux. Dans l'article de 1937 du *Quarterly Journal of Economics*, il est ainsi précisé que « 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 » (Keynes, 1937c, p. 116).

L'analyse est rendue plus complexe encore lorsqu'il s'agit de tenir compte de l'influence du taux de rémunération des facteurs de production. Il est nécessaire pour cela d'examiner les effets d'une variation des salaires nominaux sur les principales variables économiques, qui sont présentés au Chapitre 19. Keynes commence par y critiquer le mécanisme classique d'ajustement de l'emploi par des variations du salaire, reposant sur l'argument selon lequel :

[...] a reduction in money wages will *cet. par.* stimulate demand by diminishing the price of the finished product, and will therefore increase output and employment up to the point where the reduction which labour has agreed to accept in its money-wages is just offset by the diminishing marginal efficiency of labour as output (from a given equipment) is increased. (Keynes, 1936b, p. 257)

## 11.1. LA FLEXIBILITÉ DES PRIX ET DES SALAIRES : UNE PREMIÈRE APPROCHE DU PRINCIPE DYNAMIQUE DE LA DEMANDE EFFECTIVE

---

Selon lui, cet argument est fondé sur deux hypothèses « fallacieu[ses] » (Keynes, 1936c, p. 265), à savoir que les variations de salaire n'ont aucun effet direct sur la demande (*via* la consommation des travailleurs) et que la courbe de demande de travail d'une firme individuelle peut sans aménagement être étendue aux firmes dans leur ensemble. Il existerait en outre un problème lié au fait que les classiques considèrent que « it makes no material difference to this argument whether it is in terms of money-wages or of real wages » (Keynes, 1936b, p. 259), alors que le comportement d'offre de travail des individus est asymétrique selon qu'ils envisagent leur salaire nominal ou leur salaire réel. Dès lors que l'une ou l'autre de ces hypothèses n'est pas vérifiée, ce qui serait en règle générale le cas, une réduction des salaires nominaux n'aurait non seulement pas l'effet positif attendu sur l'emploi, mais en plus tendrait à accroître le chômage (Keynes, 1936b, p. 260).

D'après le principe de la demande effective, le niveau de l'emploi n'est susceptible d'augmenter que lorsque les entrepreneurs anticipent une hausse de la demande globale, c'est-à-dire lorsqu'il y a une hausse de la demande effective. En supposant que la propension à consommer, la courbe de l'efficacité marginale du capital et la préférence pour la liquidité sont inchangées, une réduction générale des salaires nominaux de l'ensemble des travailleurs ne saurait avoir un effet positif sur le volume global de l'emploi, *même en supposant* que cette réduction n'affecte pas les comportements de consommation et d'investissement des agents<sup>2</sup>. Le seul moyen par lequel une réduction des salaires *pourrait* avoir un effet sur l'emploi serait donc par le biais de ses « certain or probable repercussions on these three factors » (Keynes, 1936b, p. 260).

---

2. Keynes envisage la possibilité que la *croyance* des entrepreneurs individuels quant à l'effet bénéfique d'une réduction des salaires pourrait contribuer à la réalisation de cet effet. Si un entrepreneur s'attend à ce que la baisse de son coût de facteur lui permette de faire un profit d'aubaine, il accroîtra sa demande de travail et donc le niveau d'emploi. En revanche, si l'ensemble des entrepreneurs raisonnent de la sorte, l'effet positif sur l'emploi global ne serait possible et stable que dans le cas où « the community's marginal propensity to consume is equal to unity » ou dans le cas où « the schedule of marginal efficiencies of capital has increased relatively to the rate of interest » (Keynes, 1936b, p. 261). Dans le cas contraire, les anticipations optimistes des entrepreneurs concernant la hausse de la demande liée à la baisse des prix (permise au niveau de la firme individuelle par la baisse du coût des facteurs) seraient déçues, de sorte que l'effet positif constaté durant une période disparaîtrait dès la période suivante.

## 11.1. LA FLEXIBILITÉ DES PRIX ET DES SALAIRES : UNE PREMIÈRE APPROCHE DU PRINCIPE DYNAMIQUE DE LA DEMANDE EFFECTIVE

---

Si l'on raisonne dans une économie fermée<sup>3</sup>, les dites répercussions sont potentiellement au nombre de cinq, certaines agissant en sens contraire des autres. La plus importante d'entre elles est celle affectant le niveau des prix qui dépend en partie du taux de rémunération des facteurs de production. Si les salaires nominaux diminuent sans pour autant que la rémunération des autres facteurs soit modifiée, et si cette réduction permet une baisse du niveau général des prix, il y a une « redistribution of real-income [...] from wage-earners to other factors entering into marginal prime cost whose remuneration has not been reduced » (Keynes, 1936b, p. 262). Le pouvoir d'achat des autres facteurs de production est augmenté par le biais de la baisse des prix, tandis que celui des salariés est au mieux constant, et en général diminue (puisque'il est probable que la réduction salariale conduise à une baisse des prix *d'exactly la même ampleur*). Puisque les salariés tendent à avoir une propension à consommer plus forte que les autres catégories sociales (entrepreneurs et rentiers), le niveau agrégé de consommation risque de diminuer, réduisant la demande effective et donc l'emploi. Cet effet négatif est renforcé par le fait que la baisse des prix augmente la valeur réelle des revenus fixes en termes de monnaie, comme par exemple le paiement des rentes et le remboursement des dettes, impliquant un transfert de pouvoir d'achat des entrepreneurs vers les rentiers. Or, si les rentiers représentent la classe la plus riche de la société, c'est-à-dire celle dont la propension à consommer est la plus faible (conformément à la loi psychologique fondamentale), alors le niveau agrégé de la consommation sera d'autant plus diminué, aggravant un peu plus la situation de l'emploi.

Cet effet principal de la réduction des salaires peut être atténué, voire contrebalancé, par les circonstances particulières dans lesquelles elle a lieu. Ainsi « if the reduction of money-wages is expected to be a reduction relatively to money-wages in the future, the change will be favourable to investment, because [...] it will increase the marginal efficiency of capital » (Keynes, 1936b, p. 263). Dans ce cas, les entrepreneurs anticipent qu'à l'avenir les salaires nominaux augmenteront à nouveau, ce qui rend plus profitable (ou moins coûteux) de réaliser un projet d'investissement dès aujourd'hui plutôt que de le reporter à une date ultérieure. Il y a par conséquent une augmentation transitoire de l'investissement courant qui peut combler, au moins en

---

3. Les effets d'une baisse des salaires nominaux sur la demande effective dans une économie ouverte sont brièvement discutés au Chapitre 19 (Keynes, 1936b, p. 262–263), mais l'auteur choisit volontairement de restreindre son étude « to the case of a closed system » (Keynes, 1936b, p. 264–265).

## 11.1. LA FLEXIBILITÉ DES PRIX ET DES SALAIRES : UNE PREMIÈRE APPROCHE DU PRINCIPE DYNAMIQUE DE LA DEMANDE EFFECTIVE

---

partie, la baisse de la demande effective due à la baisse de la consommation globale. L'effet positif sur l'investissement peut être renforcé par deux autres facteurs. D'une part, une réduction *générale* des salaires nominaux – qui ne se limiterait donc pas à une firme ou un secteur ou un type de main-d'œuvre particuliers – « may also produce an optimistic tone in the minds of the entrepreneurs, which may break through a vicious circle of unduly pessimistic estimates of the marginal efficiency of capital » (Keynes, 1936b, p. 264). D'autre part, si la baisse des salaires est accompagnée d'une baisse des prix et du revenu monétaire de la communauté, la demande de monnaie tend à diminuer également, ce qui réduit la pression sur l'offre et permet une baisse du taux d'intérêt. A efficacité marginale égale, cette baisse est déjà une motivation pour les entrepreneurs d'augmenter leur investissement en capital fixe, mais associée à la hausse de l'EMC que nous venons de décrire, l'effet sur l'investissement global est démultiplié (Keynes, 1936b, p. 263).

Le problème est que le mécanisme d'anticipations sur lequel repose cet effet positif peut également conduire à l'effet inverse lorsque « the reduction leads to the expectation, or even the serious possibility, of a further wage-reduction in prospect » (Keynes, 1936b, p. 263). En de telles circonstances, les entrepreneurs sont incités à remettre à plus tard leurs projets d'investissement, puisqu'ils anticipent qu'il sera plus profitable d'initier un nouveau processus de production une fois la future baisse des salaires réalisée. Par ailleurs, lorsque la réduction salariale s'accompagne d'une baisse immédiate des prix, le coût réel du financement de l'investissement (s'il est financé par emprunt) augmente, ce qui signifie qu'une hausse de l'efficacité marginale du capital est nécessaire pour maintenir sa rentabilité selon le critère de la VAN. De fait, « the effect of an expectation that wages are going to sag by, say, 2 per cent in the coming year will be roughly equivalent to the effect of a rise of 2 per cent in the amount of interest payable for the same period » (Keynes, 1936b, p. 265), autrement dit, risque de provoquer une baisse de l'investissement global si l'efficacité marginale des divers biens de capital reste inchangée.

En conséquence, il est préférable non seulement de maintenir une rigidité – au moins à la baisse, et de façon encore plus optimale, à la hausse également – des salaires nominaux, mais aussi de faire en sorte que les agents, notamment les entrepreneurs individuels, *croient* qu'une telle rigidité est préférable à un abaissement de ces salaires pour résorber le chômage. Par une pratique conventionnelle, due notamment à l'action des syndicats de salariés (Keynes, 1936b, p. 264), une telle rigidité est

## 11.1. LA FLEXIBILITÉ DES PRIX ET DES SALAIRES : UNE PREMIÈRE APPROCHE DU PRINCIPE DYNAMIQUE DE LA DEMANDE EFFECTIVE

---

la meilleure façon d'éviter une amplification des perturbations réelles et monétaires engendrées par l'éclosion d'une crise et l'entrée dans la dépression (Keynes, 1936b, p. 271). Sous l'effet de l'illusion monétaire subie par les travailleurs, la rigidité des salaires nominaux tend même à être observée empiriquement. Cela implique que le taux de rémunération des facteurs de production – l'un des deux facteurs déterminants du niveau des prix, dont l'évolution, pour les raisons évoquées précédemment, est fortement corrélée à celle du taux de salaire nominal<sup>4</sup> – est en règle général assez stable dans le temps. Les prix seraient ainsi essentiellement déterminés par le second facteur, le niveau d'emploi agrégé, qui à terme finit toujours par influencer le taux de rémunération des facteurs selon que la main-d'œuvre immédiatement disponible – et prête à travailler au salaire existant – est plus ou moins abondante.

Nous pouvons remarquer que la méthodologie adoptée par Keynes dans le Chapitre 19 est tout à fait explicite, et ne répond pas véritablement à une logique *dynamique*. Il s'agit d'étudier, pour des niveaux d'emploi, de propension à consommer, d'efficacité marginale du capital et de préférence pour la liquidité *donnés*, l'impact d'un changement du niveau des salaires nominaux sur l'ensemble de ces variables et sur les prix (Keynes, 1936b, p. 260). Certes, les co-variations de ces variables ne sont pas assimilables à une causalité directe et unilatérale ; elles sont même rendues plus complexes par la prise en compte des effets rétroactifs et interactifs des principaux déterminants de la demande effective, dans une logique circuitiste proche du cercle logique. Néanmoins, cette démarche reste avant tout une démarche de statique comparative, c'est-à-dire d'une comparaison entre deux états d'équilibre dont le passage est provoqué par le changement de *niveau* des salaires nominaux, et ne répond donc pas à une logique véritablement dynamique des fluctuations de l'emploi, des prix et des salaires<sup>5</sup>.

Les Chapitres 19 et 21 avancent ainsi l'idée d'une interaction complexe entre les salaires, les prix et la demande effective, dont nous nous proposons de faire le résumé suivant, qui représenterait le cas général en ne tenant pas compte des cir-

---

4. Keynes fait explicitement cette hypothèse au Chapitre 21 : « we allow ourselves the simplification of assuming that the rates of remuneration of the different factors of production which enter into marginal cost all change in the same proportion, i.e. in the same proportion as the wage unit » (Keynes, 1936b, p. 295).

5. Notre interprétation semble par ailleurs confirmée par le titre même du Chapitre, « *Variations des salaires nominaux* » (*Changes in money-wages*) : d'après la définition que nous avons donné des termes « variations » et « changements » à la page 40, ils s'appliquent précisément à une démarche en termes de statique comparative plutôt qu'en termes dynamiques.

## 11.1. LA FLEXIBILITÉ DES PRIX ET DES SALAIRES : UNE PREMIÈRE APPROCHE DU PRINCIPE DYNAMIQUE DE LA DEMANDE EFFECTIVE

---

constances particulières évoquées par l'auteur. Une baisse des salaires nominaux (1) entraîne une baisse de la consommation des salariés si ceux-ci sont victimes de l'illusion monétaire ou s'ils anticipent que la baisse de leur revenu monétaire ne sera pas intégralement compensée par une baisse du niveau général des prix ; (2) entraîne une baisse du niveau des prix, ce qui augmente la valeur réelle de la rémunération des autres facteurs de production (dont la rémunération nominale est supposée inchangée) et tend à diminuer encore plus la propension à consommer de la communauté, donc la demande effective. L'effet final sur la demande effective dépend des anticipations des entrepreneurs. S'ils prévoient que la baisse n'est que transitoire, ils sont incités à mettre en œuvre dès aujourd'hui leurs projets d'investissement, ce qui permet un accroissement de l'investissement courant qui, selon son ampleur, compense la baisse de la consommation. Sinon, les entrepreneurs sont incités à reporter leurs projets d'investissement à l'avenir dans l'attente d'une nouvelle baisse des salaires, provoquant une baisse de l'investissement courant et accroissant l'effet dépressif sur la demande effective. Puisque le niveau général des prix dépend également (positivement) de cette dernière, une nouvelle baisse des prix est plus que probable, enfermant l'économie dans un cercle vicieux déflationniste et d'aggravation de la situation de l'emploi.

C'est pourquoi, indépendamment du fait que les agents soient victimes ou non de l'illusion monétaire, Keynes considère que « it is more expedient to aim at a rigid money-wage policy than at a flexible policy responding by easy stages to changes in the amount of unemployment » (Keynes, 1936b, p. 266). Plus précisément, adopter une telle politique salariale permettrait d'atténuer les effets néfastes auto-entretenus d'une dépression économique :

It is true that, if there are [...] large fluctuations in employment, substantial fluctuations in the price-level will accompany them. But the fluctuations will be less [...] than with a flexible wage policy.

Thus with a rigid wage policy the stability of prices will be bound up in the short period with the avoidance of fluctuations in employment. (Keynes, 1936b, p. 271)

En d'autres termes, la rigidité à la baisse comme à la hausse des salaires nominaux rend le lien entre prix et emploi univoque, c'est-à-dire qu'il n'y aura inflation (respectivement déflation) que lorsque l'emploi augmente (diminue) suite à la hausse (baisse) de la demande effective. Dès lors, les fluctuations des prix à court terme –

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

et les éventuels ajustements des salaires nominaux lorsque l'illusion monétaire n'est pas absolue – sont une conséquence des fluctuations de court terme de l'emploi, qui sont elles-mêmes dues à des fluctuations de l'investissement dont l'auteur fait l'examen au Chapitre 22, dans le cadre de sa théorie du cycle du commerce.

### **11.2 La théorie du cycle du commerce : une chronique du cycle de l'investissement comme explication des fluctuations économiques de court terme**

Le fait que le Chapitre 22 soit placé au Livre VI, et appartienne donc aux « Notes succinctes suggérées par la Théorie Générale » (*Short notes suggested by the General Theory*) au même titre que les réflexions portant sur le mercantilisme ou la philosophie sociale de l'ouvrage, est souvent interprété comme un signe de son importance secondaire dans le développement de l'argumentaire keynésien. Pourtant, certaines idées présentes au Chapitre 24 ont fait l'objet de nombreux commentaires dans la littérature secondaire, soit sur la valeur redistributive de l'impôt sur le revenu, soit sur le proposition d'une socialisation de l'investissement, soit encore – de façon anecdotique – sur la proposition d'euthanasier les rentiers (Keynes, 1936b, p. 372, 378 et 376 respectivement). A l'inverse, comme nous l'avons annoncé dans notre introduction générale, Keller et Carlson font le constat que « Chapter 22 [...] has remained relatively overlooked » (Keller et Carlson, 1982, p. 404), et précisent que :

“Notes” has been overlooked by the neoclassical synthesis and monetarist neoclassical economists with the recent exception of Allan H. Meltzer (1981). Meltzer's primary emphasis is on the policy implications of the *GT* and “Notes”. For the post Keynesians, Chapter 22 is not overlooked but *relatively* neglected. (Keller et Carlson, 1982, p. 404, note 1)

Les deux économistes proposent par conséquent de revenir brièvement sur la théorie du cycle du commerce telle que présentée dans le Chapitre 22, mais aussi dans l'article de 1937 du *Quarterly Journal of Economics*.

Cet article est en effet un résumé de la *Théorie Générale*, insistant sur les concepts et arguments les plus innovants de l'ouvrage en réponse aux critiques formulées par

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

Wassily Leontief, Dennis Robertson, Frank William Taussig et Jacob Viner dans le numéro de novembre 1936 de la revue. Keynes y estime que le point sur lequel il se distingue le plus des classiques est le fait que ces derniers « were dealing with a system in which change was ruled out, or even one in which the disappointment of expectations was ruled out » (Keynes, 1937c, p. 112), ce qui explique que l'économie classique s'applique uniquement « in a world in which economic goods were necessarily consumed within a short interval of their being produced » (Keynes, 1937c, p. 113). À l'inverse, la Théorie Générale de l'Emploi se préoccuperait des conséquences économiques du fait que « our knowledge is fluctuating, vague and uncertain » (Keynes, 1937c, p. 113). L'une des principales caractéristiques d'un tel système serait l'instabilité intrinsèque de l'investissement, qui « fluctuate[s] widely from time to time » (Keynes, 1937c, p. 118). L'argument est donc exprimé immédiatement en termes dynamiques, et non statiques, de sorte que l'objet d'étude devient les fluctuations de l'emploi plutôt que son niveau. C'est pourquoi le programme de recherche initié par l'auteur en 1936 est reformulé en 1937 par la question suivante : « Will a fluctuation in investment [...] have any effect on the demand for output as a whole, and consequently on the scale of output and employment ? » (Keynes, 1937c, p. 119). En d'autres termes, alors que l'analyse des fluctuations et des cycles est placée à la fin de la *Théorie Générale*, après la définition et l'étude de l'équilibre de sous-emploi, elle est mise en préambule de l'article de 1937 comme un justificatif de cette étude.

L'idée selon laquelle Keynes ne se serait préoccupé dans son œuvre que de l'équilibre statique peut ainsi être contestée à la lumière de cet article. Cela ne signifie pas pour autant que la théorie du cycle du commerce ne se réfère pas à l'équilibre. À l'image de Kregel (1976), nous pensons que le Chapitre 22 constitue un « model of shifting equilibrium » (Kregel, 1976, p. 217). Nous allons en effet démontrer que les fluctuations de l'emploi à court terme ne sont pas dues à une quelconque perturbation extérieure au système entraînant un déséquilibre – sauf à supposer que le principe de la demande effective et le paradoxe de la pauvreté dans l'abondance sont en eux-mêmes des mécanismes de déséquilibre, ce qui n'est pas l'approche que nous avons retenue au chapitre 9. Elles sont dues à l'instabilité chronique de l'investissement, qui ne permet pas de combler à chaque période l'écart entre le revenu de la communauté et les dépenses de consommation, ce qui conduit à une succession d'équilibres entre offre et demande de biens à un niveau ne permettant pas l'emploi

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

de l'ensemble de la main-d'œuvre disponible et prête à travailler au taux courant de salaire. Par conséquent nous suivons l'interprétation de Keller et Carlson selon laquelle « Keynes' macrotheory in Chapter 22 is most aptly characterized as a historical qualitative crisis model, antithetical to either neoclassical general equilibrium or disequilibrium modeling » (Keller et Carlson, 1982, p. 409), dans la mesure où le principe de la demande effective ne s'inscrit pas dans une logique d'équilibre ou de déséquilibre *général*, mais d'équilibre partiel (du marché des biens) et de déséquilibre partiel (du marché du travail) <sup>6</sup>.

