

Le financement des pertes ou l'emploi des profits empêchent-ils l'épargne d'influer sur l'investissement ? Un débat entre Keynes et ses commentateurs (1930-1932)

Frédéric Dupont

Estiva Reus

1 Les implications hétérodoxes du mode de formation des prix exposé dans *A Treatise on Money*

En 1936, la *Théorie générale* se présente d'emblée comme une critique globale de la pensée classique. Rien de tel dans *A Treatise on Money*. En débutant ce livre, l'auteur n'avait pas l'ambition de revoir les fondements de la théorie économique. Pourtant, une fois parvenu à sa conception finale de la détermination du niveau des prix, il est très conscient du fait qu'elle entre en contradiction avec certains aspects de l'orthodoxie¹. Les équations fondamentales font de P et P' deux variables déterminées par des facteurs totalement distincts². Au moment où se forment les prix, le volume de l'output est donné. Le prix P des biens de consommation dépend du comportement d'épargne des ménages. Le prix P' des biens d'investissement dépend des perspectives des entrepreneurs, de l'état du sentiment baissier du public, et de l'éventuelle intervention du système bancaire sur le marché des titres. Keynes insiste sur l'indépendance fondamentale des causes régissant P et P' , et sur les conséquences troublantes qui en découlent, lesquelles peuvent se résumer en deux propositions³.

¹ Le *Traité* conduit à un rejet de la loi de Say dans le sens que lui donnera Keynes dans le chapitre 2 section 6 de la *Théorie générale*.

² Nous utilisons dans cet article les définitions et notations des variables employées par Keynes dans son *Traité*. Leur signification est rappelée en annexe.

³ On trouvera un exposé précis de la position de l'auteur sur ce thème dans les trois textes suivants :

– *A Treatise on Money* (Keynes (1971a), pages 130-131).

– La réponse de Keynes à l'article de Robertson sur le *Traité* : « A Rejoinder », *The Economic Journal*, septembre 1931 (texte reproduit dans Keynes (1973a), pages 219-236).

1. Il n'existe pas de phénomène de vases communicants entre les deux secteurs de l'économie. Ce n'est pas parce que le secteur de la consommation enregistre des pertes ($-Q_1$) que le secteur de l'investissement doit obtenir des profits $Q_2 = Q_1$.
2. L'existence d'un windfall macroéconomique n'est pas imputable aux facteurs habituellement invoqués pour en rendre compte. Il se peut que $Q < 0$ sans qu'il y ait thésaurisation de la part des agents économiques. Inversement, une situation où $Q > 0$ peut être observée sans qu'il y ait ni déthésaurisation ni création monétaire.

Ces propositions s'opposent à une conception couramment admise et qui peut être illustrée par l'exemple suivant. Supposons que les entreprises mettent sur le marché une production de coût $E = 100$, dont $E_1 = 80$ pour les biens de consommation et $E_2 = 20$ pour les biens d'investissement. L'épargne d'équilibre est de 20, mais l'épargne effective (S) s'élève à 30. Les recettes du secteur de la consommation ne sont que de 70, de sorte qu'il subit une perte de $Q_1 = -10$. Cependant, l'épargne se porte sur le marché financier et atteint finalement les producteurs de biens d'investissement via l'émission de titres neufs. Leurs recettes s'élèvent à 30, si bien que $Q_2 = +10$. La perte du secteur 1 engendre un profit égal du secteur 2, à moins qu'une fraction de l'épargne ne soit thésaurisée. La perte macroéconomique $Q = Q_1 + Q_2$ se confond alors avec le montant de la thésaurisation nouvelle.

Ce raisonnement suppose que les prix des deux secteurs résultent entièrement de la confrontation des flux liés à l'activité productive de la période (les revenus formés en T achètent le produit réalisé en T). Il n'en va pas de même chez Keynes et cela suffit à expliquer que $(-Q_1)$ diffère de Q_2 . P obéit à une logique de flux. Il résulte de la rencontre entre la production courante de biens disponibles et la dépense se portant sur ces biens, dont le montant dépend du comportement d'épargne. En revanche, P' obéit à une logique de stocks. Il exprime le choix des agents relatif à la composition de l'ensemble de leur patrimoine. Le fait que l'épargne ne constitue qu'une addition marginale à la richesse totale suffit à justifier qu'une petite variation de son montant ait un impact négligeable sur P' . Son influence se trouve submergée par le poids du déterminant fondamental du prix des titres (dont dépend le prix des biens d'investissement), à savoir l'état du sentiment baissier. À quelques nuances près, la détermination du prix des titres dans le *Traité* correspond à la détermination du taux d'intérêt dans la *Théorie générale* à travers la préférence pour la liquidité. Cet aspect de la pensée de Keynes étant largement connu, nous ferons porter notre attention dans cet article sur un autre aspect de sa démonstration. Il réside dans l'idée que *les opérations financières requises par la couverture des pertes ou par l'emploi des profits suffisent à annihiler toute répercussion du déséqui-*

– « Saving and Usury », *The Economic Journal*, mars 1932 (article reproduit dans Keynes (1979), pages 13-16).

Voir également l'illustration de la théorie keynésienne proposée par Joan Robinson (1933).

libre d'un secteur sur celui de l'autre. Cette idée ne conduit pas seulement l'auteur à soutenir que l'épargne a peu d'influence sur P' . Il affirme qu'elle n'en a aucune.

« Un accroissement de l'épargne relativement à l'investissement au cours d'une période quelconque signifie que les épargnants se retrouvent en fin de période avec un accroissement de richesse qu'ils peuvent choisir de détenir sous forme d'actifs liquides ou non liquides, tandis que les producteurs de biens de consommation se retrouvent avec une diminution de richesse de même montant, qui doit les conduire à se défaire soit d'actifs liquides, soit d'actifs non liquides qu'ils possédaient antérieurement. À moins que la propension à thésauriser des entrepreneurs ne diffère de celle des épargnants [...] il en