Dans cette perspective, il s'agit dans un premier temps d'expliquer comment le principe de la demande effective est étendu au cas d'une économie non statique. Parmi les trois facteurs déterminants de la demande effective, le plus stable est la propension à consommer et ne saurait donc être considéré comme un facteur majeur de la fluctuation (cyclique) de l'emploi. La préférence pour la liquidité et l'EMC engagent toutes les deux le rapport des individus à l'avenir et à l'incertitude. Elles sont donc plus susceptibles de connaître des changements fréquents et relativement violents, entraînant une instabilité de l'investissement global et de l'emploi. Or, la théorie du cycle du commerce ne retient essentiellement que l'EMC comme cause des fluctuations, et met les anticipations des entrepreneurs au cœur du processus de détermination dynamique du niveau d'emploi. Dans un second temps de cette section, nous démontrerons que cette vision des cycles répond en réalité à une volonté d'amender la chronique du cycle typique du *Treatise* que nous avons présentée à la section 7.3, notamment concernant le déclenchement de la crise et la période

---

6. Un examen plus récent du Chapitre 22 a été mené par Harvey (2002), qui constate également qu'il a été globalement peu discuté dans la littérature, mais reconnaît que des éléments de la théorie du cycle du commerce « have been incorporated into others' analyses » (Harvey, 2002, p. 373), citant notamment les travaux de Minsky (1982, 1986). Cependant il ne s'intéresse pas réellement aux textes de Keynes, et cherche plutôt à s'en inspirer pour construire un modèle dynamique basé sur quelques équations macroéconomiques simples (Harvey, 2002, p. 380). Si l'entreprise a l'avantage de produire une étude formalisée du Chapitre 22, elle repose sur un certain nombre d'hypothèses difficilement compatibles avec la théorie keynésienne du cycle du commerce comme l'élimination du rôle économique du gouvernement (Harvey, 2002, p. 374). La première formalisation proposée simplifie même le concept d'EMC en le réduisant à une dimension purement technique, c'est-à-dire en le faisant dépendre uniquement du taux de dépréciation et du stock de capital dans l'économie et en négligeant l'importance des anticipations des entrepreneurs et des investisseurs (Harvey, 2002, p. 374–375). Une seconde formalisation reposant sur une « EMC spéculative » (*speculative MEC*) est ensuite testée, avec plus de succès que la première, mais sans qu'il y ait une véritable réflexion sur la manière de formaliser des anticipations qui soient à la fois rationnelles et sujettes aux esprits animaux. Etant donné l'interprétation que nous avons fait de l'EMC au chapitre 10, nous ne saurions donc nous inscrire dans la lignée de cette étude.

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

de dépression. A cet égard, les propositions de politique économique faites dans la *Théorie Générale* procèdent de cette même volonté, puisque Keynes abandonne l'hypothèse (implicite) d'un retour naturel du « balancier » faite dans le *Treatise*.

### **La demande effective au cœur de la théorie keynésienne des cycles**

La demande effective est selon Keynes l'unique variable guidant le choix des entrepreneurs en matière de production et d'emploi. Il paraît évident qu'une modification de l'un des facteurs déterminant la demande effective entraîne nécessairement une variation plus ou moins proportionnelle de la quantité d'emploi offerte par les firmes aux travailleurs. Dès le Chapitre 19 il est en effet annoncé que, conformément au principe de la demande effective, « the volume of employment is uniquely correlated with the volume of effective demand measured in wage-units » (Keynes, 1936b, p. 260), ce qui implique qu'une *variation* de l'emploi est uniquement corrélée avec une variation de la demande effective, qui ne saurait se produire « if the propensity to consume, the schedule of marginal efficiency of capital and the rate of interest are all unchanged » (Keynes, 1936b, p. 260–261). Un changement dans la propension à consommer, par exemple, est à même de créer une variation dans le niveau de consommation globale des ménages, ce qui implique une révision non seulement des recettes de vente courantes réalisées par les firmes, mais aussi de leurs recettes anticipées si ce changement est permanent. Au final, les perspectives de profit à court ou moyen terme sont altérées, et par conséquent les entrepreneurs en viennent à ajuster leur niveau d'emploi. De même, un changement de l'état de la préférence pour la liquidité a un impact sur les comportements des agents en termes de détention de monnaie et – indirectement – en termes d'épargne. Dans certains cas, cela est à même d'engendrer des variations en sens inverse du niveau de consommation globale et donc du niveau d'emploi. Enfin, une modification de l'efficacité marginale d'une quantité significative des différents biens de capital existants implique une modification du niveau d'investissement global, donc du profit anticipé des firmes produisant ces biens de capital et plus généralement de l'ensemble des entrepreneurs. Elle peut dès lors également avoir un impact sur la production et l'emploi au niveau agrégé.

Ces différents scénarios possibles ne sont bien entendu que des cas de déviation par rapport à un équilibre statique déjà déterminé, et constituent *a priori*

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

des explications aussi valables les unes que les autres de l'existence de fluctuations économiques. Toutefois, le raisonnement en termes de statique comparative, ou de déviation par rapport à l'équilibre statique, n'est pas adapté à l'étude des fluctuations et cycles économiques. En effet, l'une des caractéristiques des cycles est que non seulement l'ensemble des variables fluctuent simultanément pendant une période donnée, mais surtout que ces fluctuations sont répétées de façon plus ou moins régulière, ce qui justifie précisément leur qualificatif de « cycles ». Or, selon Keynes, cette caractéristique est principalement observable dans un seul des trois scénarios envisagés :

[...] I suggest that the essential character of the trade cycle and, especially, the regularity of time-sequence and of duration which justifies us in calling it a *cycle*, is mainly due to the way the marginal efficiency of capital fluctuates. The trade cycle is best regarded, I think, as being occasioned by a cyclical change in the marginal efficiency of capital, though complicated and often aggravated by associated changes in the other significant short-period variables of the economic system. (Keynes, 1936b, p. 313)

La prise de position de l'auteur est affirmée avec clarté, bien qu'aucun argument ne soit véritablement avancé pour justifier ce choix de focaliser l'analyse sur l'EMC, au détriment des deux autres variables. Notre lecture du *Treatise* a déjà démontré que l'auteur en était venu à se distancier progressivement des analyses monétaires néoclassiques avec lesquelles il avait de prime abord exprimé son accord, pour insister sur le lien entre les fluctuations du taux d'investissement et les cycles de crédit. Cette évolution de la pensée de Keynes au cours de l'écriture du *Treatise* pouvait toutefois s'expliquer par le rôle majeur joué par l'équilibre entre épargne et investissement dans sa théorie des cycles. Une telle justification n'apparaît pas explicitement dans la *Théorie Générale*.

En vérité, il est possible d'exclure que la propension à consommer soit une cause de fluctuations *cycliques* de l'emploi. D'après sa définition formelle, elle dépend de la valeur *réalisée* du revenu monétaire de la communauté, alors qu'elle n'a un impact sur l'emploi que dans la mesure où elle est *anticipée* par les entrepreneurs. Il est probable que les fluctuations de la propension à consommer suivent celles de l'emploi (qui elles-mêmes déterminent les fluctuations du revenu monétaire) plutôt qu'elles ne les causent. Ceci serait conforme avec les faits stylisés des cycles économiques d'après

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

lesquels les fluctuations de la consommation interviennent généralement après celles du niveau de revenu.<sup>7</sup>

Par ailleurs la seconde cause de fluctuations cycliques – une modification de l'état de la préférence pour la liquidité – est à peine évoquée dans le Chapitre 22, à l'exception du passage où est analysée l'interaction entre l'EMC et le taux d'intérêt (qui est déterminé essentiellement, rappelons-le, par la demande de monnaie des agents en fonction de leur préférence pour la liquidité), ainsi que l'évolution de ce dernier le long du cycle de l'investissement (Keynes, 1936b, p. 316). Il s'agit là d'une preuve supplémentaire de l'évolution des conceptions et objectifs de l'auteur depuis le *Treatise*, car cela aurait été le seul type de cycle monétaire envisagé dans la *Théorie Générale*. Il serait toutefois possible d'en reconstruire le raisonnement et la mécanique. Une modification, temporaire ou permanente, de l'état de préférence pour la liquidité implique un changement dans la quantité de monnaie demandée. Par exemple, une plus grande préférence pour la liquidité se traduit par une hausse de la demande de monnaie ce qui, à offre inchangée, crée une pression à la hausse sur le taux d'intérêt. Toutes choses égales par ailleurs, cela conduirait à une baisse de l'investissement global, donc de l'emploi. La question demeure alors de savoir ce qui peut initier une telle modification de l'état de la préférence pour la liquidité. Etant donné que les motifs de transactions et de précaution n'ont *a priori* pas lieu de subir des changements en l'absence de modification préalable de la conjoncture (notamment du niveau d'emploi et de revenu de la communauté), la plus grande préférence pour la liquidité des agents ne s'expliquerait que par une altération du motif de spéculation. Or, celui-ci dépend essentiellement de leurs anticipations vis-à-vis de l'évolution future des cours des titres et de la possibilité d'expérimenter des moins-values, qui sont donc liées à l'état de la prévision à long terme. Une plus grande préférence pour la liquidité peut ainsi résulter d'une meilleure connaissance de l'évolution future des cours ou, bien plus souvent, au contraire d'une plus grande incertitude quant à l'avenir. Il est par conséquent probable qu'une modification de l'état de la préférence pour la liquidité suive et accompagne un changement

---

7. Il convient de noter que les variations *induites* de la propension à consommer suite à un changement du niveau d'emploi peuvent en partie atténuer l'effet final des fluctuations de l'investissement sur celles de l'emploi. Keynes estime que « any fluctuation in investment *not offset by a corresponding change in the propensity to consume* will [...] result in a fluctuation in employment » (Keynes, 1936b, p. 314, souligné par nous), ce qui implique réciproquement que lorsque la propension à consommer évolue en sens inverse de l'investissement global (par exemple sous l'effet d'une hausse du taux d'intérêt) alors il n'y a pas de fluctuations dans le niveau d'emploi.

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

de l'efficacité marginale du capital et les fluctuations concomitantes du volume de l'investissement, plutôt qu'elle ne les précède : « I suggest that a more typical, and often the predominant, explanation of the crisis is not primarily a rise in the rate on interest, but a sudden collapse in the marginal efficiency of capital » (Keynes, 1936b, p. 315) ; « liquidity-preference [...] does not increase until *after* the collapse in the marginal efficiency of capital » (Keynes, 1936b, p. 316).

L'explication du cycle économique repose ainsi presque intégralement sur une étude du cycle de l'investissement centrée sur le concept d'efficacité marginale du capital. Cette variable est, rappelons-le, elle-même déterminée par trois facteurs :

We have seen above that the marginal efficiency of capital depends, not only on the existing abundance or scarcity of capital-goods and the current cost of production of capital-goods, but also on current expectations as to the future-yield of capital goods. (Keynes, 1936b, p. 315)

Le premier des trois facteurs, l'abondance ou la rareté actuelle des biens de capital sur les différents marchés de capital, est fortement lié à la phase du cycle dans laquelle se situe l'économie considérée. En période de croissance, l'investissement ayant tendance à croître du fait de l'apparition de nouvelles opportunités de profit, la demande en biens de capital tend également à augmenter. Face à cette hausse, les producteurs de biens de capital anticipent une hausse future de leurs profits, ce qui les incite à augmenter leur production. Par ailleurs, l'apparition d'opportunités de profits dans ce secteur productif contribue à attirer de nouveaux concurrents sur ce marché, augmentant dans les mêmes proportions la production globale de biens de capital. Ces derniers finissent donc par être de plus en plus abondants durant la phase de croissance économique, jusqu'à ce que toutes les opportunités de profit du côté des producteurs de biens de capital soient épuisées, ce qui n'arrive qu'une fois la crise advenue. A l'inverse, durant la phase de dépression, la tendance est à la raréfaction des biens de capital. En effet, durant les premiers temps de la phase de dépression, suite à la chute des investissements, les producteurs de biens de capital diminuent leur production, voire cessent leur activité en cas de pertes. Les nouveaux investissements menés durant la période de dépression le sont donc en grande partie au moyen de l'acquisition de biens de capital existants. Autrement dit, il s'agit pour l'économie d'une phase de réajustement du stock de capital précédemment surabondant. Ce mouvement, qui se poursuit tout au long de la phase de dépression, conduit à une rareté croissante durant les derniers moments de la dépression. Cette rareté

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

est encore accrue à la suite de la reprise économique du fait de l'augmentation progressive du niveau d'investissement global, et ce, jusqu'à ce que les biens de capital soient à nouveau abondants, complétant ainsi le cycle. En conclusion, le premier des trois facteurs déterminant l'EMC n'est pas une cause, mais une conséquence du cycle économique, à la fois sur un plan analytique et sur un plan chronologique.

Le second facteur, le coût actuel de production des biens de capital (*the current cost of production of capital-goods*), dépend du niveau technologique présent dans ce secteur de production et du taux de rémunération des facteurs de production prévalant dans ce secteur. Les sources de fluctuations de ce second facteur déterminant de l'investissement correspondent ainsi à deux des trois types de causes de fluctuations des prix dans le *Treatise*. Une modification du niveau technologique due à une innovation de produit ou une innovation dans l'organisation de la production contribue à diminuer le coût de production des biens de capital, donc leur prix, et à stimuler l'investissement global. La logique est donc la même que celle qui guide le type IIB de changements de prix dans le *Treatise*, car si l'on assimile l'EMC au taux naturel de l'intérêt, une vague d'innovations correspond à une augmentation de l'efficacité marginale des biens de capital concernés par ces innovations par rapport au taux d'intérêt (de marché), ce qui signifie qu'une plus grande partie des projets d'investissement à la disposition des entrepreneurs devient rentable, contribuant à une élévation du volume global de l'investissement. Par ailleurs, les changements du taux de rémunération correspondent à ce qui est nommé les « changements spontanés du taux de rémunération » (*spontaneous changes in the rate of earnings*) dans le *Treatise*, c'est-à-dire au type III de fluctuations des prix dans notre nomenclature. Comme nous l'avons montré aussi bien à la section 6.4 qu'à la section 11.1, il est probable que les fluctuations des salaires nominaux et des autres types de rémunérations de facteurs soient une conséquence plutôt qu'une cause des fluctuations de l'emploi, et en particulier ne contribuent pas *a priori* à la régularité propre à un cycle économique. Par conséquent, le second facteur de fluctuation de l'EMC est essentiellement un facteur technologique, ce qui permet de faire un lien entre la théorie du cycle du crédit et celle du cycle du commerce. Ainsi que nous allons l'expliquer dans la suite de la présente section, ceci permettrait d'expliquer pourquoi la chronique du cycle du Chapitre 22 est en partie inspirée de celle du *Treatise*.

Toutefois, dans la *Théorie Générale*, Keynes insiste essentiellement sur le dernier des trois facteurs, c'est-à-dire les anticipations courantes relatives au rendement

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

futur des biens de capital (*current expectations of the future yield of capital goods*). La façon dont cette expression est formulée par l'auteur semble indiquer que c'est moins le rendement (objectif) des biens de capital qui importe que la façon dont les anticipations sont formulées par les agents relativement à ce rendement. Cette interprétation est renforcée par le rôle attribué aux anticipations de long terme dans la détermination du niveau d'investissement :

In the case of durable assets it is, therefore, natural and reasonable that expectations of the future should play a dominant part in determining the scale on which new investment is deemed advisable. (Keynes, 1936b, p. 315)

Il faut ainsi souligner que lorsque l'efficacité marginale d'un certain bien de capital est calculée, ce calcul se fait sur la base de « series of prospective returns, which [the entrepreneur] expects to obtain from selling its output, after deducting the running expenses of obtaining that output, during the life of the asset » (Keynes, 1936b, p. 315).

De fait, dès le Chapitre 5, il est précisé que les fluctuations de court terme de l'emploi, et en particulier leur cyclicité, sont principalement causées par les fluctuations dans les anticipations de court et de long terme des entrepreneurs<sup>8</sup>. L'auteur commence par remarquer que :

[...] in general, a *change* in expectations (whether short-term or long-term) will only produce its full effect on employment over a considerable period. The change in employment due to a change in expectations will not be the same on the second day<sup>9</sup> after the change as on the first, or the same on the third day as on the second, and so on, even though there be no further change in expectations. (Keynes, 1936b, p. 47–48)

Bien que cela ne soit pas précisé, il est évident que cette remarque fait référence au principe du multiplicateur keynésien et à la distinction entre l'emploi primaire et l'emploi secondaire que nous avons commentée aux sections 8.1 et 9.1. Un change-

---

8. Le Chapitre 5 discute également les effets d'un changement des anticipations des entrepreneurs sur le niveau d'emploi de long-terme (*the long-period employment*). Etant donné que nous avons restreint notre problématique aux fluctuations et cycles de court terme en excluant les enjeux liés à la *tendance* à long terme, nous ne ferons référence qu'aux oscillations transitoires caractérisant le passage d'une position de l'emploi de long terme à une autre.

9. Nous rappelons que le terme de « jour » (*day*) ne représente pas dans la *Théorie Générale* une période de vingt-quatre heures, mais désigne la période de temps minimale séparant la renégociation des contrats de travail et donc l'ajustement du niveau d'emploi des firmes.

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

ment des anticipations des entrepreneurs (par exemple de long terme) à une période donnée provoque une hausse immédiate de l'investissement global et de l'emploi durant cette période, générant à partir de la seconde période une nouvelle hausse de l'emploi à travers l'augmentation de la propension à consommer des ménages (permise par la première hausse du niveau d'emploi), suivie d'une hausse plus modérée à chacune des périodes suivantes jusqu'à ce que l'effet s'annule – le taux de décroissance de l'emploi supplémentaire généré à chaque période dépendant de la propension marginale à consommer.

Deux arguments sont avancés pour justifier le délai entre les changements dans les anticipations des entrepreneurs et les fluctuations de l'emploi. Premièrement, les modifications des anticipations *de court terme* ne sont généralement pas suffisamment amples pour inciter les entrepreneurs à modifier considérablement leurs décisions d'emploi, surtout lorsqu'il s'agit d'un ajustement à la baisse (Keynes, 1936b, p. 48). En effet, si l'anticipation baissière s'avère être une erreur et que des travailleurs supplémentaires doivent finalement être embauchés pour faire face à une demande supérieure à celle anticipée, l'opération peut s'avérer fortement coûteuse pour la firme, soit en temps (du fait des délais liés aux procédures de recrutement et à la période d'adaptation et de formation de la main-d'œuvre), soit en monnaie (le recrutement en urgence de travailleurs supplémentaires nécessite parfois d'offrir une meilleure rémunération au cas où les entrepreneurs se feraient concurrence pour l'embauche de la main-d'œuvre disponible immédiatement). L'auteur finit même par conclure que « it will often be safe to omit express reference to *short-term* exception » lorsqu'il s'agit d'expliquer les fluctuations du niveau d'emploi suffisamment amples pour constituer un schéma cyclique, car « in practice the process of revision of short-term expectation is a gradual and continuous one » (Keynes, 1936b, p. 50).

Deuxièmement, les modifications des anticipations *de long terme* ne sauraient produire leur plein effet immédiatement du fait des délais d'ajustement entre le capital existant et le capital désiré. Lorsque les anticipations sont à la baisse, il est préférable de simplement laisser le capital se déprécier plutôt que de désinvestir ; lorsqu'elles sont à la hausse, l'ajustement de l'équipement productif ne se fait qu'à partir du moment où les capacités de production tendent à être saturées (Keynes, 1936b, p. 48). De fait, l'auteur considère que la durée moyenne des différentes phases d'un cycle, qui en définit la régularité, dépend précisément de ces délais :

There are reasons, given firstly by the length of life of durable assets in

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

relation to the normal rate of growth in a given epoch, and secondly by the carrying-costs of surplus stocks, why the duration of the downward movement should have an order of magnitude which is not fortuitous, which does not fluctuate between, say, one year this time and ten years next time, but which shows some regularity of habit between, let us say, three and five years. (Keynes, 1936b, p. 317)

Cette seconde raison, à savoir le coût de détention des stocks de biens, peut s'expliquer de la manière suivante. Une anticipation haussière de la part de *l'ensemble* des entrepreneurs de l'économie signifie que les producteurs de biens de capital prévoient un achat futur de leurs marchandises par les autres entrepreneurs, et donc initient une production accrue de ces biens qui, durant la période courante, ne restent que dans un état semi-fini (du fait de la longueur du processus de production de ces biens) ou, s'ils sont finis, sont stockés par les producteurs dans l'attente de la hausse effective de la demande de biens de capital. En d'autres termes, il y a dès la période courante une augmentation de l'investissement, non en capital fixe, mais en capital circulant (*working capital*) et liquide (*liquid capital*), c'est-à-dire dans le volume de biens semi-finis ou en stock. C'est pourquoi :

[...] a mere change in expectation is capable of producing an oscillation of the same kind of shape as a cyclical movement, in the course of working itself out. It was movements of this kind which I discussed in my *Treatise on Money* in connection with the building up or the depletion of stocks of working and liquid capital consequent on change. (Keynes, 1936b, p. 49–50)

Le coût de détention de stocks de biens, finis ou non, joue ainsi un rôle au début de la phase ascendante : plus ils sont élevés, moins les entrepreneurs sont incités à initier dès la période courante une augmentation de leur capital circulant et liquide, et donc moins l'effet du changement d'anticipations sur l'emploi de la période courante est fort.

Le coût de stockage joue également un rôle au début de la période descendante. Lorsque se produit une chute de l'investissement global juste après l'éclatement de la crise, il est probable que des biens non finis – notamment des biens de capital – s'accumulent dans les stocks des firmes. Il y a donc un accroissement temporaire de l'investissement en capital liquide, retardant le moment où l'ajustement à la baisse entre le stock de capital désiré et le stock de capital effectif est réalisé, ce qui prolonge

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

d'autant la phase de dépression (Keynes, 1936b, p. 318). Il est toutefois probable que plus le coût de stockage est élevé, plus les firmes sont incitées à désinvestir rapidement en capital liquide, ajoutant à la chute initiale de l'investissement en capital fixe une chute du volume de capital liquide – suivie, comme nous allons le démontrer, par une chute du volume de capital circulant. Dès lors, l'effet néfaste sur l'emploi n'en est que renforcé, et ce, jusqu'à ce que le stock de capital effectif ait diminué suffisamment pour être *inférieur* au stock désiré, condition nécessaire (mais non suffisante) à la reprise.

La référence explicite à la théorie du cycle du crédit du *Treatise*, au Chapitre 5 (Keynes, 1936b, p. 49) comme au Chapitre 22 (Keynes, 1936b, p. 319, note 1), est selon nous fort significative, car elle démontre que cette théorie a constitué une sorte de première ébauche, sur un versant monétaire plutôt que réel, de la théorie du cycle du commerce de la *Théorie Générale*. Ce lien est d'ailleurs renforcé par la chronique qui est faite d'un cycle typique au Chapitre 22, grandement inspirée de celle du *Treatise*, à l'exception des deux « moments » qui y étaient traités de façon lacunaire ou insatisfaisante (eu égard à la réalité économique), à savoir la crise et la dépression.

### **Une chronique partielle en lien avec la théorie du cycle du crédit issue du *Treatise***

La chronologie du cycle économique qui est faite dans la Section II du Chapitre 22, notamment celle des derniers moments de la phase ascendante et du début de la dépression, semble confirmer notre hypothèse du rôle central des anticipations dans l'activité d'investissement :

The later stages of the boom are characterized by optimistic expectations as of the future yield of capital-goods sufficiently strong to offset their growing abundance and their rising costs of production and, probably, a rise in the rate of interest also. It is of the nature of organized investment markets, under the influence of purchasers largely ignorant of what they are buying and of speculators who are more concerned with forecasting the next shift of market sentiment than with a reasonable estimate of the future yield of capital-assets, that, when the disillusion falls upon an over-optimistic and over-bought market, it should fall with sudden and

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

even catastrophic force. (Keynes, 1936b, p. 315–316)

Une modification de l'état des anticipations, c'est-à-dire un changement dans l'humeur ou le « sentiment » dominants parmi les entrepreneurs et les investisseurs depuis un optimisme généralisé vers un pessimisme généralisé, est suffisante pour causer une chute dramatique des cours boursiers, qui représentent les prix de vente des biens de capital. En conséquence, l'efficacité marginale de ces biens diminue, alors que leur coût de production et le taux d'intérêt du marché tendent à être à un niveau élevé. La conjugaison du découragement des investisseurs face à la chute des cours et de l'incertitude accrue quant à l'avenir, aboutit à une augmentation forte et rapide de la préférence pour la liquidité des agents, et donc à une nouvelle hausse du taux d'intérêt. Ce double mouvement résulte en une chute importante et très rapide du niveau d'investissement global, qui marque la fin de la croissance économique ; l'économie est en situation de crise (Keynes, 1936b, p. 316).

La plus grande partie du Chapitre 22 de la *Théorie Générale* est de fait dédiée à une analyse de l'impact d'un changement de l'EMC sur les principales variables macroéconomiques, en montrant que cet impact est suffisant pour générer un mouvement cyclique. Keynes se focalise en réalité sur un « moment » particulier du cycle, celui de la fin de la phase ascendante (le boom) et du début de la phase descendante (la dépression), même s'il évoque également les conditions nécessaires pour l'amorce d'une reprise. En d'autres termes, le Chapitre 22 a pour objectif de répondre aux lacunes analytiques et chronologiques de la théorie du cycle du crédit du *Treatise*. En ce sens, l'assertion de Krugman selon laquelle « Keynes actually chose to answer a more limited question than most people writing about business cycles at the time » (Keynes, 1936a, introduction p. xxxi) est vérifiée. L'attention de Keynes se porte essentiellement sur les origines et le déroulement de ce qu'on appelle généralement la crise, ou point de retournement haut du cycle. Un tel choix peut être aisément expliqué, puisque Keynes a commencé l'écriture des premières ébauches de la *Théorie Générale* en 1932, au plus fort de la crise des années 1930. Le contexte (la dépression des années 1930) en faisait le sujet suscitant le plus d'intérêt de la part du monde académique *et* du grand public, en manque d'une explication satisfaisante des phénomènes de récession et de chômage sans précédent expérimentés à la suite du krach de 1929. Au moment où l'auteur rédige les derniers passages de l'œuvre, à la fin de 1935, la plupart des pays dans le monde sont situés à la fin de la phase dépressionnaire, et seuls quelques signes annoncent une reprise qui ne

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

sera véritablement amorcée qu'à partir de 1936. Il ne paraît donc pas surprenant que la principale préoccupation de Keynes dans ce Chapitre, et plus généralement dans tout son ouvrage, soit d'offrir des réponses quant aux origines de la crise que le monde connaissait à cette époque, et surtout de proposer d'éventuelles solutions pour y remédier.

Les éléments qui ont conduit à cet état de crise sont ceux-là même qui expliquent pourquoi cette crise débouche sur une période de dépression et déclenche donc la deuxième période du cycle. En effet, la chute de l'EMC et de l'investissement global qui en résulte confirme *a posteriori* la révision soudaine de l'état des anticipations des investisseurs. A la fin de la période d'expansion économique, le nombre de projets d'investissement objectivement rentables tend à devenir de plus en plus faible, de sorte que les anticipations optimistes des entrepreneurs et des spéculateurs finissent par ne plus se réaliser, laissant place progressivement à un pessimisme de rigueur. Constatant la réalisation de leurs craintes de pertes, les investisseurs financiers voient leur pessimisme conforté par la révision des anticipations des autres agents. La forte baisse de l'investissement global implique une diminution de même importance de la demande en biens de capital. Les producteurs de ces biens révisent leurs prévisions de vente à la baisse, les incitant à diminuer d'une façon drastique leur niveau de production et donc leur niveau d'embauche. Au niveau macroéconomique, ceci implique une baisse anticipée du niveau de production globale et du niveau de revenu de la communauté. Même en supposant la présence d'un effet de cliquet à la Duesenberry, les ménages diminuent à plus ou moins court terme leur niveau de consommation. Confrontés à cette baisse de la demande en biens de consommation, les producteurs de ces biens ajustent à leur tour leurs prévisions de vente, mais aussi les plans d'investissement futur qui n'ont pas encore été entamés. Sous l'effet du pessimisme ambiant, que Keynes nomme également « [the] error of pessimism » (Keynes, 1936b, p. 322) et qui est la stricte réciproque de l'erreur d'optimisme sous-tendant la fin de la période d'expansion, ces projets tendent en effet à être sous-évalués de la même manière qu'ils avaient été surévalués juste avant l'éclatement de la crise (Keynes, 1936b, p. 321–322). Cet ajustement aggrave d'autant plus la chute de la demande en biens de capital, renforçant et confortant les anticipations pessimistes des entrepreneurs de ce secteur de production. La mécanique dépressionnaire est ainsi enclenchée de façon auto-entretenu, la révision des anticipations étant automatiquement justifiée par l'ajustement de l'offre et de la demande qui en découle.

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

La réaction naturelle des offreurs face à la chute de la demande est de diminuer leurs coûts, pour être plus rentables et pour pouvoir éventuellement baisser leurs prix afin d'attirer la demande restante vers leurs marchandises, au détriment des autres producteurs. Si cette réduction des coûts passe par une diminution de l'embauche ou par une diminution des salaires nominaux (justifiée par le fait que les salaires réels, c'est-à-dire le pouvoir d'achat des ménages, connaissent une augmentation mécanique par la baisse des prix), elle résulte en un réajustement à la baisse de la demande des ménages en biens de consommation, prolongeant ainsi la spirale déflationniste (Keynes, 1936b, p. 271).

Keynes conclut ainsi que la crise – comprise comme le point de retournement haut du cycle – et la dépression en découlant sont toujours la conséquence d'un changement soudain dans l'état des anticipations des investisseurs et des entrepreneurs. Plus précisément, la crise est provoquée par le passage d'un état de sur-optimisme des investisseurs, non justifié eu égard à l'évolution objective de la situation du marché du capital et de l'activité économique réelle, à un état de pessimisme exagéré lié à une dramatisation excessive du krach de l'investissement. La chute initiale de l'investissement en capital est aggravée, au début de la période de dépression, par un désinvestissement en capital liquide (sous l'effet du coût de stockage des biens, comme nous l'avons mentionné précédemment) et surtout en capital circulant. En réalité ce dernier est à l'origine du passage de la phase initiale ou primaire de la dépression à la phase secondaire. Une fois que le passage d'un état optimiste de la prévision à long terme à un état pessimiste a eu un effet sur l'emploi et la production, il se produit nécessairement une réduction progressive du volume de biens en cours de fabrication, donc du capital circulant. Ce désinvestissement est dans un premier temps contrebalancé par l'augmentation en capital liquide induit par l'arrêt brutal de la croissance de la demande pour les marchandises, mais est ensuite renforcé par le désinvestissement en capital liquide :

In the earliest phase of a typical slump there will probably be an investment in increasing stocks which helps to offset disinvestment in working-capital; in the next phase there may be a short period of disinvestment both in stocks and in working-capital [...]. (Keynes, 1936b, p. 319)

Il y a donc, à ce moment de la dépression, une baisse simultanée du volume des trois types de capitaux, contribuant à une accélération de la baisse du volume de la production et d'emploi, renforçant encore le sentiment pessimiste des entrepreneurs,

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

déjà mis à mal par la baisse de la propension à consommer concomitante à la baisse du niveau d'emploi.

La baisse importante du volume de capital ainsi engagée permet à terme de réaliser l'ajustement nécessaire entre le stock de capital désiré et le stock de capital effectif. Il est même probable que, sous l'effet de l'« erreur de pessimisme », le stock effectif tende à être inférieur au stock compatible avec les besoins de l'économie, ce qui signifie que les projets d'investissement objectivement rentables deviennent de plus en plus nombreux. Il s'agit d'une condition nécessaire à l'amorce d'une reprise économique, mais elle n'est pas suffisante. Tant que les anticipations de court<sup>10</sup> et de long terme sont pessimistes, la poursuite de projets d'investissement objectivement rentables mais sous-évalués par les entrepreneurs n'est pas envisageable, à moins de supposer une baisse simultanée et très forte du taux d'intérêt.

Le point de retournement bas du cycle ne saurait dès lors être amorcé que par un changement de l'état des anticipations des entrepreneurs, et plus précisément par un retour de leur *confiance* en l'avenir (Keynes, 1936b, p. 317). Dès 1934, Keynes déclare s'opposer aux tenants de la vision orthodoxe et majoritaire qui croient que le système « has an inherent tendency towards self-adjustment, if it is not interfered with » (Keynes, 1934, p. 487). Plus précisément, il estime que « the school which believes in self-adjustment is, in fact, assuming that the rate of interest adjusts itself more or less automatically » (Keynes, 1934, p. 490). Or, il a été démontré que la baisse du taux d'intérêt n'est que rarement suffisante pour contrecarrer l'effet de la dépression sur l'investissement et l'emploi. Il est possible d'interpréter cette prise de position de l'auteur comme la preuve de sa conviction que la solution aux crises nécessite une intervention active des autorités monétaires et gouvernementales. De fait, le pessimisme ambiant a contribué à la chute de l'EMC, imposant une baisse toute aussi conséquente du taux d'intérêt pour soutenir l'effort d'investissement des firmes. Si, dans les premières phases de la dépression, « the collapse in the marginal efficiency of capital may be so complete that no practical reduction in the rate of interest will be enough », « later on, a decline in the rate of interest will be a great

---

10. Il convient de rappeler que, dans la *Théorie Générale*, le processus de formation des anticipations de court terme est un processus continu, où les anticipations courantes des entrepreneurs sont en partie déterminées par leurs anticipations passées (Keynes, 1936b, p. 50-51). Par conséquent au milieu d'une phase de dépression où les anticipations passées les plus récemment formulées sont nécessairement pessimistes, un changement rapide et radical des anticipations de court terme vers un optimisme même modéré serait rarement observé, et ce nouvel état des anticipations resterait très fragile aussi longtemps que la reprise économique n'aurait pas été effectivement constatée.

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

aid to recovery and, probably, a necessary condition of it » (Keynes, 1936b, p. 316). Une telle réduction pourrait se réaliser mécaniquement à mesure que la dépression suit son cours : la baisse de la propension à consommer des ménages implique une baisse de la demande de monnaie à des fins de transaction, allégeant la pression sur le taux d'intérêt (en supposant une offre de monnaie inchangée). Il existe toutefois un risque que le manque de confiance en l'avenir et le pessimisme ambiant contribuent par ailleurs à une augmentation de la demande de monnaie à des fins de précaution, et que la chute des cours financiers amènent les agents à préférer (au moins dans les premiers temps de la dépression) la liquidité aux titres. La demande de monnaie totale est alors peu susceptible d'évoluer, et n'a aucun effet sur le taux d'intérêt. La forte baisse de celui-ci n'est donc possible qu'en recourant à une politique monétaire expansionniste, c'est-à-dire à un accroissement de l'offre de monnaie.

Cependant, tout comme la baisse du stock de capital effectif, celle du taux d'intérêt est une condition nécessaire mais non suffisante pour amorcer le point de retournement bas. L'auteur met en garde « the economists who have put their faith in a 'purely monetary' remedy » et qui ont sous-estimé l'importance du retour de la confiance, c'est-à-dire le renversement de l'état de la prévision à long terme (Keynes, 1936b, p. 317). Bien que cela ne soit pas mentionné au Chapitre 22, il est probable que Keynes ait à l'esprit les projets d'investissements publics de type grands travaux ou d'aménagement du territoire dont il est déjà question dans la pamphlet « Can Lloyd George Do It ? » (1929) ou dans son témoignage devant le *Macmillan Committee of Industry and Finance* en 1930. La présentation du principe du multiplicateur de l'investissement au Chapitre 9 tend d'ailleurs à le confirmer, puisque l'exemple pris est celui d'un accroissement des « public works » (Keynes, 1936b, p. 116). A travers ces chantiers publics, l'État est capable de générer une recrudescence de l'emploi, limitant progressivement la baisse de la propension à consommer de la communauté jusqu'à en inverser le mouvement, ce qui permet aux producteurs de biens de consommation d'envisager à nouveau de mener leurs affaires de façon « normale » et de retrouver une certaine mesure de confiance dans l'avenir. Or, dès lors que les niveaux d'emploi et de prix cessent de baisser et que l'économie atteint son point le plus bas, le lent mouvement de reprise économique, permis par la conjonction du renversement des anticipations, des prix faibles des biens de capital et du faible taux d'intérêt, « feeds on itself and cumulates » (Keynes, 1936b, p. 319). Il y a un accroissement immédiat du capital circulant et, à terme, du capital fixe,

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

prenant le relais des investissements publics dans la création de nouveaux emplois, générant une augmentation de la propension à consommer qui redonne confiance aux entrepreneurs dans leurs propres anticipations ; un nouveau cycle peut alors débiter.

Il est intéressant de remarquer que la chronique du cycle ainsi faite n'est pas tout à fait complète, et diffère quelque peu de celle du *Treatise*. Dans cet ouvrage, l'étude du cycle typique débute – conformément à une conception des cycles de déséquilibre – par une perturbation qui interrompt l'équilibre macroéconomique et initie soit une phase d'expansion, soit une phase de récession. En outre, la période d'expansion est analysée en détails, avec même une distinction entre une phase primaire et une phase secondaire, tandis que la crise et la dépression sont à peine développées et que la question des conditions de la reprise est totalement éludée. A l'inverse, la chronique du cycle typique dans la *Théorie Générale* débute à la fin d'une période d'expansion *déjà en cours*, sans véritablement déterminer quelles en sont les causes ; l'intérêt se focalise sur la crise et surtout sur la période de dépression, qui est à son tour décomposée en deux phases (voire trois). La question des conditions de la reprise est discutée, notamment dans la perspective de solutions politiques et pratiques à la dépression, même si une véritable théorie n'est pas formulée concernant ce point de retournement bas. Dans une certaine mesure, les analyses dynamiques du *Treatise* et de la *Théorie Générale* se combinent et se complètent pour offrir une vision d'ensemble d'un cycle typique, essentiellement caractérisé par les mouvements de l'investissement en capital (fixe ou circulant) à l'origine des fluctuations de l'ensemble des autres variables macroéconomiques, qu'il s'agisse des prix – auxquels le *Treatise* s'intéresse plus particulièrement – ou de l'emploi – au cœur des préoccupations de la *Théorie Générale*.

La conception qui est faite du cycle du commerce est, comme nous l'avons indiqué, celle d'un équilibre sans cesse fluctuant, au gré des révisions de l'état de la prévision à long terme. La psychologie de marché des investisseurs guidés par des motifs spéculatifs ou par des « esprits animaux » est synonyme d'amples fluctuations de l'investissement global, entraînant celles de l'emploi et des prix. L'intervention des pouvoirs publics dans la sphère économique est par conséquent légitimée par une impossibilité fondamentale du système à s'auto-réguler et, surtout, par son incapacité à garantir les conditions nécessaires à une reprise économique dès lors que l'état de la confiance des entrepreneurs est définitivement ébranlé par une longue période de dépression. Il n'est pas surprenant que Keynes, soucieux depuis ses écrits

## 11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

de jeunesse des effets désastreux des fluctuations de court terme tant du point de vue de l'efficacité économique que de la justice sociale, ait *a fortiori* avancé l'idée que le seul moyen de ne plus *subir* ces effets est d'accorder une place plus importante à la gestion publique de l'investissement en capital :

In conditions of *laissez-faire* the avoidance of wide fluctuations in employment may [...] prove impossible without a far-reaching change in the psychology of investment markets such as there is no reason to expect. I conclude that the duty of ordering the current volume of investment cannot safely be left in private hands. (Keynes, 1936b, p. 320)

C'est là tout l'enjeu de la « socialisation de l'investissement » (*socialisation of investment* (Keynes, 1936b, p. 378)) évoquée au Chapitre 24, qui n'est pas l'appropriation des moyens de production comme dans le cadre d'un socialisme d'Etat, mais la mise en place de dispositifs institutionnels et financiers permettant une meilleure gestion de l'investissement, y compris « all manner of compromises and devices by which public authority will co-operate with private initiative » (Keynes, 1936b, p. 378).

En conclusion, la spécificité de la théorie du cycle du commerce n'est donc pas tant son insistance sur le rôle de l'investissement dans la génération des fluctuations économiques, rôle qui a pu être démontré par d'autres économistes avant Keynes. Elle procède en réalité de trois caractéristiques propres au système dynamique keynésien : (1) la centralité des anticipations dans la génération des mouvements de court terme de l'investissement ; (2) la focalisation sur les deux moments du cycle que sont la crise et la dépression ; et enfin (3) l'idée que la complétion d'un cycle typique requiert souvent une action des autorités monétaires ou gouvernementales pour initier la reprise et donc une nouvelle période d'expansion.

11.2. LA THÉORIE DU CYCLE DU COMMERCE : UNE CHRONIQUE DU  
CYCLE DE L'INVESTISSEMENT COMME EXPLICATION DES  
FLUCTUATIONS ÉCONOMIQUES DE COURT TERME

---

## Conclusion générale

Enjeux et portée contemporaine  
de la conception keynésienne des  
fluctuations et cycles économiques



## 12.1 L'évolution de la position de Keynes sur la question des fluctuations et des cycles économiques depuis les écrits de jeunesse jusqu'à la *Théorie Générale de l'Emploi*

Nous avons pu démontrer au cours de cette thèse que la problématique de l'investissement est, avec celle de la monnaie, l'une des principales constantes dans les écrits de Keynes, et ce, depuis sa jeunesse jusqu'à sa « maturité » intellectuelle incarnée par la *Théorie Générale*. Dans les écrits de jeunesse, elle n'est apparue que progressivement, et toujours en lien avec des thématiques monétaires. En particulier, l'importance de la stabilité de la valeur de la monnaie (donc des prix), qui est au cœur des propositions de réforme des politiques monétaires de la Banque d'Angleterre dans le *Tract*, est justifiée par l'influence que cette valeur a, d'une part, sur les décisions des épargnants de prêter leurs avoirs aux entrepreneurs ou aux banques sous la forme de contrats libellés dans l'étalon monétaire, et d'autre part sur les décisions des investisseurs de prendre le risque d'emprunter la monnaie nécessaire au financement de leurs projets. Il est vrai que le coût *réel* de l'investissement s'apprécie en cas de déflation, rendant plus insupportable le remboursement des dettes pour les entrepreneurs ; à l'inverse, une inflation allégerait ce poids pour eux, mais réduit la velléité des épargnants à prêter leurs avoirs (sauf à exiger que l'intérêt sur le capital avancé n'est pas fixé, mais varie avec les prix).

Dans le *Treatise* et les textes datant de la période 1929–1932, la question de l'investissement est encore associée à celle de la monnaie (ne serait-ce que parce que l'ouvrage est précisément un traité sur la monnaie et le crédit bancaire). Elle commence toutefois à être traitée de façon indépendante, comme le prouve l'ensemble des Chapitres 27 à 29 du Volume II, présentés comme « a digression, which is doubtfully in place in a treatise on money but has to be included because the fluctuations in the rate of investment have not been treated, sufficiently for [Keynes's] purpose, elsewhere » (Keynes, 1930d, p. 85). Il est vrai que le modèle macroéconomique simple à partir duquel sont définis les niveaux d'équilibres des prix repose sur la relation entre investissement et épargne, de sorte que l'étude des facteurs déterminants et des caractéristiques de ces deux grandeurs semble s'imposer pour comprendre la mécanique de fixation des prix.

## 12.1 L'ÉVOLUTION DE LA POSITION DE KEYNES SUR LA QUESTION DES FLUCTUATIONS ET DES CYCLES ÉCONOMIQUES DEPUIS LES ÉCRITS DE JEUNESSE JUSQU'À LA THÉORIE GÉNÉRALE DE L'EMPLOI

---

Enfin la *Théorie Générale* et ses textes-compagnons de 1937 sont l'occasion pour l'auteur de développer une véritable théorie de l'investissement, centrée sur le concept d'efficacité marginale du capital. Ce concept est l'un des principaux éléments de la révolution keynésienne contre le (néo)classicisme, en ce qu'il conteste l'idée que le niveau d'investissement dépend *uniquement* de considérations technologiques et techniques – comme le sous-entend le concept concurrent de productivité marginale du capital employé par les économistes classiques. Il ne s'agit pas de nier que ces considérations entrent en jeu dans la décisions des entrepreneurs, puisque l'un des déterminants de l'EMC, le coût de production des facteurs, est majoritairement affecté par le progrès technique. L'argument de Keynes se situe ailleurs : les décisions des investisseurs se fondent d'abord sur les anticipations qu'ils ont du rendement de la pièce de capital dont ils envisagent l'acquisition. Etant donné que la durée de vie du capital en question s'étale sur de nombreuses années, ces anticipations portent nécessairement sur un avenir lointain et par conséquent très incertain. Or, puisque l'état des anticipations à long terme est de nature conventionnelle, tout élément menaçant cette convention est à même de générer des fluctuations, parfois importantes, dans le volume de l'investissement – qu'il s'agisse de la spéculation de certains investisseurs financiers professionnels ou des aléas des esprits animaux des entrepreneurs.

Si, donc, l'investissement est une préoccupation constante de l'auteur, qui progressivement voit, dans sa faiblesse historique, une menace pour la survie du système capitaliste, il apparaît que dès le départ cette préoccupation porte sur l'instabilité de l'investissement et ses conséquences pour le système économique dans son ensemble. Il y a, à ce titre, une évolution significative dans la pensée de Keynes. Cette instabilité est la conséquence (1) de l'instabilité monétaire (c'est-à-dire de la succession de phases d'inflation et de déflation) dans les écrits de jeunesse ; (2) du progrès technique constant et des vagues d'innovation dans le *Treatise* ; et (3) de l'instabilité des anticipations de long terme des entrepreneurs et investisseurs (professionnels ou individuels) dans la *Théorie Générale*. La cause des fluctuations de l'investissement change donc à chaque étape de la progression intellectuelle de l'auteur, même si un trait est commun à chacune d'elles : les anticipations de profit sont systématiquement au cœur de la mécanique de propagation de la perturbation (exogène ou endogène) au volume de l'investissement global. Dans les écrits de jeunesse, l'inflation conduit à l'existence de profits imprévus, ce qui incite les entrepreneurs à

## 12.1 L'ÉVOLUTION DE LA POSITION DE KEYNES SUR LA QUESTION DES FLUCTUATIONS ET DES CYCLES ÉCONOMIQUES DEPUIS LES ÉCRITS DE JEUNESSE JUSQU'À LA THÉORIE GÉNÉRALE DE L'EMPLOI

---

accroître leur production puisqu'ils prévoient le maintien de la hausse des prix, donc à investir en capital fixe pour augmenter leurs capacités de production. Dans le *Treatise*, les entrepreneurs innovateurs anticipent que la mise en place de nouvelles techniques de production ou l'ouverture de nouveaux marchés (permise par l'arrivée de nouvelles technologies) créent des opportunités de profit d'aubaine, les incitant à investir dans du capital nouveau, soit pour profiter d'un équipement plus performant ou moins coûteux, soit pour lancer un nouveau processus de production et explorer de nouveaux marchés. Enfin, dans la *Théorie Générale*, la prise de décision d'investir (en-dehors de motifs spéculatifs) se fonde sur le rendement escompté de la pièce de capital dont ils envisagent l'acquisition, c'est-à-dire sur les anticipations à long terme de la demande effective qui correspondent elles-mêmes, par convention sociale, à la situation courante de la demande effective, et donc des anticipations de profit de court terme.

L'une des principales difficultés concernant l'approche de Keynes sur la question de l'investissement est son incapacité ou son refus de distinguer entre investissement et placement, ou encore entre investissement *productif* et investissement *financier*. Une justification en est donnée au Chapitre 12 de la *Théorie Générale* : l'émergence de marchés financiers organisés est supposée être le dérivatif auquel le capitalisme moderne a eu recours pour soutenir le volume d'investissement en capital fixe face au déclin de l'esprit d'entreprise et à l'insuffisance de plus en plus caractérisée des esprits animaux à insuffler aux entrepreneurs l'envie de se risquer à mobiliser des ressources dans des projets au résultat hautement incertain. L'investissement financier est alors la contrepartie exacte de l'investissement productif, idée qui est déjà implicitement présente dans les écrits de jeunesse ou dans le *Treatise*, mais où c'est le système bancaire plutôt que le marché des titres qui est placé au centre du mécanisme de conciliation des intérêts des épargnants et des entrepreneurs.

Cela permet de comprendre pourquoi, même dans les écrits de jeunesse où l'investissement est avant tout abordé sous son aspect monétaire et financier, les enjeux industriels et productifs n'en sont pas négligés pour autant. Il est intéressant de noter que la relation entre monnaie, investissement et production (ou emploi) évolue fortement selon la période de la vie de Keynes considérée. Dans les écrits datant d'avant 1929, la monnaie est l'unique cause des fluctuations à la fois des prix, de la production et de l'investissement. Plus précisément, une perturbation dans la sphère monétaire (par exemple une revalorisation des salaires nominaux non justifiée par

## 12.1 L'ÉVOLUTION DE LA POSITION DE KEYNES SUR LA QUESTION DES FLUCTUATIONS ET DES CYCLES ÉCONOMIQUES DEPUIS LES ÉCRITS DE JEUNESSE JUSQU'À LA THÉORIE GÉNÉRALE DE L'EMPLOI

une augmentation de la productivité du travail) génère une hausse soudaine des prix et un profit inattendu pour les entrepreneurs ; si ceux-ci sont suffisamment optimistes pour prévoir la poursuite de cette hausse dans un proche avenir, alors ils en viennent à accroître simultanément leur production (pour épuiser toutes les opportunités de profit) et leur investissement en capital fixe (d'abord pour profiter de la baisse du coût réel de son financement, puis en réponse à l'épuisement progressif des capacités excédentaires de production des firmes). Dans le *Treatise* et les écrits de 1929–1932, l'enchaînement logique est différent : les fluctuations de prix résultent soit d'une perturbation monétaire, soit d'un accroissement du volume de l'investissement par rapport à l'épargne dû à une innovation technologique ; ces deux types de perturbations peuvent se produire indépendamment l'un de l'autre, même si l'auteur insiste sur le fait que le lien entre fluctuations de l'investissement et fluctuations des prix est intermédié par le crédit bancaire. Dans le cas d'une perturbation monétaire, il n'y a pas de réelle modification du niveau de production et d'emploi, puisque l'ajustement se fait essentiellement par le passage d'un niveau d'équilibre des prix à un niveau d'équilibre supérieur ou inférieur ; dans le cas d'une perturbation technologique, il peut se produire une fluctuation de la production simultanément à celle des prix, ce qui constituerait l'explication des cycles économiques. Durant cette période, Keynes hésite donc encore entre l'explication traditionnellement néoclassique des fluctuations (à savoir qu'il s'agit de phénomènes purement monétaires) et l'explication plus « hétérodoxe » en termes réels, sous l'influence notamment de « Tugan-Baranovski, Hull, Spiethoff and Schumpeter » (Keynes, 1930d, p. 89). Son choix en faveur de la seconde approche est définitivement acté dans la *Théorie Générale*, où la monnaie n'est plus du tout considérée comme une cause de fluctuations (du moins pas de fluctuations cycliques). Dans cet ouvrage, ce sont les fluctuations de l'investissement qui déterminent les fluctuations de la production et de l'emploi qui, à leur tour, expliquent l'essentiel des fluctuations des prix, des salaires et de la quantité de monnaie en circulation. Selon nous, ce renversement de la causalité est probablement le plus symptomatique de l'opposition déclarée de l'auteur aux économistes classiques, et permet de situer les débuts de la révolution keynésienne aux Chapitres « digressifs » du *Treatise* portant sur les causes et caractéristiques des fluctuations du taux d'investissement en capital (et ce, en dépit du fait que lesdits Chapitres soient en partie inspirés des travaux d'autres auteurs).

Dès lors, nous pouvons répondre à la première question de recherche que nous

## 12.1 L'ÉVOLUTION DE LA POSITION DE KEYNES SUR LA QUESTION DES FLUCTUATIONS ET DES CYCLES ÉCONOMIQUES DEPUIS LES ÉCRITS DE JEUNESSE JUSQU'À LA THÉORIE GÉNÉRALE DE L'EMPLOI

avons définie en introduction, à savoir si la problématique des fluctuations et cycles économiques est un aspect secondaire de la pensée de Keynes. Si à aucun moment de sa carrière d'économiste, l'auteur n'a consacré un de ses écrits *spécifiquement* à cette problématique, celle-ci est présente à chacune des principales étapes de son évolution intellectuelle. Il ne s'agit au départ que d'étudier les fluctuations de la quantité de monnaie et celles, consécutives, des prix ; mais, dès le *Treatise* l'attention est en partie déplacée sur les fluctuations de l'investissement, qui deviennent centrales dans la *Théorie Générale*, dans le cadre de la compréhension des causes du chômage involontaire (sur un plan théorique) et de la dépression des années 1930 (sur un plan empirique).

A nos seconde et troisième interrogations, qui concernent le traitement – ou plutôt la quasi absence de traitement – par la littérature secondaire de la conception keynésienne des cycles et fluctuations, il nous est possible de donner trois réponses différentes en fonction de la période de la vie de l'auteur considérée. Concernant les écrits de jeunesse, l'essentiel des occurrences relatives aux fluctuations se situe dans le *Tract*, où elles sont concentrées dans le Chapitre 3 théorique dans lequel Keynes développe une version alternative de la théorie quantitative de la monnaie. Si l'équation quantitative qu'il y propose fait preuve d'originalité (dans la mesure où elle se distingue de celle de Fisher par son approche immédiatement agrégée et par l'autonomie de décision accordée à la politique du crédit des banques privées), cela est moins le cas de la dynamique des prix qui ne diffère pas assez de la conception marshallienne de la théorie quantitative, malgré une plus grande focalisation sur le rôle de la vitesse de circulation et des pratiques de régulation monétaire de la banque centrale. En ce qui concerne le *Treatise*, comme nous l'avons déjà indiqué, l'hésitation de l'auteur entre une approche purement monétaire et une approche purement « réelle » des cycles le conduit à proposer une forme de synthèse incarnée par le concept de cycle du crédit. Cependant, le fait (1) que l'analyse macroéconomique qui y est conduite repose sur un modèle simple composé uniquement d'identités comptables, (2) que l'analyse des fluctuations de l'investissement en capital fixe est empruntée à des auteurs comme Schumpeter, et (3) que la théorie du cycle du crédit est incapable d'expliquer le boom des années 1920 et surtout la dépression des années 1930, a contribué à la disparition de ce concept dans la littérature keynésienne ultérieure. Enfin, nous attribuons la négligence pour le Chapitre 22 de la *Théorie Générale* au fait que la révolution keynésienne a très rapidement (dès 1937) été ré-

## 12.1 L'ÉVOLUTION DE LA POSITION DE KEYNES SUR LA QUESTION DES FLUCTUATIONS ET DES CYCLES ÉCONOMIQUES DEPUIS LES ÉCRITS DE JEUNESSE JUSQU'À LA THÉORIE GÉNÉRALE DE L'EMPLOI

---

duite aux concepts et mécaniques de la théorie statique de l'équilibre de sous-emploi, plus facilement conciliable avec le cadre analytique néoclassique et, surtout, plus aisément modélisable – ce qui a facilité sa diffusion, surtout à travers le modèle IS-LM de Hicks. L'idée que Keynes était uniquement préoccupé par le (très) court terme et par le problème du chômage involontaire s'est alors progressivement implantée.

Enfin, en discutant de la modification du lien de causalité entre monnaie, investissement et activité économique en général, nous avons déjà partiellement répondu à notre quatrième et dernière question de recherche relative à l'évolution de la conception des fluctuations et cycles économiques chez Keynes depuis les années 1910 jusqu'à la fin des années 1930. Il nous faut toutefois ajouter deux considérations supplémentaires.

Premièrement, il existe deux constantes dans le traitement de la question des fluctuations : le rôle plus ou moins central de l'investissement, bien sûr, mais aussi la conviction que d'une manière ou d'une autre les fluctuations de court terme (qu'il s'agisse de la monnaie, des prix, de l'investissement, de la production ou de l'emploi) sont nécessairement néfastes pour le système économique. Jusqu'en 1932, il est répété à de nombreuses reprises dans les écrits de l'auteur que le chômage est dû, non pas à des dysfonctionnements sur le marché du travail, mais à l'existence d'une instabilité des variables fondamentales de l'économie, notamment de la valeur de la monnaie menacée par la succession de périodes d'inflation et de déflation souvent très prononcées. D'une certaine manière, il est possible de penser que l'intuition du chômage involontaire, dont le concept n'apparaît que dans la *Théorie Générale*, est en fait présente depuis les écrits de jeunesse, si l'on considère que le lien entre chômage et instabilité des prix passe par les anticipations des entrepreneurs : en présence d'une telle instabilité, ces derniers sont incertains quant à l'évolution future de leurs profits et du coût réel de leur investissement, puisqu'une baisse inattendue des prix leur serait défavorable sur ces deux aspects simultanément ; ils ne sont donc pas enclins à prendre trop de risques, et notamment à engager toute la main-d'œuvre disponible sur le marché du travail, même à un taux de rémunération plus faible.

C'est pourquoi Keynes se fait constamment, y compris dans la *Théorie Générale*, l'avocat de mesures destinées à limiter au maximum les fluctuations de court terme des prix ou de l'investissement. Dans le *Treatise*, il est indiqué que :

[...] the worst of all conceivable systems [...] is one in which the banking system fails to correct periodic divergences, first in one direction and

## 12.1 L'ÉVOLUTION DE LA POSITION DE KEYNES SUR LA QUESTION DES FLUCTUATIONS ET DES CYCLES ÉCONOMIQUES DEPUIS LES ÉCRITS DE JEUNESSE JUSQU'À LA THÉORIE GÉNÉRALE DE L'EMPLOI

---

then in the other, between investment and saving, and where, besides, spontaneous changes in earnings tend upwards, but monetary changes [...] tend downwards, so that, even apart from fluctuations from the side of investment and superimposed to them, we have a chronic necessity for induced changes [in the rate of earnings] sufficient not only to counteract the spontaneous changes but to reverse them. (Keynes, 1930c, p. 153)

Il est donc nécessaire pour le maintien à la fois d'une certaine efficacité économique et d'une équité sociale de mettre en place des politiques monétaires ou budgétaires destinées à lutter activement contre les causes des fluctuations de court terme ou, à défaut, contre leurs effets néfastes. Par exemple, dans son témoignage devant le Macmillan Committee en 1930, l'auteur fixe pour objectif primaire de la Banque d'Angleterre d'éviter « [the] unnecessary short period fluctuations [in domestic industry and trade] » (Keynes, 1930b, p. 180). Il y déclare ne pas être opposé à un système d'indemnisation des chômeurs dans la mesure où il s'agit d'une mesure corrigeant les dommages causés par la dépression économique ; mais il estime également que le financement public destiné à ce système pourrait être avantageusement redirigé vers des programmes plus ambitieux et plus efficaces à moyen terme, comme des politiques de grands travaux et, surtout, un soutien à l'investissement privé en capital – anticipant la proposition d'une socialisation de l'investissement du Chapitre 24 de la *Théorie Générale*.

Deuxièmement, en-dehors des deux constantes que nous venons d'identifier, il existe un point de rupture essentiel entre l'ensemble des écrits du « premier Keynes » (aussi bien les écrits de jeunesse que le *Treatise*) et la *Théorie Générale*, qui est le lien entre les fluctuations de court terme d'une part, et l'existence d'un équilibre ou d'un déséquilibre (partiel ou général) dans l'économie. Depuis les années 1910 jusqu'aux conférences de Chicago en 1931, l'auteur considère que les fluctuations sont toujours provoquées par une perturbation exogène, quelle que soit la forme qu'elle revêt : une variation de la masse monétaire due à une politique laxiste de la banque centrale ou à une forte demande de crédit auprès des banques commerciales, une revalorisation salariale non compensée par une hausse de la productivité du travail, ou encore une vague d'innovations. Dans tous les cas, l'économie est forcée de dévier de sa tendance à long terme, ce que Keynes exprime dans un cours donné à Cambridge en 1910 de la façon suivante : « credit booms and depressions are likely [...] to make the [long run] upward movement [of prices] irregular » (Keynes, 1910b,

## 12.1 L'ÉVOLUTION DE LA POSITION DE KEYNES SUR LA QUESTION DES FLUCTUATIONS ET DES CYCLES ÉCONOMIQUES DEPUIS LES ÉCRITS DE JEUNESSE JUSQU'À LA THÉORIE GÉNÉRALE DE L'EMPLOI

p. 776). Le système ne retrouve son état d'équilibre que lorsque la perturbation initiale a cessé d'exister et que ses effets se sont taris – et à la condition qu'une autre perturbation ne se soit pas produite entre-temps. Dans le *Treatise*, la théorie du cycle du crédit repose de fait sur le principe physique du pendule : un choc provoque un mouvement des variables macroéconomiques dans un sens (par exemple à la hausse) puis, sous l'effet d'une force similaire à la gravité, un mouvement en sens inverse (à la baisse), généralement suivi par un nouveau mouvement à la hausse mais de moindre ampleur, puis un second mouvement à la baisse, et ainsi de suite jusqu'à ce que l'ampleur du mouvement devienne nulle et que le pendule revienne à son état statique d'origine. La conclusion est qu'en l'absence de tels chocs, l'économie serait dans un équilibre statique permanent ou, éventuellement, connaîtrait un rythme de progression stationnaire.

A l'inverse, dans la *Théorie Générale*, les fluctuations économiques s'opèrent systématiquement dans un contexte d'équilibre partiel. Etant donné que le principe de la demande effective stipule qu'à chaque période le niveau de l'emploi et de la production est nécessairement déterminé par le point d'équilibre entre l'offre globale et la demande globale de biens, l'économie est *en permanence* à l'équilibre sur son marché des biens, même si cet équilibre est généralement associé à un déséquilibre sur le marché du travail synonyme de chômage. Le niveau de l'emploi peut donc varier à travers le temps sous l'effet de l'insuffisance plus ou moins importante de la demande effective, c'est-à-dire en fonction de l'écart entre le revenu redistribué par les entrepreneurs aux facteurs de production et les dépenses agrégées de consommation et d'investissement. Le cycle économique est bien un cycle d'équilibre, même si cet équilibre est sous-optimal d'un point de vue instantané comme intertemporel (contrairement aux théories du cycle d'équilibre modernes qui supposent une optimisation intertemporelle des comportements à chaque période). Or, d'après le paradoxe de la pauvreté dans l'abondance, plus l'économie a progressé sur son chemin de croissance « normal » et a donc constitué un stock important de capital, plus la réalisation du plein-emploi devient incertaine, voire impossible : les opportunités d'investissement suffisamment rentables en comparaison du taux d'intérêt se font de plus en plus rares, de sorte que l'investissement repose de plus en plus sur l'optimisme ou le tempérament sanguin des entrepreneurs attirés par le risque, ou sur les stratégies de spéculation des investisseurs court-termistes. Cela fait des fluctuations régulières de l'investissement (et donc de l'emploi) un élément constitutif

## 12.1 L'ÉVOLUTION DE LA POSITION DE KEYNES SUR LA QUESTION DES FLUCTUATIONS ET DES CYCLES ÉCONOMIQUES DEPUIS LES ÉCRITS DE JEUNESSE JUSQU'À LA THÉORIE GÉNÉRALE DE L'EMPLOI

---

des économies développées, et du cycle économique un mal nécessaire du capitalisme moderne.

Il ne faut néanmoins pas en conclure que Keynes finit par adopter une vision fataliste des fluctuations dans la *Théorie Générale*. Bien au contraire, il s'agit pour lui de convaincre ses contemporains partisans d'un laissez-faire absolu, de la légitimité d'une intervention institutionnelle et même étatique dans les affaires économiques du pays. Dans le *Tract*, les propositions de réforme de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre visent précisément à rendre le système bancaire plus apte à gérer les fluctuations de court terme des prix et de la production, afin de stabiliser la quantité totale de la monnaie en circulation et donc sa valeur. De même, l'une des idées maîtresses du témoignage de l'auteur devant le Macmillan Committee est la mise en place de plans de relance par les dépenses gouvernementales, notamment par des grands travaux d'équipement et d'aménagement du territoire (électrification et densification du réseau routier par exemple) destinés à à la fois à fournir des emplois aux chômeurs de longue durée et à restaurer la confiance en l'avenir de la communauté. Enfin dans la *Théorie Générale*, l'appel à la mise en œuvre de politiques monétaires expansionnistes en période de dépression (sauf dans le cas d'une trappe à liquidités), de politiques fiscales redistributives (Keynes, 1936b, p. 372–374) ou d'une « socialisation de l'investissement » – c'est-à-dire d'une coordination publique de l'investissement *privé* en capital, sous la forme de subventions et d'aides par exemple – est justifié par l'absence de retour naturel à un équilibre de plein-emploi ou même plus simplement d'un retour automatique à une phase de croissance suite à une dépression.

Il apparaît ainsi que les commentateurs de Keynes dans l'après-guerre ont principalement retenu de l'auteur ses recommandations d'une intervention active des pouvoirs publics dans les affaires économiques, en négligeant le fait que ces recommandations sont à replacer dans le cadre d'une conception (voire d'une théorie) particulière des fluctuations et des cycles. En réalité, il y a là un véritable paradoxe et une certaine ironie de l'histoire de la pensée économique. Le message que l'auteur voulait véhiculer à travers ses réflexions sur le rôle contra-cyclique des politiques budgétaires et monétaires a été largement entendu par les gouvernements des pays développés dans l'après-guerre : « the right remedy for the trade cycle is not to be found in abolishing booms and thus keeping us permanently in a semi-slump ; but in abolishing slumps and thus keeping permanently in a quasi-boom » (Keynes, 1936b,

p. 322). L'application de ces politiques a en effet été l'un des principaux facteurs de la croissance sans précédent que ces pays ont connu durant les Trente Glorieuses, une croissance non seulement forte mais également relativement stable à travers toute la période. Ce constat a généré la croyance (illusoire) que le problème des cycles et des intenses fluctuations de court terme que le monde avait connu durant l'entre-deux-guerres avait été définitivement résolu, contribuant à un recul – et même à une disparition – de la recherche académique dans le champ de la théorie des cycles, jusqu'au milieu des années 1970. Dans un même mouvement, l'étude de la conception des fluctuations chez Keynes a paru devenir seconde en comparaison de thématiques nouvelles comme la courbe de Phillips, inspirées du modèle keynésien *statique* de l'équilibre de sous-emploi.

## 12.2 La théorie keynésienne des cycles, un programme de recherche encore non achevé

L'histoire de la pensée économique a, entre autres, pour visée d'apporter un approfondissement conceptuel et un éclairage différent aux problèmes actuels – aussi bien théoriques qu'empiriques. Il convient donc de nous interroger sur la possibilité que les considérations de Keynes sur la question des fluctuations et des cycles datant de l'entre-deux-guerres aient une portée contemporaine et puissent être utilisées pour améliorer notre compréhension de ces phénomènes. Comme nous l'avons indiqué aux chapitres 10 et 11, trois voies en ce sens ont été récemment explorées dans la littérature, que nous nous proposons d'examiner à présent, de la plus récente à la plus ancienne.

La première est l'article de Harvey (2002), qui a cherché à modéliser directement le Chapitre 22 de la *Théorie Générale*, à partir d'un système d'équations simples proche de celui employé par les modèles économétriques keynésiens antérieurs aux années 1970. Son objectif est d'utiliser ce modèle pour simuler des fluctuations de l'emploi et de la production qui puissent reproduire les faits stylisés des cycles. La première formalisation proposée, fondée sur une compréhension mécanique de l'EMC (qui ne dépendrait que de considérations techniques et du stock de capital existant), échoue sur ce point en ne parvenant pas à induire une structure cyclique des fluctuations de l'investissement (Harvey, 2002, p. 376–377). La conclusion en

## 12.2 LA THÉORIE KEYNÉSIIENNE DES CYCLES, UN PROGRAMME DE RECHERCHE ENCORE NON ACHEVÉ

---

est que « it is only when the particular way expectations are formed is taken into account that we see a real trade cycle » (Harvey, 2002, p. 377) ; par la suite, l'introduction d'« une EMC spéculative » (*speculative MEC*) inspirée de l'analyse de Keller et Carlson (1982) permet la création d'un schéma cyclique (Harvey, 2002, p. 378–379). L'inconvénient de cette seconde formalisation est qu'elle repose sur un ensemble d'hypothèses difficilement compatibles avec certains aspects clés de la théorie keynésienne, au premier rang desquelles figure l'hypothèse d'un niveau de consommation autonome et celle d'une absence d'investissement public. Il n'est donc guère étonnant que cet article n'ait pas donné lieu à un plus grand intérêt pour le Chapitre 22 parmi les commentateurs de Keynes, considérant le rôle central de la consommation et de l'intervention étatique dans la plupart des développements théoriques, aussi bien chez les Post-Keynésiens que dans la Nouvelle Ecole Keynésienne. Cette première voie de résurgence de la théorie du cycle du commerce nous semble donc improductive.

D'un certain point de vue, les seconde et troisième voies de renouvellement de la théorie keynésienne des cycles prennent le contrepied de celle entreprise par Harvey. Plutôt que de partir de la structure analytique du cycle du Chapitre 22 en imposant des conditions non compatibles avec la théorie keynésienne standard, il s'agit de recourir à l'un des aspects les plus révolutionnaires de la *Théorie Générale* – dans un cas, le comportement occasionnellement erratique (du point de vue de la rationalité calculatoire) des investisseurs sous l'action d'impulsions naturelles et d'humeurs changeantes, et dans l'autre cas, le rôle de la monnaie et des rigidités nominales – en le replaçant dans la structure analytique de la TCR.

La seconde voie a été initiée dans les années 1990 par Howitt et McAfee (1992) et Farmer et Guo (1994), et cherche à concilier la TCR avec le concept d'esprits animaux. Les esprits animaux, expression parfaitement interchangeable avec celles de « taches solaires » ou de « prophéties auto-réalisatrices » dans cette littérature (Farmer et Guo, 1994, p. 43, note 2), apparaissent alors comme un choc exogène sur l'économie et correspondent à une « incertitude extrinsèque ». Contrairement aux modèles canoniques de cycles réels dans lesquels le choc exogène, correspondant à un changement de productivité totale des facteurs (*factors total productivity* ou FTP), produit des fluctuations des variables économiques mais sans que ces variables ne quittent leur sentier de convergence vers l'état stationnaire, un choc d'esprits animaux (*animal spirits shock*) provoque une fluctuation de ces variables

par le passage d'un sentier convergent vers un *autre* sentier convergent, soit supérieur (lorsqu'il s'agit d'un choc d'optimisme), soit inférieur (lorsqu'il s'agit d'un choc de pessimisme). C'est pourquoi ces modèles sont dits d'indétermination réelle, puisque la trajectoire vers l'état stationnaire n'est pas unique et prédéterminée par des conditions initiales, mais infiniment multiple. Pour obtenir un tel effet, les premiers modèles devaient supposer un degré élevé de rendements croissants<sup>1</sup> ou une concurrence monopolistique avec un fort taux de marge appliqué sur les prix<sup>2</sup>, hypothèses peu crédibles aux vues des résultats de travaux économétriques sur ces deux caractéristiques (Basu et Fernald, 1997; Burnside *et al.*, 1995). Par la suite, l'introduction de la monnaie dans les modèles canoniques néoclassiques d'où elle était absente a permis de réduire considérablement le degré de rendements croissants ou le taux de marge nécessaires pour générer de l'indétermination (Auray et Eyquem, 2007), que ce soit par son intégration directe dans la fonction d'utilité des ménages (Farmer et Woodford, 1997) ou dans la fonction de production (Benhabib et Farmer, 2000), ou bien par le recours à un système d'encaisses monétaires préalables dans le programme des consommateurs (Woodford, 1994; Matheny, 1998; Bosi *et al.*, 2007). Ces différents modèles d'indétermination ont connu un relatif succès par leur capacité à reproduire la plupart des faits stylisés des cycles économiques de façon plus probante que les modèles néoclassiques standards, notamment en termes de degrés de volatilité relative et d'auto-corrélation des variables (Schmitt-Grohé, 1997, p. 140).

La troisième voie est celle adoptée à partir des années 1980 par la Nouvelle Economie Keynésienne. Cette dernière vise à introduire des éléments typiquement « keynésiens » – comme le rôle actif de la monnaie ou des imperfections de marché comme les rigidités nominales (Mankiw et Romer, 1991) – dans des modèles de cycles réels fondés sur des hypothèses et comportements typiquement néoclassiques, et ce, sans nécessairement faire référence aux phénomènes d'indétermination réelle des modèles à équilibres multiples. Ces modèles ne retiennent donc de Keynes pas tant le rôle des anticipations des investisseurs que celui de la préférence pour la liquidité des agents. Ils s'inscrivent en réalité dans la continuité des travaux de la synthèse néoclassique des Trente Glorieuses, comme le prouve leur recours régulier

---

1. Dans l'article de Farmer et Guo (1994), un degré de 60% environ de croissance des rendements est nécessaire pour générer une indétermination réelle (Auray et Eyquem, 2007, p. 8, note 1).

2. Le taux de marge nécessaire pour créer une indétermination réelle est d'environ 100% dans le modèle de Galí (1994), par exemple (Auray et Eyquem, 2007, p. 8, note 1).

## 12.2 LA THÉORIE KEYNÉSIIENNE DES CYCLES, UN PROGRAMME DE RECHERCHE ENCORE NON ACHEVÉ

---

à une nouvelle courbe de Phillips (Clarida *et al.*, 1999; Blanchard et Gali, 2007, entre autres), dite « nouvelle-keynésienne » (*New Keynesian Phillips Curve*), qui, comme la courbe de Phillips augmentée des anticipations élaborée par Friedman (1968), prédit que l'inflation est capable de réduire transitoirement le chômage mais ne peut pas améliorer la situation de l'emploi de façon permanente. Ces modèles ont connu un succès plus important encore que ceux d'indétermination réelle, aussi bien dans le milieu académique que dans celui des institutions et organisations mondiales, lesquelles ont adopté ces modèles comme bases théoriques *et* empiriques pour l'élaboration et l'évaluation des politiques économiques, au point de constituer une « nouvelle synthèse néoclassique », censée représenter un compromis entre les positions de l'orthodoxie classique et celles du keynésianisme. Le fait est que même les modèles d'indétermination réelle, au départ strictement néoclassiques, tant dans leurs hypothèses que dans leur cadre formel ou leur approche des phénomènes cycliques, intègrent désormais l'essentiel des caractéristiques des modèles de la Nouvelle Economie Keynésienne.

Peut-on néanmoins considérer ces deux voies de renouvellement de la théorie keynésienne des cycles comme véritablement « keynésiennes » ? Si l'on entend par « keynésien » une certaine fidélité aux *principes* et à la *philosophie* qui sous-tendent la *Théorie Générale*, la réponse serait probablement positive. L'intérêt particulier pour la dimension monétaire de l'activité économique démontré par ces modèles est tout à fait conforme aux préoccupations de Keynes, aussi bien dans cet ouvrage que dans les précédents, puisqu'il a passé l'essentiel de sa vie à perfectionner le fonctionnement des systèmes monétaires britannique et international, comme le prouve d'ailleurs sa participation active à la Conférence de Bretton Woods en 1944, deux années seulement avant sa mort. En revanche, si l'on entend par « keynésien » une certaine fidélité aux *écrits* et à la *pensée* de Keynes, alors la réponse à notre interrogation est négative. Le principal point d'achoppement se situe sans doute dans la conception des anticipations sur laquelle reposent respectivement la *Théorie Générale* et les modèles contemporains de cycles réels. Ces derniers se fondent sur l'hypothèse d'anticipations rationnelles introduite par Muth (1961) et popularisée par la Nouvelle Ecole Classique. L'économie y est représentée comme un monde probabiliste, où les agents utilisent toutes les informations dont ils disposent pour former leurs prévisions de l'évolution future des variables. Il s'agit d'une structure d'anticipations adaptée à une économie du *risque* et non une économie de l'incertain, pour

reprendre la distinction initiée par Knight (1921). Or, Keynes a fortement insisté (Keynes, 1937c, p. 113 par exemple) sur le fait que sa Théorie Générale de l'Emploi s'inscrivait dans un contexte d'incertitude, ce qui explique que les anticipations des agents ne sauraient être « rationnelles » au sens où nous l'entendons désormais en macroéconomie, à savoir que les agents sont capables d'utiliser toute l'information disponible pour former leurs anticipations, de sorte qu'il n'y a pas d'erreur d'anticipation en moyenne. Les anticipations des agents sont au contraire guidées aussi bien par les informations du présent que par celles du passé, aussi bien par les aspirations de satisfaction à court terme que par les craintes d'un avenir qu'il est impossible de connaître, aussi bien par le calcul – quand cela s'avère possible – que par l'instinct – quand cela s'avère nécessaire.





# Annexes



## Annexe A

### Classification des types de fluctuations de prix dans le *Treatise on Money*

Type de fluctuations	Définition	Nature de la perturbation initiale	
Changements dus à des facteurs monétaires (Type I)	IA	Perturbation monétaire standard	
	IB	Vagues d'optimisme et de pessimisme dans les anticipations des investisseurs	
	IC	IC.1	Évolution à long terme des habitudes et comportements monétaires des consommateurs (effet de cliquet à court terme)
		IC.2	Évolution à moyen ou long terme du type de biens produits dans l'économie

Type de fluctuations	Définition	Nature de la perturbation initiale
Changements dus à des facteurs d'investissement (Type II)	IIA « A change in the market rate, resulting from altered conditions in the loan market due to a change in monetary factors, uncompensated by a change in the natural rate. »	Conséquence d'un changement de type I
	IIB « A change in the natural rate, occasioned by a change in the attractiveness of investment or in that of savings, uncompensated by a change in the market rate. »	Innovation technologique sous certaines conditions d'ordre monétaire
	IIC « A change in the market rate, occasioned by the necessity of maintaining equilibrium between the rate of foreign lending and the foreign balance, uncompensated by a change in the natural rate. »	Conséquence d'un changement de type IIA ou IIB, ou perturbation exogène (exogène)

Type de fluctuations	Définition	Nature de la perturbation initiale
Changements dus à des facteurs industriels (Type III)	<p>III A</p> <p>« A change in the quantity of money demanded by entrepreneurs for the industrial circulation due to a change—away from the secular trend which we have already allowed in our hypothetical conditions of equilibrium—in the volume of current output or to a change in its cost of production, due [...] to an ‘induced’ [...] change in the rate of earnings. »</p>	Conséquence d'un changement de type I ou II
	<p>III B</p> <p>« A change in the quantity of money demanded by entrepreneurs for the industrial circulation due to a change—away from the secular trend which we have already allowed in our hypothetical conditions of equilibrium—in the volume of current output or to a change in its cost of production, due [...] to a ‘spontaneous’ change in the rate of earnings. »</p>	Altération du pouvoir de négociation des facteurs de production dans la détermination de leur taux de rémunération

## Annexe B

### Comparaison des terminologies du *Treatise on Money* et de la *Théorie Générale*

	<i>Treatise on Money</i>	<i>Théorie Générale</i>
Capital circulant ( <i>working capital</i> )	« Goods in process, i.e. in course of preparation by cultivation or manufacture for use or consumption, or in transport, or with merchants, dealers and retailers, or awaiting the rotation of the seasons » (Keynes, 1930c, p. 115).	Définition identique à celle du <i>Treatise on Money</i> .
Capital fixe ( <i>fixed capital</i> )	« Goods in use, which are only capable of giving up gradually their full yield of use or enjoyment » (Keynes, 1930c, p. 115).	Définition identique à celle du <i>Treatise on Money</i> .

ANNEXE B

---

	<i>Treatise on Money</i>	<i>Théorie Générale</i>
Capital liquide ( <i>liquid capital</i> )	« Goods in stock, which are yielding nothing but are capable of being used or consumed at any time » (Keynes, 1930c, p. 116).	Définition identique à celle du <i>Treatise on Money</i> .
Epargne ( <i>saving</i> )	« The sum of the differences between the money incomes of individuals and their money expenditure on current consumption » (Keynes, 1930c, p. 133).	« The excess of income over expenditure on consumption » (Keynes, 1936b, p. 61).
Investissement courant ( <i>investment</i> )	« The act of the entrepreneur whose function it is to make the decisions which determine the non-available output, [...] and the positive act of starting or maintaining some process of production or of withholding liquid goods » (Keynes, 1930c, p. 155)	« The current addition to the value of the capital equipment which has resulted from the productive activity of the period » (Keynes, 1936b, p. 62).
Investissement net ( <i>net investment</i> ) ou taux d'investissement ( <i>rate of investment</i> )	« The net increment during a period of time of the capital of the community » (Keynes, 1930c, p. 114)	« The net addition to capital equipment, after allowing for normal impairment in the value of capital apart from it being used and apart from windfall changes in the value of the equipment chargeable to capital account » (Keynes, 1936b, p. 63).

ANNEXE B

---

<p>Produit ou production (<i>output</i>)</p>	<p>Quantité physique de biens et services produits par les firmes domestiques.</p> <p>On distingue :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– le produit disponible (<i>available or liquid output</i>) : « the flow of liquid goods and services which are in a form available for immediate consumption » (Keynes, 1930c, p. 114) ;</li> <li>– le produit indisponible (<i>non-available output</i>) : « the net flow of increments to capital goods and to loan capital which are not in a form available for consumption » (Keynes, 1930c, p. 114).</li> </ul>	<p>Equivalent en termes physiques du revenu monétaire de la communauté (Keynes, 1936b, p. 38, 48).</p>
<p>Profits</p>	<p>Différence entre la rémunération effective des entrepreneurs et leur rémunération normale.</p>	<p>Aucune définition précise.</p>

	<i>Treatise on Money</i>	<i>Théorie Générale</i>
Revenu ( <i>income</i> )	Composé essentiellement des salaires et rémunération du travail, de la rémunération normale des entrepreneurs, de l'intérêt sur le capital, et de la rente et des profits de monopole (Keynes, 1930c, p. 111).	« Equal to the value of current output » (Keynes, 1936b, p. 63), c'est-à-dire à la somme des dépenses courantes de consommation et d'investissement. Egalement nommé revenu monétaire de la communauté.
Revenu ou rémunération des entrepreneurs	On distingue : <ul style="list-style-type: none"> <li>– la rémunération effective des entrepreneurs : différence entre les recettes de la vente du produit et les coûts de production ;</li> <li>– la rémunération normale des entrepreneurs : « that rate of remuneration which, if they [the entrepreneurs] were open to make new bargains with all the factors of production at the currently prevailing rates of earnings, would leave them under no motive either to increase or to decrease their scales of operations » (Keynes, 1930c, p. 112).</li> </ul>	« The excess of the value of his [the entrepreneur's] finished output sold during the period over his prime cost » (Keynes, 1936b, p. 53). Le coût premier ( <i>prime cost</i> ) est la somme du coût de facteur ( <i>factor cost</i> ) et du coût d'usage ( <i>user cost</i> ) : « the amount paid out by the entrepreneur in return for their services [...], we will call the <i>factor cost</i> » ; « [the] quantity [...] which measures the sacrifice of [capital] value involved in the production [is called] the <i>user cost</i> » (Keynes, 1936b, p. 53)





# Bibliographie

- AKERLOF, G. A. et SHILLER, R. J. (2009). *Animal Spirits : How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press, Princeton (N. J.).
- AMADEO, E. J. et DUTT, A. K. (1994). The Wicksell-Keynes Connection : Dynamic Analysis, Loanable Funds, and Wage Flexibility. *Australian Economic Papers*, 33(63):253–271.
- AURAY, S. et EYQUEM, A. (2007). Taches solaires, indétermination et modèles monétaires : un survol de la littérature. Note.
- AZARIADIS, C. (1981). Self Fulfilling Prophecies. *Journal of Economic Theory*, 25(3):380–396.
- AZARIADIS, C. et GUESNERIE, R. (1986). Sunspots and Cycles. *Review of Economic Studies*, 53(176):725–737.
- BASU, S. et FERNALD, J. G. (1997). Returns to Scale in U.S. Production : Estimates and Implications. *Journal of Political Economy*, 105(2):249–283.
- BATEMAN, B. W. (1987). Keynes’s changing conception of probability. *Economics and Philosophy*, 3(1):97–119.
- BENHABIB, J. et FARMER, R. E. A. (1994). Indeterminacy and Increasing Returns. *Journal of Economic Theory*, 63(1):19–41.
- BENHABIB, J. et FARMER, R. E. A. (2000). The Monetary Transmission. *Review of Economic Dynamics*, 3(3):523–550.

## BIBLIOGRAPHIE

---

- BÉRAUD, A. (2011). La place de la notion de chômage involontaire dans la théorie keynésienne de l'emploi. *In* LAVIALLE, C., éditeur : *Repenser le travail et ses régulations*, pages 277–290. Presses Universitaires François Rabelais, Tours.
- BIRCH, T. D. (1985). Marshall and Keynes Revisited. *Journal of Economic Issues*, 19(1):194–200.
- BLANCHARD, O. et GALI, J. (2007). Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(s1):35–65.
- BOIANOVSKY, M. (1995). Wicksell's Business Cycle. *European Journal of the History of Economic Thought*, 2(2):375–411.
- BOSI, S., DUFOURT, F. et MAGRIS, F. (2007). Animal Spirits in Cash-in-Advance Economies. *Recherches Economiques de Louvain*, 73(2):131–151.
- BOUNIATIAN, M. (1922). *Les crises économiques. Essai de morphologie et théorie des crises économiques périodiques et de théorie de la conjoncture économique*. Giard, Paris.
- BRIDEL, P. (1987). *Cambridge monetary thought : Development of saving-investment analysis from Marshall to Keynes*. St. Martin's Press, New York.
- BURNSIDE, C., EICHENBAUM, M. et REBELO, S. T. (1995). Capacity Utilization and Returns to Scale. *In* BERNANKE, S. et ROTEMBERG, J. J., éditeurs : *NBER Macroeconomics Annual*. MIT Press, Cambridge (Mass.).
- CARABELLI, A. M. (1988). *On Keynes's method*. Macmillan, Londres.
- CARABELLI, A. M. (1998). Keynes on probability, uncertainty and tragic choices. *Cahiers d'économie politique*, (30–31):187–226.
- CASAROSA, C. (1981). The microfoundations of Keynes' aggregate supply and expected demand analysis. *The Economic Journal*, 91(361):188–194.
- CASAROSA, C. (1984). The microfoundations of Keynes' aggregate supply and expected demand analysis : a reply. *The Economic Journal*, 94(376):941–945.
- CASS, D. et SHELL, C. (1983). Do Sunspots Matter ? *Journal of Political Economy*, 91(2):193–227.

## BIBLIOGRAPHIE

---

- CHAMBERS, D. et DIMSON, E. (2012). Keynes the Stock Market Investor. Document de travail non publié (Cambridge Judge Business School).
- CLARIDA, R., GALÌ, J. et MARK, G. (1999). The Science of Monetary Policy : A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*, 37:1661–1707.
- CLOWER, R. W. (1995). *Keynes' General Theory : The Marshall Connection*, pages 284–298. Edgar, Aldershot (Royaume-Uni).
- COTTRELL, A. et LAWLOR, M. S. (1994). "Natural Rate" Mutations : Keynes, Leijonhufvud and the Wicksell Connection. *History of Political Economy*, 23(4): 625–643.
- DAL-PONT LEGRAND, M. et HAGEMANN, H. (2010). Théories réelles versus monétaires des cycles d'équilibres. *Revue française d'économie*, 24(4):189–229.
- DARITY, W. A. J. et HORN, B. L. (1983). Involuntary Unemployment Reconsidered. *Southern Economic Journal*, 49(3):717–733.
- DARITY JR., W. (1988). Cambridge monetary thought : development of saving-investment analysis from Marshall to Keynes. *History of Political Economy*, 20(4): 690–694.
- DAVIDSON, P. (1991). Is Probability Theory Relevant for Uncertainty? A Post Keynesian Perspective. *Journal of Economic Perspectives*, 5(1):129–143.
- DEJONG, F. J. (1954). Supply Functions in Keynesian Economics. *Economic Journal*, 64(253):3–24.
- DIMAND, R. W. (1986). The Macroeconomics of the *Treatise on Money*. *Eastern Economic Journal*, 12(4):431–441.
- DIMAND, R. W. (1988). *The origins of the Keynesian revolution : the development of Keynes' theory of employment and output*. Elgar, Hants (Royaume-Uni).
- DIMAND, R. W. (1995). Irving Fisher, J. M. Keynes, and the Transition to Modern Macroeconomics. *History of Political Economy*, 27(4):247–266.
- DOS SANTOS FERREIRA, R. (2000). Keynes et le développement de la théorie de l'emploi dans une économie monétaire. In BÉRAUD, A. et FACCARELLO, G.,

## BIBLIOGRAPHIE

---

- éditeurs : *Nouvelle Histoire de la Pensée Economique*, volume 3, chapitre XXXIV, pages 236–293. La Découverte, Paris.
- DOSTALER, G. (2005). *Keynes et ses combats*. Albin Michel, Paris.
- DUESENBERY, J. S. (1949). *Saving and the Theory of Consumer Behavior*. Harvard University Press, Cambridge (Mass.).
- ERTÜRK, K. A. (1998). From the *Treatise* to the *General Theory* : The Transformation of Keynes's Theory of Investment in Working Capital. *Cambridge Journal of Economics*, 22(2):173–185.
- FARMER, R. E. A. (1993). *The Macroeconomics of Self-Fulfilling Prophecies*. MIT Press, Cambridge (Mass.).
- FARMER, R. E. A. et GUO, J.-T. (1994). Real Business Cycles and the Animal Spirits Hypothesis. *Journal of Economic Theory*, 63(1):42–72.
- FARMER, R. E. A. et WOODFORD, M. (1997). Self-Fulfilling Prophecies and the Business Cycle. *Macroeconomic Dynamics*, 1(4):740–769.
- FESTSCHRIFT FÜR ARTHUR SPIETHOFF (1933). *Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung*. Duncker & Humblot, Munich.
- FISHER, I. et BROWN, H. G. (1911). *The Purchasing Power of Money : Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*. Macmillan, New York.
- FRIEDMAN, M. (1968). The role of monetary policy. *American Economic Review*, 68(1):1–17.
- FRIEDMAN, M. (1997). John Maynard Keynes. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 83(2):1–23.
- GALÌ, J. (1994). Monopolistic competition, business cycles, and the composition of aggregate demand. *Journal of Economic Theory*, 63(1):73–96.
- GERRARD, B. (1992). *From a Treatise on Probability to the General Theory : Continuity or change in Keynes's thought*, pages 80–95. Elgar, Aldershot (Royaume-Uni) et Brookfield (Etats-Unis).

## BIBLIOGRAPHIE

---

- GOODSPEED, T. B. (2012). *Rethinking the Keynesian Revolution : Keynes, Hayek, and the Wicksell Connection*. Oxford University Press, New York.
- GROENEWEGEN, P. (1995). Keynes and Marshall : Methodology, Society and Politics. *History of Political Economy*, 27(4):129–155.
- GROENEWEGEN, P. (1996). Marshall and Keynes : A Survey of Some Recent Literature. *History of Economic Reviews*, (25):115–118.
- HANIN, F. (2003). La place du *Treatise on Money* dans l'œuvre de Keynes : une théorie de l'instabilité. *L'Actualité économique*, 79(1–2):71–86.
- HARVEY, J. T. (2002). Keynes' Chapter 22 : A System Dynamics Model. *Journal of Economic Issues*, 36(2):373–381.
- HAYES, M. G. (2007). The Point of Effective Demand. *Review of Political Economy*, 19(1):55–80.
- HENRY, G. M. (1997). *Keynes*. Armand Colin, Paris.
- HICKS, J. (1937). Mr. Keynes and the "Classics" : A Suggested Interpretation. *Econometrica*, 5:147–159.
- HIRAI, T. (2007). How did Keynes transform his theory from the *Tract* into the *Treatise*? Considerations through primary material. *European Journal of the History of Economic Thought*, 14(2):325–348.
- HOBSON, J. A. (1922). *The Economics of Unemployment*. George Allen & Unwin, Londres.
- HOWITT, P. et MCAFEE, R. P. (1992). Animal Spirits. *American Economic Review*, 82(3):493–507.
- JENSEN, H. E. (1983). J.M. Keynes as a Marshallian. *Journal of Economic Issues*, 17(1):67–94.
- JENSEN, H. E. (1985). Marshall Revisited : A Reply. *Journal of Economic Issues*, 19(4):967–974.
- JEVONS, W. S. (1878). Commercial crises and sun-spots. *Nature*, 19(472):33–37.

## BIBLIOGRAPHIE

---

- KAHN, R. F. (1931). The relation of home investment to unemployment. *The Economic Journal*, 41(162):173–198.
- KAHN, R. F. (1984). *The Making of Keynes' General Theory*. Cambridge University Press, New York.
- KELLER, R. R. et CARLSON, J. L. (1982). A neglected chapter in Keynes' General Theory. *Journal of Post Keynesian Economics*, 4(3):404–412.
- KEYNES, J. M. (1910a). Lectures on the Principles of Economics : Elementary Lectures on Money. In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *Economic Articles and Correspondence : Investment and Editorial*, volume XII de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, pages 690–722. Macmillan, Londres, 1983 édition.
- KEYNES, J. M. (1910b). Lectures on the Theory of Money. In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *Economic Articles and Correspondence : Investment and Editorial*, volume XII de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, pages 722–783. Macmillan, Londres, 1983 édition.
- KEYNES, J. M. (1911). Revue de *The Purchasing Power of Money* de I. Fisher. Publication originale dans *The Economic Journal*. In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *Economic Articles and Correspondence : Academic*, volume XI de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, pages 375–381. Macmillan, Londres, 1983 édition.
- KEYNES, J. M. (1913). *Indian Currency and Finance*, volume I de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres.
- KEYNES, J. M. (1921). *A Treatise on Probability*, volume VIII de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres.
- KEYNES, J. M. (1923). *A Tract on Monetary Reform*, volume IV de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres, 1971 édition.
- KEYNES, J. M. (1924). A Comment on Professor Cannan's Article. Publication originale dans *The Economic Journal*. In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *Economic Articles and Correspondence : Academic*, volume XI de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, pages 415–419. Macmillan, Londres, 1983 édition.

## BIBLIOGRAPHIE

---

- KEYNES, J. M. (1925). The Economic Consequences of Mr. Churchill. In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *Essays in Persuasion*, volume IX de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, chapitre 5 de la partie III, pages 207–232. Macmillan, Londres, 1972 édition.
- KEYNES, J. M. (1929a). Can Lloyd George Do It ? In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *Essays in Persuasion*, volume IX de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, chapitre 2 de la partie II, pages 86–125. Macmillan, Londres, 1972 édition.
- KEYNES, J. M. (1929b). The Economic Chaos in Europe. Publication originale dans *Harmsworth's Universal History of the World* (1929). In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *Economic Articles and Correspondence : Academic*, volume XI de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, pages 350–366. Macmillan, Londres, 1983 édition.
- KEYNES, J. M. (1930a). Memorandum by Mr J. M. Keynes to the Committee of Economists of the Economic Advisory Council. In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *The General Theory and After. Part I : Preparation*, volume XIII de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, pages 178–200. Macmillan, Londres, 1973 édition.
- KEYNES, J. M. (1930b). The Macmillan Committe. In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *Activities 1929-1931 : Rethinking Employment and Unemployment Policies*, volume XX de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, chapitre 2, pages 38–311. Macmillan, Londres, 1981 édition.
- KEYNES, J. M. (1930c). *A Treatise on Money. 1. The Pure Theory of Money*, volume V de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres, 1971 édition.
- KEYNES, J. M. (1930d). *A Treatise on Money. 2. The Applied Theory of Money*, volume VI de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres, 1971 édition.
- KEYNES, J. M. (1931a). An Economic Analysis of Unemployment. Publication originale dans Keynes, J. M., Pribram, K. et Phelan, E. J. (1931), *Unemployment as a World Problem*. In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *The General Theory and After*.

## BIBLIOGRAPHIE

---

- Part I : Preparation*, volume XIII de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, pages 343–367. Macmillan, Londres, 1973 édition.
- KEYNES, J. M. (1931b). « Credit Control ». Publication originale dans Seligman, E. R. A. et Saunders, A. (1931), *The Encyclopaedia of the Social Sciences*. In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *Economic Articles and Correspondence : Academic*, volume XI de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, pages 420–427. Macmillan, Londres, 1983 édition.
- KEYNES, J. M. (1931c). *Essays in Persuasion*, volume IX de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres, 1972 édition.
- KEYNES, J. M. (1933). A Monetary Theory of Production. Publication originale dans Festschrift für Arthur Spiethoff (1933), *Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung*. In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *The General Theory and After. Part I : Preparation*, volume XIII de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, pages 408–411. Macmillan, Londres, 1973 édition.
- KEYNES, J. M. (1934). Poverty in plenty. Is the economic system self-adjusting? Publication originale dans *The Listener* daté du 21 novembre 1934. In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *The General Theory and After. Part I : Preparation*, volume XIII de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, pages 485–492. Macmillan, Londres, 1973 édition.
- KEYNES, J. M. (1936a). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Palgrave Macmillan, New York, 2007 édition.
- KEYNES, J. M. (1936b). *The General Theory of Employment, Interest and Money*, volume VII de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres, 1973 édition.
- KEYNES, J. M. (1936c). *La Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie*. Éditions Payot, Paris, 2005 édition.
- KEYNES, J. M. (1937a). Some Economic Consequences of a Declining Population. Publication originale dans *The Eugenics Review*. In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *The General Theory and After. Part II : Defence and development*, volume XIV de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, pages 124–133. Macmillan, Londres, 1973 édition.

## BIBLIOGRAPHIE

---

- KEYNES, J. M. (1937b). The 'Ex Ante' Theory of the Rate of Interest. Publication originale dans *The Economic Journal*. In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *The General Theory and After. Part II : Defence and development*, volume XIV de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, pages 215–223. Macmillan, Londres, 1973 édition.
- KEYNES, J. M. (1937c). The General Theory of Employment. Publication originale dans *The Quarterly Journal of Economics*. In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *The General Theory and After. Part II : Defence and development*, volume XIV de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, pages 109–123. Macmillan, Londres, 1973 édition.
- KEYNES, J. M. (1937d). The Theory of the Rate of Interest. Publication originale dans *The Lessons of Monetary Experience : Essays in Honour of Irving Fisher*. In MOGGRIDGE, D. E., éditeur : *The General Theory and After. Part II : Defence and development*, volume XIV de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, pages 101–108. Macmillan, Londres, 1973 édition.
- KEYNES, J. M. (1973a). *The General Theory and After. Part I : Preparation*, volume XIII de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres.
- KEYNES, J. M. (1973b). *The General Theory and After. Part II : Defence and development*, volume XIV de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres.
- KEYNES, J. M. (1979). *The General Theory and After. A Supplement*, volume XXIX de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres.
- KEYNES, J. M. (1981). *Activities 1929-1931 : Rethinking Employment and Unemployment Policies*, volume XX de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres.
- KEYNES, J. M. (1983a). *Economic Articles and Correspondence : Academic*, volume XI de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres.
- KEYNES, J. M. (1983b). *Economic Articles and Correspondence : Investment and Editorial*, volume XII de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Macmillan, Londres.

## BIBLIOGRAPHIE

---

- KING, J. (1994). Aggregate supply and demand analysis since Keynes : a partial history. *Journal of Post Keynesian Economics*, 17(1):3–31.
- KING, R., PLOSSER, C. et REBELO, S. T. (1988). Production, growth and business cycles : 1. the basic neoclassical model. *Journal of Monetary Economics*, 21:195–232.
- KLEIN, L. R. (1946). *The Keynesian Revolution*. Macmillan, Londres, 2<sup>e</sup> édition.
- KNIGHT, F. H. (1921). *Risk, Uncertainty and Profit*. Hart, Schaffner and Marx, New York.
- KOPPL, R. (1991). Retrospectives : Animal Spirits. *Journal of Economic Perspectives*, 5(3):203–210.
- KREGEL, J. A. (1976). Economic Methodology in the Face of Uncertainty : The Modelling Methods of Keynes and the Post-Keynesians. *Economic Journal*, 86(342):209–225.
- KRÄMER, W. et RUNDE, R. (1997). Stocks and the Weather : An Exercise in Data Mining or Yet Another Capital Market Anomaly? *Empirical Economics*, 22(4):637–641.
- KYDLAND, F. E. et PRESCOTT, E. C. (1982). Time to Build and Aggregate Fluctuations. *Econometrica*, 50(6):1345–1370.
- LAVIALLE, C. (1997). Projet pragmatique et projet radical chez Keynes : la portée du chapitre 17 de la Théorie Générale. *Revue économique*, pages 937–964.
- LEIJONHUFVUD, A. (1981). *The Wicksell Connection : Variations on a Theme*. Information and Coordination : Essays in Macroeconomic Theory. Oxford University Press, New York.
- LEIJONHUFVUD, A. (1997). The Wicksellian Heritage. *Economic Notes Siena*.
- LEIJONHUFVUD, A. (2009). Wicksell, Hayek, Keynes, Friedman : Whom Should We Follow? *In* Special Meeting of the Mont Pelerin Society, « The End of Globalizing Capitalism ».

## BIBLIOGRAPHIE

---

- LUCAS, R. E. (1976). Econometric policy evaluation : A critique. *In Carnegie-Rochester conference series on public policy*, volume 1, pages 19–46. North-Holland.
- MANKIW, N. G. et ROMER, D. H. (1991). *New Keynesian Economics*. MIT press, Cambridge(Mass.).
- MARCHIONATTI, R. (1999). On Keynes' Animal Spirits. *Kyklos*, 52(3):415–439.
- MATHENY, K. J. (1998). Non-Neutral responses to Money Supply Shocks when Consumption and Leisure are Pareto Substitutes. *Economic Theory*, 11(2):379–402.
- MELTZER, A. H. (1981). On Keynes's *General Theory* : A Different Perspective. *Journal of Economic Literature*, 19(1):34–64.
- MINI, P. V. (1995). Keynes's Investments : Their Relation to the *General Theory*. *American Journal of Economics and Sociology*, 54(1):47–56.
- MINSKY, H. (1982). *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*. M.E. Sharpe, Armonk (N.Y.).
- MINSKY, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press, New Haven.
- MITCHELL, W. C. (1927). *Business Cycles : The Problem and its Setting*. National Bureau of Economic Research, Cambridge (Mass.).
- MOGGRIDGE, D. E. (1992). *Maynard Keynes : An Economist's Biography*. Routledge, Londres.
- MOGGRIDGE, D. E. et HOWSON, S. (1974). Keynes on Monetary Policy, 1910-1946. *Oxford Economic Papers*, 26(2):226–247.
- MUTH, J. (1961). Rational expectations and the theory of price movements. *Econometrica*, 29(3):315–335.
- ORIO, L. et QUILÈS, J.-J. (1993). *L'Économie keynésienne : un projet radical*. Nathan Université, Paris.

## BIBLIOGRAPHIE

---

- PATINKIN, D. (1975). The Collected Writings of John Maynard Keynes : From the *Tract* to the *General Theory*. *Economic Journal*, 85(338):249–271.
- PATINKIN, D. (1976a). *Keynes' Monetary Thought. A study of its development*. Duke University Press, Durham (N.C.).
- PATINKIN, D. (1976b). Keynes' Monetary Thought. A study of its development. *History of Political Economy*, 8(1):1–150.
- PATINKIN, D. (1979). A Study of Keynes' Theory of Effective Demand. *Economic Inquiry*, 17(2):155–176.
- PIGOU, A. C. (1914). *Unemployment*. Williams & Norgate, Londres.
- RIVOT, S. (2013). Rule-based frameworks in historical perspective : Keynes' and Friedman's monetary policies versus contemporary policy-rules. *European Journal of the History of Economic Thought*, (A paraître):1–33.
- ROBERTSON, D. H. (1926). *Banking Policy and the Price Level : An Essay in the Theory of the Trade Cycle*. PS King and Son, Londres.
- ROBINSON, J. (1953). *On re-reading Marx*. Students' Bookshop Ltd, Cambridge.
- RONCAGLIA, A. (2009). Keynes and probability : An assessment. *European Journal of the History of Economic Thought*, 16(3):489–510.
- SAMUELSON, P. A. (1948). *Economics : an Introductory Analysis*. McGraw-Hill, New York.
- SAUNDERS, E. M. (1993). Stock Prices and Wall Street Weather. *American Economic Review*, 83(5):1337–1345.
- SCHMITT-GROHÉ, S. (1997). Comparing Four Models of Aggregate Fluctuations due to Self-Fulfilling Expectations. *Journal of Economic Theory*, 72(1):96–147.
- SCHUMPETER, J. A. (1911). *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung : Eine Untersuchung über Unternehmervergewinn, Kapital, Kredit, Zins und der Konjunkturzyklus*. Duncker & Humblot, Leipzig.
- SCHUMPETER, J. A. (1927). The Explanation of the Business Cycle. *Economica*, (21):286–311.

## BIBLIOGRAPHIE

---

- SHACKLE, G. L. S. (1967). *The Years of High Theory*. Cambridge University Press, Cambridge.
- SIMS, C. A. (1980). Macroeconomics and reality. *Econometrica*, 48(1):1–48.
- STONIER, A. et HAGUE, D. (1953). *A Textbook of Economic Theory*. Longman, Londres.
- TORR, C. (1984). The microfoundations of Keynes' aggregate supply and expected demand analysis : a comment. *The Economic Journal*, 94(376):936–940.
- TROMBLEY, M. A. (1997). Stock Prices and Wall Street Weather : Additional Evidence. *Quarterly Journal of Business & Economics*, 36(3):11–21.
- VANDENBORRE, H. (1958). An integration of employment economics within the Keynesian theory of money flows. *Oxford Economic Papers*, 10(2):205–219.
- VINER, J. (1936). Mr. Keynes on the causes of unemployment. *Quarterly Journal of Economics*, 51(1):147–167.
- WEBER, M. (1905a). *Die protestantische Ethik und der Geist der Kapitalismus*. Mohr, Tübingen.
- WEBER, M. (1905b). *L'Éthique protestante et l'esprit du capitalisme*. Flammarion, Paris, 3<sup>e</sup> édition.
- WEINTRAUB, S. (1957). The micro-foundations of aggregate demand and supply. *Economic Journal*, 67(267):455–470.
- WEINTRAUB, S. (1971). Keynes and the Monetarists. *The Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'Économique*, 4(1):37–49.
- WICKSELL, K. (1893). *Über Wert, Kapital und Rente nach den neueren nationalökonomischen Theorien*. Gustav Fischer, Iéna (Allemagne).
- WICKSELL, K. (1898). *Geldzins und Güterpreise : Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes Bestimmenden Ursachen*. Gustav Fischer, Iéna (Allemagne).
- WOODFORD, M. (1991). *Self-fulfilling expectations and fluctuations in aggregate demand*. MIT Press, Cambridge (Mass.).

## BIBLIOGRAPHIE

---

WOODFORD, M. (1994). Monetary Policy and Price Level Determinacy in a Cash-in-advance Economy. *Economic Theory*, 4(3):345–380.

# Glossaire

- *Cycle* : variations transitoires (ou de court terme) simultanées de la valeur de plusieurs variables, dans une situation d'équilibre ou de déséquilibre, qui présentent un certain degré de répétition et de régularité dans le temps.
- *Fluctuations* : variations transitoires (ou de court terme) de la valeur d'une variable, dans une situation d'équilibre ou de déséquilibre.
- *Investissement* ou *investissement productif* : achat d'une pièce d'équipement productif (machines, outils) en vue d'accroître les capacités de production d'une firme.
- *Placement* ou *investissement financier* : achat d'un actif financier en vue de profiter de son rendement (dividende pour une action, intérêt pour une obligation) ou de réaliser une plus-value à la revente.
- *Tendance* : variations permanentes (ou de long terme) de la valeur d'une variable.
- *Variations* : modification de la valeur d'une variable lors du passage d'une situation d'équilibre à une nouvelle situation d'équilibre provoqué par une modification (exogène ou endogène) d'une autre variable ou de l'environnement économique.



# Index

- Abondance, paradoxe de la pauvreté dans l',  
voir Paradoxe de la pauvreté dans l'abon-  
dance
- Actif liquide, voir Liquide, actif
- Animaux, esprits, voir Esprits animaux
- Anticipations, 37, 43, 48, 49, 52, 53, 89, 116,  
117, 137, 142, 195, 210, 228, 306, 332,  
335, 337, 354, 356, 357, 359, 370, 374,  
382, 405–408
- adaptatives, 335, 407
- de court terme, 277, 282–284, 301–303, 306,  
315, 319, 320, 332–336, 375, 381, 382,  
388
- de la demande, 37, 93, 106, 107, 109, 110,  
139, 140, 181, 195, 305–307, 310, 314,  
332, 333, 338, 346, 362, 372, 386, 397
- de long terme, 39, 40, 52, 63, 105, 116, 166,  
277, 278, 282, 283, 301, 302, 315, 319–  
322, 325, 328, 332, 335–339, 341–344,  
350, 356–359, 363, 367, 368, 378–391,  
396, 397
- de profit, 109, 110, 113, 115, 116, 182–184,  
189, 195, 196, 208–210, 226, 228, 305,  
309, 396, 397
- des cours financiers, 142, 156, 165, 166, 169,  
172, 173, 225, 301, 339, 341, 358, 378
- des prix, 93, 94, 107, 109, 110, 112–116,  
140, 141, 169, 173, 195, 196, 226, 332,  
400
- du taux d'intérêt, 289, 302
- optimistes, 52, 107, 109, 110, 142, 172, 173,  
225, 332, 341, 344, 358, 368, 383, 384,  
386
- parfaites, 159
- pessimistes, 94, 112, 142, 382, 386, 388
- rationnelles, 353, 354, 407, 408
- Anticipations, dynamique des, 52, 278, 279, 381–  
383, 386, 389, 391, 400
- Aubaine, perte d', voir Profit d'aubaine
- Aubaine, profit d', voir Profit d'aubaine
- Autorités monétaires, voir Banque centrale
- Banque centrale, 62, 65–67, 69, 71–73, 76–81,  
88, 90, 92, 96, 99, 100, 103, 104, 108,  
110, 114–116, 131, 140, 141, 182, 183,  
190, 224, 240, 254, 256, 278, 301, 388,  
391, 399, 401
- Bien d'investissement, voir Bien de capital
- Bien de capital, 52, 91, 130, 132, 135, 137, 139–  
142, 146, 147, 176, 181, 194, 201, 202,  
205–212, 218, 219, 221, 223, 225–227,  
239, 254, 266–268, 276, 278, 284, 289,  
296, 303, 305, 306, 316, 319, 321–324,  
326, 328–332, 335, 336, 345, 349, 362,  
367, 370, 376, 379–381, 383, 385, 386,  
389
- Bien de consommation, 74, 75, 77, 92, 101–103,  
107, 112, 113, 132, 134–137, 139, 140,  
145–147, 175, 176, 181, 185, 201, 205,  
206, 208, 209, 218–223, 225–227, 229,  
239, 241, 276, 284, 285, 292, 303, 305,  
306, 316, 319, 335, 386, 387, 389
- Biens et services, marché des, voir Marché des  
biens et services
- Bouniatian, Mentor, 204
- Bulle spéculative, 52, 117, 172, 231, 233, 341,

- 344
- Capital circulant (*working capital*), 44, 206, 207, 214, 218, 219, 221, 227, 244, 271, 277, 383, 384, 387, 389, 390
- Capital fixe (*fixed capital*), 127, 206–210, 212, 217, 218, 223, 227, 239, 244, 252, 256, 269, 277, 284, 287–289, 293, 295, 297, 305, 319, 320, 327, 328, 345, 349, 370, 383, 384, 389, 390
- Capital liquide (*liquid capital*), 206, 207, 303, 383, 384, 387
- Capital, bien de, voir Bien de capital
- Capital, demande effective de, voir Demande effective de capital
- Capital, efficacité marginale du, 40, 41, 51, 52, 266, 267, 269, 276, 277, 283, 285, 294–296, 302, 320, 321, 324, 325, 328–332, 335, 349, 362, 363, 367, 368, 370, 371, 375–381, 385, 386, 388, 396, 404, 405
- Capital, productivité du, voir Productivité du capital
- Capital, quasi-rente du, voir Quasi-rente du capital
- Chèque, voir Monnaie scripturale
- Chômage, 44, 58, 117, 204, 235, 236, 246, 247, 250, 251, 277, 309, 313, 365
- classique, voir Chômage volontaire
  - de masse, 36, 232, 241, 264, 271, 316, 357
  - et équilibre, 38, 128, 219, 220, 249, 263, 270, 272, 277, 304, 310, 363, 402
  - et anticipations, 94, 112, 239, 244, 400
  - et crise économique, 50, 51, 231, 239, 244, 250, 268, 281, 385
  - et cycle économique, 51, 128, 236
  - et déséquilibre, 89, 90, 95, 113, 206, 239, 246, 247, 249, 252, 400
  - et indemnisation, 133, 233, 255, 401
  - et inflation, 249, 407
  - et politique budgétaire, 237, 239, 246, 247, 249, 250, 279
  - et politique monétaire, 58, 66, 95, 235, 240, 279, 365, 366
  - et salaires, 39, 185, 241, 246, 247, 249, 260, 314, 368, 370, 372
  - frictionnel, 36, 250, 272, 281, 310, 313
  - involontaire, 36, 37, 45, 204, 272, 275, 277, 281, 283, 310–316, 365, 366, 399, 400
  - transitoire, voir Chômage frictionnel
  - volontaire, 36, 39, 240, 272, 281, 311, 313, 363
- Circulation
- financière, 49, 126, 151, 156, 161, 163–168, 171–174, 182, 220, 224, 226, 227
  - industrielle, 49, 126, 127, 151, 152, 156, 161, 163–165, 170, 173–175, 179–183, 220, 224, 226, 227
- Classique, chômage, voir Chômage volontaire
- Commerce, cycle du, voir Cycle du commerce
- Consommation, 37, 39, 51, 77, 90, 93, 94, 101, 109, 111, 131, 133–137, 139, 141, 157, 174–176, 199, 200, 202, 204, 221–224, 229, 241, 247, 248, 253, 255, 262, 264, 265, 267, 276, 284–286, 288–294, 297, 298, 302, 303, 309, 315, 316, 319, 326, 334, 362, 368–370, 372, 374, 376, 378, 386, 402, 405
- insuffisante, 204–206
- Consommation, bien de, voir Bien de consommation
- Consommation, niveau des prix à la, voir Prix à la consommation
- Crédit bancaire, voir Monnaie scripturale
- Crédit, contrôle du, 72, 80, 191
- Crédit, cycle du, voir Cycle du crédit
- Crédit, multiplicateur de, voir Multiplicateur de crédit
- Cycle de l'investissement, voir Investissement, fluctuation de l'
- Cycle du commerce (*trade cycle*), 40, 44, 47, 100, 127, 198, 268, 269, 359, 362, 363, 373–375, 377, 380, 382, 384, 386–388, 390, 391, 403, 405

## INDEX

---

- Cycle du crédit (*credit cycle*), 42, 44, 48–50, 57, 59, 73, 78, 100, 101, 103, 105, 106, 113, 114, 117, 120, 128, 129, 155, 173, 186, 189, 190, 198–201, 204–207, 212–224, 227–229, 232, 234–236, 238, 249–251, 253, 257, 258, 269, 270, 362, 375, 377, 380, 384, 385, 390, 399, 401, 402
- Cycle économique (*business cycle*), 35, 39–53, 57, 59, 62, 99–101, 103, 106, 108, 114, 116, 119, 120, 125–128, 130, 150, 152, 198, 200, 207, 211–218, 222, 226, 230, 231, 234–237, 250, 254, 255, 259, 269, 270, 272, 353, 362, 363, 374, 375, 377, 379, 380, 384, 385, 390, 391, 398–400, 402–404, 406
- défini, 41, 216
- Déflation, 83, 110
- et anticipations, 94, 112–115, 169, 244
- et chômage, 113, 247
- et dépression économique, 42, 48, 73, 76, 93, 97, 104, 106–108, 113–117, 156, 216, 217, 219, 223, 226–229, 241, 244, 245, 248, 372, 387, 396, 400
- et investissement, 85, 90, 93–95, 395
- et politique budgétaire, 248, 249
- et politique monétaire, 66, 85, 94, 96, 101–103
- et salaires, 113, 219, 372
- par les marchandises (*commodity deflation*), 152
- par les profits (*profit deflation*), 152
- par les revenus (*income deflation*), 152
- Demande d'emploi, voir Travail, offre de
- Demande de travail, voir Travail, demande de
- Demande effective, 39, 43, 45, 51, 121, 262–265, 276, 285, 295, 297, 302–304, 306, 308–310, 314, 315, 335, 365–372, 375, 376, 397, 402
- définie, 263, 303
- Demande effective de capital, 331, 335
- Demande effective, fluctuation de la, 263–265, 314, 336, 338, 363, 365, 372, 376
- Demande effective, point de, 283, 304, 308–310, 314
- Demande effective, principe de la, 37, 40, 41, 43, 44, 47, 128, 259, 270, 272, 276–278, 281–283, 285, 293–295, 304, 306, 310, 314–316, 320, 356, 358, 360, 361, 364, 368, 374–376, 402
- Demande globale, 37–39, 41, 121, 262, 264, 277, 282–285, 288, 291, 293, 294, 302–307, 309, 310, 312, 314, 315, 320, 335, 359, 361–364, 367, 368, 402
- définie, 284, 293
- Demande globale, courbe de, voir Demande globale, fonction de
- Demande globale, fonction de, 38, 282, 283, 303, 306–308
- définie, 282
- Demande globale, prix de la, voir Prix de la demande globale
- Dépréciation
- de la monnaie, 111
- du capital, 287, 289, 295, 322, 331, 336, 375
- Désinflation, 91, 96
- Duesenberry, J. S., 177, 255, 386
- Effective, demande, voir Demande effective
- Efficacité marginale du capital, voir Capital, efficacité marginale du
- Emploi, 38, 51, 58, 66, 105, 106, 108, 148, 210, 220, 222, 224, 229, 235, 242, 245, 247, 248, 253, 254, 265, 269, 270, 275–277, 282, 283, 285, 287, 288, 291–294, 304, 305, 307–310, 312, 315, 319, 320, 329, 335, 336, 349, 361, 362, 364, 366, 369, 371, 376, 378, 389, 390, 397, 402, 403
- et anticipations, 37, 109, 110, 112, 261, 262, 264, 283, 284, 287, 303, 305, 307–309, 314, 315, 319, 334, 335, 367, 368, 376, 377, 381–383, 387
- et chômage, 38, 51, 58, 117, 204, 219, 220, 235, 246, 248, 249, 252, 253, 255, 264,

## INDEX

---

- 268, 275, 277, 281, 283, 293, 304, 312–314, 363, 365, 366, 374, 407
- et salaires, 36, 39, 105, 181, 186, 222, 224, 233, 238, 245–247, 278, 281, 285, 312–314, 334, 336, 361–365, 367, 368, 372, 381
- primaire, 247, 248, 293, 381
- secondaire, 247, 248, 381
- Emploi, demande d', voir Travail, offre de
- Emploi, équilibre de sous-, voir Equilibre de sous-emploi
- Emploi, fluctuation de l', 39, 40, 51, 53, 96, 97, 99, 105, 112, 128, 177, 198, 200, 204, 206, 222, 224, 225, 228, 237, 248, 250, 254, 264–266, 269, 270, 276, 278, 279, 285, 293, 294, 303, 314, 315, 321, 329, 336, 345, 358, 359, 363–367, 371–378, 380–382, 384, 387–391, 398, 400, 402, 404
- Emploi, marché de l', voir Travail, marché du, voir Travail, marché du
- Emploi, plein-, voir Plein-emploi
- Emploi, sous-, voir Chômage
- Emploi, stabilité de l', 58, 59, 81, 96, 175, 334, 335, 372, 391, 398
- Entreprise, esprit d', 111, 321, 341, 345–349, 351, 357, 359, 397
- Epargne, 42, 50, 71, 72, 88, 89, 91, 92, 126, 130, 133, 135, 138, 140, 141, 164, 167, 168, 183, 189, 200, 203, 204, 214, 248, 253, 255, 276, 290, 291, 327
- définie, 135, 202, 290
- et consommation, 134, 135, 139, 141, 175, 176, 199, 200, 239, 248, 253, 255, 271, 289, 290, 294, 297, 327, 347
- et investissement, 46, 49, 50, 85, 89–91, 96, 117, 126, 130, 131, 135, 137, 139, 140, 143, 144, 147–149, 151, 152, 161, 163–167, 182, 183, 187–189, 192–197, 199–202, 204–207, 209, 212–215, 217, 219, 220, 227, 234, 236, 238–242, 244, 246–248, 252–255, 265, 267, 268, 270, 271, 291, 326, 327, 346, 347, 377, 395, 398, 401
- et placement, 88, 89, 157, 163, 202–204, 238, 239, 297, 299–301, 327, 376
- excessive, 50, 173, 204–206, 214, 240, 244
- monétaire, 91, 92, 95, 96, 133, 141, 142, 157–159, 161, 163, 164, 166–172, 174, 182, 194, 201, 203, 221, 224, 227, 238, 239, 297, 300, 301, 376
- Epargne, paradoxe de l', voir Paradoxe de l'épargne
- Equilibre de sous-emploi, 38, 51, 200, 220, 277, 278, 281, 283, 310, 331, 362, 374, 400, 404
- Espèces, voir Monnaie banque centrale
- Esprit d'entreprise, voir Entreprise, esprit d'
- Esprits animaux (*animal spirits*), 52, 278, 321, 345, 348, 351–359, 363, 390, 396, 397, 405
- Etat de la prévision à long terme, voir Anticipations de long terme
- Financière, circulation, voir Circulation financière
- Financière, spéculation, voir Spéculation financière
- Financier, marché, voir Marché financier
- Financier, placement, voir Placement financier
- Financier, sentiment, voir Sentiment financier
- Fisher, Irving, 46, 47, 57, 59, 62, 67–78, 100, 108, 119, 126, 129, 130, 137, 155–157, 160, 193, 198, 399
- Fluctuation
- de l'emploi, voir Emploi, fluctuation de l'
- de l'investissement, voir Investissement, fluctuation de l'
- de la demande effective, voir Demande effective, fluctuation de la
- des prix, voir Prix, fluctuation des
- Frictionnel, chômage, voir Chômage frictionnel
- Friedman, Milton, 37, 120, 121, 407

## INDEX

---

- Globale, demande, voir Demande globale  
Globale, offre, voir Offre globale
- Haberler, Gottfried, 35, 259  
Hayek, F. von, 37, 214, 236, 259  
Hicks, J. R., 36, 37, 39, 126, 189, 316, 400  
Hyperinflation, 46, 89, 95, 230
- Illusion monétaire, 313, 314, 355, 371–373  
définie, 312
- Indice des prix, voir Prix, niveau général des
- Industrielle, circulation, voir Circulation industrielle
- Inflation, 70, 83, 91, 102, 103, 105, 107, 108, 110, 151, 159, 164, 214, 218, 299  
et anticipations, 85, 93, 96, 107, 109–116, 169, 223, 227, 228, 245, 249, 396  
et chômage, 249, 407  
et expansion économique, 39, 42, 48, 52, 73, 76, 97, 102, 104, 106–109, 111, 114–117, 156, 197, 214, 216, 217, 219, 221–229, 233, 236, 245, 249, 252, 396, 400  
et investissement, 86, 90, 91, 95, 214, 218, 245, 252, 395  
et politique budgétaire, 244, 245, 249  
et politique monétaire, 66, 74, 80, 85, 96, 101–103, 108, 110, 120, 224, 252, 396  
et salaires, 49, 108, 114, 127, 179, 185, 189, 219, 245, 372  
par les marchandises (*commodity inflation*), 152, 218  
par les profits (*profit inflation*), 152, 193  
par les revenus (*income inflation*), 152, 193
- Innovation, 49, 208–212, 214, 380  
de marchés, 208, 209  
de produit, 208, 209, 336, 380  
de ressources, 208, 209  
organisationnelle, 208, 209, 223, 380  
technologique, 49, 50, 208, 209, 215, 217, 223, 232, 336, 398
- Innovations, grappe d', voir Innovations, vague d'
- Innovations, vague d', 127, 208, 209, 211–213, 215, 220, 229, 232, 380, 396, 401
- Intérêt, taux d', voir Taux d'intérêt
- Investissement, 43, 58, 80, 83, 87, 125, 237, 242, 251, 254, 259, 265, 268, 269, 276, 316, 362, 368, 395–397  
brut, 217, 320, 336  
défini, 87  
de remplacement, 217, 284  
en capital circulant, voir Investissement productif  
en capital fixe, voir Investissement productif  
en capital liquide, voir Investissement productif  
et anticipations, 85, 92, 94, 116, 117, 126, 168, 172, 210, 211, 238, 251, 261, 284, 296, 315, 321, 322, 328, 330, 343, 348, 356, 370, 376, 381, 384, 386, 387, 391, 402  
et épargne, 46, 49, 50, 85, 89, 90, 96, 117, 126, 130, 131, 135, 137, 140, 147–149, 151, 152, 165, 167, 182, 183, 188, 189, 192–197, 199–202, 204–207, 212–215, 227, 236, 238–242, 246, 247, 252–255, 265, 267, 268, 270, 271, 291, 347, 377, 395, 398, 401  
et monnaie, 47, 59, 84–86, 90–92, 95, 111, 120, 127, 235, 251, 252, 395, 397, 400  
et rentabilité, 50, 81, 84, 86, 95, 213, 252, 257, 266, 267, 295–297, 323, 324, 326–331, 336, 346, 348, 356, 369, 386, 388, 402  
et taux d'intérêt, 66, 201, 277, 291, 295, 302, 316, 325, 330, 367, 402  
excessif, 50, 214  
financier, voir Placement financier  
global, 37, 39, 50, 86, 95, 105, 200, 210, 217, 248, 253, 256, 264, 265, 276, 277, 283–286, 291, 293, 295–297, 302, 309, 315, 319, 321, 325, 328–330, 332, 334,

## INDEX

---

- 350, 351, 357, 358, 362, 367, 370, 376,  
378, 380, 382, 383, 385, 386, 390, 396,  
402
- insuffisant, 204, 239
- net, 136, 142, 143, 146, 147, 152, 161, 184,  
189, 192, 194, 195, 199–201, 204–206,  
208–210, 215, 217, 223, 248, 254, 271,  
284, 316
- productif, 47, 52, 72, 84–88, 93–96, 105,  
127, 132, 166, 173, 190, 201, 206, 207,  
209, 210, 212, 213, 218, 227, 234, 239,  
243, 244, 246–249, 251, 254, 269, 277,  
284, 286, 293, 295, 319, 321, 323, 327,  
337, 339, 342, 344–348, 351, 370, 389,  
396–398, 403
- public, 239, 243–245, 247–249, 258, 277,  
286, 290, 293, 294, 389–391, 405
- Investissement, activité d', voir Investissement,  
effort d'
- Investissement, attractivité de l', voir Investis-  
sment, effort d'
- Investissement, bien d', voir Bien de capital
- Investissement, coût de l', 86, 95, 135–140, 142–  
144, 146, 149, 152, 161, 173, 184, 189,  
199–201, 204–206, 208–213, 215, 267,  
295–297, 322, 323, 326, 370, 395, 398,  
400
- Investissement, cycle de l', voir Investissement,  
fluctuation de l'
- Investissement, effort d', 52, 59, 81, 83, 87, 88,  
96, 105, 120, 157, 173, 187–189, 201,  
202, 204, 212, 213, 225, 239, 240, 252,  
254, 256, 277, 278, 309, 315–317, 320,  
321, 338, 339, 344, 349, 357, 358, 384,  
388, 397
- Investissement, financement de l', 48, 81, 84–  
86, 88, 90, 94–96, 105, 166, 193, 201,  
206, 211–213, 226, 227, 234, 243, 244,  
248, 251, 252, 256, 291, 321, 326, 327,  
349–351, 397
- Investissement, fluctuation de l', 42, 43, 45, 48,  
50–53, 57, 58, 90–92, 95–97, 105, 116,  
119, 121, 126, 127, 151, 182, 189, 190,  
195, 206, 208, 212–215, 217–220, 222,  
223, 225, 226, 229, 232, 234–236, 238,  
239, 248, 251–255, 260, 265, 266, 269–  
271, 276, 278, 294, 316, 321, 329, 339,  
345, 357–359, 363, 367, 369, 370, 372–  
375, 377–380, 382–388, 390, 391, 395–  
402, 404
- Investissement, opportunité d', 83–86, 91, 168,  
223, 225, 234, 243, 244, 251, 252, 315,  
316, 331, 370, 372, 379, 380, 386, 388,  
389, 402
- Investissement, projet d', voir Investissement,  
opportunité d'
- Investissement, rendement escompté de l', 210,  
267, 295, 322, 323, 331, 335, 336, 349,  
350, 356, 358, 384
- Investissement, retour sur, voir Investissement  
et rentabilité
- Investissement, socialisation de l', 373, 391, 401,  
403
- Investissement, stabilité de l', 48, 59, 81, 85, 88,  
96, 120, 256, 321, 338, 339, 344, 349,  
357, 359
- Investissement, système d', 48, 86, 344, 345
- Investissement, taux d', 97, 100, 127, 190, 206,  
218, 235, 297, 325, 328, 330, 377, 395
- Investissement, théorie de l', 40, 51, 210, 259,  
266, 269, 320, 321, 330, 332, 396
- Investissement, valeur de l', voir Investissement  
net
- Involontaire, chômage, voir Chômage involon-  
taire
- Jevons, W. S., 63, 99, 353
- Juglar, Clément, 212
- Kahn, R. F., 43, 188, 247, 248, 251, 258, 293
- Knight, F. H., 343, 408
- Kondratiev, Nicolas, 212
- Krugman, P. R., 35, 40, 41, 43, 44, 385

## INDEX

---

- Leontief, Wassily, 374
- Liquide, actif, 169, 269, 277, 297, 325, 350
- Liquide, capital, voir Capital liquide
- Liquidité, préférence pour la, 41, 51, 269, 277, 283, 285, 297, 299, 300, 302, 325, 327, 344, 349, 362, 367, 368, 371, 375, 376, 378, 385, 406
- Marché
- boursier, voir Marché financier
  - de fonds prêtables, voir Marché des capitaux
  - de l'emploi, voir Travail, marché du
  - de la monnaie, 37, 83, 105, 116, 164, 165, 194, 225, 301
  - des biens et services, 37, 38, 104, 114, 131, 136, 137, 160, 181, 220, 221, 263, 281, 323, 324, 349, 357, 375, 402
  - des capitaux, 201, 212, 225, 287, 295, 321, 323, 342, 357, 379, 387
  - des devises, 83
  - des titres, voir Marché financier
  - du travail, voir Travail, marché du
  - financier, 49, 52, 83–87, 89, 116, 117, 119, 138, 143, 149, 156, 164–173, 184, 188, 191, 194, 203, 212, 225, 231, 233, 254, 287, 295, 321, 323, 338–345, 349–351, 357, 384, 387, 391, 397
- Marché, taux d'intérêt de, voir Taux d'intérêt de marché
- Marginale à consommer, propension, voir Propension marginale à consommer
- Marginale du capital, efficacité, voir Capital, efficacité marginale du
- Marginale du capital, productivité, voir Productivité du capital
- Marshall, Alfred, 36–38, 46, 47, 57–59, 61, 63–65, 68, 99, 119, 121, 262, 267, 281, 306, 399
- Marx, Karl, 275, 365
- Mitchell, Wesley, 207, 214
- Monnaie
- banque centrale ou liquide (*cash*), 47, 65, 69–72, 75–80, 86, 94, 99–101, 103, 106, 135, 158, 163, 164, 191, 203, 327
  - et devise, 46, 47, 61, 62, 65–67, 78, 83, 110, 191
  - scripturale (*bank money*), 47, 62, 66, 67, 69–73, 77–81, 86, 92, 96, 100, 101, 103, 106, 132, 135, 157, 163, 164, 166, 170, 175, 188, 191, 197, 200, 203, 214, 215, 220, 224, 252, 301, 363, 395, 398, 399, 401
- Monnaie, équation quantitative de la, 47–49, 57, 62, 68–70, 73–79, 101, 110, 119, 126, 129, 135, 137, 152, 155–158, 162, 193
- Monnaie, marché de la, voir Marché de la monnaie
- Monnaie, motif de détention de la, 49, 126, 132, 156–159, 163–168, 171, 172, 177, 203, 272, 277, 297–302, 365, 367, 378, 397
- Monnaie, pouvoir d'achat de la, 42, 49, 74, 94, 113, 129–131, 133, 134, 138, 140, 143, 148, 151, 155, 179, 184, 185, 199, 214, 217, 313, 369, 387
- Monnaie, théorie quantitative de la, 39, 43, 47, 49, 59, 62, 65, 67, 68, 71, 74, 75, 79, 104, 106, 121, 126, 130, 137, 155–161, 362–364, 366, 399
- Monnaie, vitesse de circulation de la, 47, 69, 70, 73, 75–78, 101–103, 155, 156, 159, 166, 167, 173–175, 177, 178, 203, 221, 399
- Monnaie, équation quantitative de la, 399
- Multiplicateur
- de crédit, 72
  - de l'investissement, 245, 247, 248, 258, 277, 286, 290, 292–294, 316, 320, 367, 381, 389
  - keynésien, voir Multiplicateur de l'investissement
- Naturel, taux d'intérêt, voir Taux d'intérêt naturel

## INDEX

---

- Niveau général des prix, voir Prix, niveau général des
- Offre d'emploi, voir Travail, demande de
- Offre de travail, voir Travail, offre de
- Offre globale, 282, 283, 302, 304–310, 315, 320, 402
- Offre globale, courbe de l', voir Offre globale, fonction de l'
- Offre globale, fonction de l', 38, 282, 283, 303, 304, 307, 308  
définie, 305
- Opportunité de profit, voir Profit, opportunité de
- Paradoxe de l'épargne, 271, 291, 315
- Paradoxe de la pauvreté dans l'abondance, 271, 315, 358, 374, 402
- Parité du pouvoir d'achat, théorie de la, 110
- Parsons, Talcott, 91
- Patinkin, Don, 42, 43, 304, 306, 309
- Pauvreté dans l'abondance, paradoxe de la, voir Paradoxe de la pauvreté dans l'abondance
- Perte, voir Profit
- Perte d'aubaine, voir Profit d'aubaine
- Pigou, A. C., 37, 46, 63, 67, 214, 236, 238, 262, 312
- Placement financier, 47, 57, 72, 84–88, 93, 133, 163, 202, 203, 243, 254, 269, 277, 327, 328, 330, 339, 341–344, 350, 397
- Plein-emploi, 35, 38, 39, 161, 219, 236, 246, 264, 271, 275, 309, 310, 313, 315, 365, 366, 402, 403  
défini, 36, 236, 313, 314
- Pouvoir d'achat de la monnaie, voir Monnaie, pouvoir d'achat de la
- Pouvoir d'achat des consommateurs, voir Monnaie, pouvoir d'achat de la
- Pouvoir d'achat, théorie de la parité du, voir Parité du pouvoir d'achat, théorie de la
- Prévision à long terme, état de la, voir Anticipations de long terme
- Préférence pour la liquidité, voir Liquidité, préférence pour la
- Principe de la demande effective, voir Demande effective, principe de la
- Prix, 39, 42, 44, 47, 49, 75, 83, 100, 102, 105–109, 113, 129, 130, 136, 161, 165, 215, 216, 218, 235, 239, 246, 254, 263, 270, 305, 309, 333, 362, 364, 365, 371, 395, 406  
à la consommation, 49, 75, 78, 90, 94, 101, 103, 113, 125, 130, 131, 133, 134, 136–140, 142, 143, 147–150, 152, 155, 156, 161, 162, 172, 193, 199, 205, 209–211, 214, 221–223, 225, 241, 395  
d'équilibre, voir Prix, stabilité des  
de l'offre globale, 38, 282, 305–309, 323  
de la demande globale, 38  
des biens de capital, 136, 140–142, 148, 201, 209–212, 222, 223, 225, 226, 295, 296, 321, 323, 324, 326, 328–332, 380, 385, 389  
des titres, 119, 141, 142, 169, 170, 172, 203, 300, 302, 344  
et anticipations, 93, 94, 102, 109–115, 117, 141, 163, 173, 196, 226–229, 244, 249, 332, 400  
et demande, 111–113, 195, 222, 263, 366, 367, 387  
et politique monétaire, 103, 108, 119, 121, 245  
et salaires, 108, 140, 180, 183–186, 238, 240, 245, 281, 310, 312, 313, 360, 363, 364, 367, 369–372, 387, 398  
et théorie quantitative de la monnaie, 67, 69–73, 76, 79, 104, 108, 130, 137, 156–158, 162, 366, 399
- Prix de la production globale, niveau du, voir Prix, niveau général des
- Prix, fluctuation des, 42, 48–50, 53, 57, 59, 62,

## INDEX

---

- 71, 78, 83, 90, 94, 96, 97, 99–101, 106, 108, 109, 114–116, 120, 125–127, 131, 135, 137, 140, 148, 150–153, 155, 156, 161–163, 165, 167, 171–173, 175, 179, 180, 183–193, 197–200, 204, 206, 211, 213–219, 221, 222, 225–229, 234, 235, 240, 241, 248, 268, 269, 276, 278, 311, 344, 360, 363–366, 368–372, 380, 389, 390, 397–401, 403
- Prix, niveau général des, 42, 49, 57, 65, 69–72, 75, 76, 78–80, 88, 90, 95, 96, 99, 102, 109, 110, 113–115, 119, 129–131, 134–136, 140–144, 147–152, 155, 156, 161, 162, 165, 168, 171, 172, 178, 179, 183–185, 190–197, 199, 202, 206, 209–211, 214, 220, 222, 223, 226, 229, 230, 236, 241, 245, 287, 305, 312, 320, 363, 364, 369, 371, 372, 395
- Prix, rigidité des, voir Rigidité des prix
- Prix, stabilité des, 47, 48, 62, 66, 79, 80, 90, 96, 102, 115, 116, 120, 129, 138, 143, 148, 149, 175, 187, 188, 191, 193, 206, 220, 221, 227, 229, 230, 233, 234, 236, 240, 241, 246, 247, 249, 268, 372, 395, 398
- Prix, théorie wicksellienne des, 189
- Productivité, 49, 130, 144, 209, 261, 262, 405
- du capital, 50, 51, 266, 296, 321, 322, 331, 396
- du travail, 36, 49, 185, 238, 311, 367, 398, 401
- Productivité, choc de, voir Progrès technique
- Profit, 70–72, 85, 89, 95, 106–113, 126, 131, 144–149, 152, 156, 164, 183, 189, 195, 196, 201, 209, 211, 223, 226, 227, 229, 238–240, 244, 247, 248, 253, 254, 265, 266, 270–272, 276, 287, 292, 295, 303, 308, 309, 311, 313, 314, 320, 332, 333, 339, 342, 346, 350, 351, 357, 376, 379, 386, 396, 397, 400
- défini, 146, 147, 252, 253
- Profit d'aubaine (*windfall*), 42, 49, 93–96, 106–109, 111, 112, 134, 144–147, 149, 160, 177, 178, 181–185, 189, 195–197, 208–210, 213, 222–227, 229, 234, 238, 239, 244–247, 249, 252–254, 270, 396–398
- Profit, opportunité de, 108, 112, 127, 181, 196, 197, 208, 210, 309, 379, 398
- Progrès technique, 50, 52, 132, 137, 140, 188, 212, 217, 283, 289, 305, 307, 336, 353, 364, 380, 396, 405
- Propension à consommer, 39, 41, 51, 362, 368, 369, 371, 372, 375–378, 382, 388, 389
- Propension marginale à consommer, 51, 277, 283, 285, 286, 292, 293, 302, 320, 382
- Quasi-rente du capital, 210, 266, 267, 269, 322
- Rendement escompté de l'investissement, voir Investissement, rendement escompté de l'
- Retour sur investissement, voir Investissement et rentabilité
- Rigidité des prix, 39, 108, 278, 287, 311, 361, 372
- Rigidité salariale, voir Salaires nominaux, rigidité des
- Robertson, D. H., 43, 125, 191, 198, 215, 216, 236, 374
- Robinson, J. V., 251, 258, 365
- Salaires, 36, 74, 108, 132, 133, 139, 144, 174–177, 185, 239, 240, 298, 310, 311, 370–372
- d'efficience, voir Salaires et productivité du travail
- et emploi, 36, 37, 185, 186, 233, 240, 246, 260, 275, 277, 283, 284, 286, 310, 312–314, 336, 363–365, 367–372, 375, 387, 398
- et inflation, 71, 105, 108, 127, 140, 179, 184–186, 189, 239, 311, 312, 360, 363, 370–372, 397, 398
- et productivité du travail, 36, 49, 184, 185, 221, 240, 311, 313, 397

## INDEX

---

- nominaux, 38, 39, 93, 108, 110, 113, 184–186, 238, 245, 247, 260, 278, 284–286, 303, 310–313, 336, 360, 361, 363–365, 367–373, 380, 387, 397
- réels, 238, 246, 247, 249, 284, 285, 311–314, 361, 364, 368, 387
- Salaires nominaux, rigidité des, 39, 260, 278, 284–286, 289, 303, 312, 336, 361, 364, 370–372
- Schumpeter, J. A., 43, 48, 50, 125, 127, 198, 207–209, 212, 214, 215, 259, 347, 398, 399
- Sentiment financier (*financial sentiment*), 49, 141, 161, 165, 168–172, 221, 224–226, 344, 384, 385
- Sous-emploi, voir Chômage
- Spéculation financière, 52, 84, 105, 110, 117, 164, 170, 194, 233, 252, 278, 321, 339–342, 344, 350, 356–359, 390, 396, 402
- Spéculative, bulle, voir Bulle spéculative
- Spiethoff, Arthur, 127, 214, 215, 258, 259, 261, 398
- Sur-épargne (*over-saving*), voir Epargne excessive
- Sur-investissement (*over-investment*), voir Investissement excessif
- Système bancaire, 71, 73, 76, 78, 86, 92, 101, 119, 141, 142, 170–172, 181, 182, 184, 186, 197, 212, 214, 220, 222, 224, 233, 235, 243, 301, 397, 400, 403
- Taussig, F. W., 374
- Taux d'intérêt, 37, 46, 48, 50, 70, 71, 191, 193, 240, 256, 279, 289, 325, 326
  - bancaire, 47, 50, 67, 72, 83, 85, 88, 141, 164, 169, 170, 182, 188, 189, 191, 192, 212, 213, 232, 233, 243, 252, 278, 326, 327
  - de marché, 50, 187–192, 194–198, 201–203, 206, 210–213, 221, 222, 224, 225, 232–235, 238, 240, 267–269, 277, 296, 297, 299, 300, 321, 325–328, 330, 380, 385
  - directeur, 66, 72, 88, 251, 278
- et demande de monnaie, 51, 268, 286, 297, 299–302, 325, 326, 362, 365–367, 370, 378, 385, 389
- et demande effective, 366
- et efficacité marginale du capital, 267, 268, 276, 277, 295–297, 302, 321, 325, 328–331, 335, 349, 350, 368, 376, 378–380, 385, 388
- et épargne, 91, 92, 135, 141, 164, 170, 200–202, 213, 257, 290, 291, 300, 327, 395
- et investissement, 50, 67, 83, 85, 86, 105, 119, 169, 170, 200–202, 213, 234, 241, 243, 245, 252, 257, 268, 291, 296, 297, 316, 325, 326, 328–330, 349, 367, 370, 378, 384, 388, 389, 402
- et risque, 86, 327
- naturel, 50, 187, 188, 190–198, 201, 202, 206, 210–213, 222, 232–235, 238, 267–269, 380
- obligataire, 88, 164, 203
- Technologie, niveau de, voir Progrès technique
- Théorie de la demande effective, voir Demande effective, principe de la
- Théorie de la parité du pouvoir d'achat, voir Parité du pouvoir d'achat, théorie de la
- Théorie quantitative de la monnaie, voir Monnaie, théorie quantitative de la
- Travail, 105, 113, 132, 157, 175, 184, 235, 248, 277, 285, 286, 311, 314, 320, 329, 334, 336, 347, 367, 381
- Travail, demande de, 264, 286, 310, 312, 313, 319, 368
- Travail, désutilité marginale du, 36, 311, 313
- Travail, marché du, 37, 38, 181, 220, 235, 236, 247, 272, 281, 285, 310–313, 375, 400, 402
- Travail, offre de, 284, 285, 304, 310, 312, 313, 368
- Travail, productivité du, voir Productivité du

## INDEX

---

travail

Tugan-Baranovsky, Mikhail, 127, 214, 215, 398

Viner, Jacob, 374

Volontaire, chômage, voir Chômage volontaire

Weber, Max, 91, 347, 348

Wicksell, Knut, 46, 50, 68, 125, 156, 188, 191–  
193, 197, 198, 205





## Resumé

Nous démontrons qu'il existe une récurrence dans la pensée de Keynes en matière de fluctuations, à savoir que l'investissement est le facteur majeur guidant les fluctuations économiques. La première partie explore les écrits datant d'avant 1925 environ, en analysant les thématiques et problèmes qui en émergent et qui anticipent ceux du *Treatise on Money* (1930). La seconde partie se focalise sur le *Treatise* à proprement parler, ainsi que la transition de cet ouvrage à la *Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie* (1936) suite à la crise économique du début des années 1930. La troisième et dernière partie aborde ainsi la réponse apportée par la *Théorie Générale* à ce problème, en démontrant que la théorie de l'investissement qui y est développée est au cœur de son analyse des fluctuations et cycles économiques.

**Mots clés :** John Maynard Keynes ; histoire de la pensée économique ; histoire de la macroéconomie ; fluctuations économiques ; cycle économique ; investissement

## Abstract

The dissertation argues that there is a recurrence in Keynes's thought as regards economic fluctuations : investment is considered as the primary factor driving these fluctuations. The first part explains how, in the author's early writings, some topics and problems that would be discussed in the *Treatise on Money* (1930) would emerge out of an interest for monetary instability. The second part focuses on the *Treatise* as such, but also on the transition between this book and the *General Theory of Employment, Interest and Money* (1936) following the economic crisis of the Great Depression. Finally the third part discusses the answer given by the *General Theory* to this problem, by showing that investment as understood and explained in this book is at the center of an analysis of economic fluctuations and business cycles.

**Keywords :** John Maynard Keynes ; history of economic thought ; history of macroeconomics ; economic fluctuations ; business cycle ; investment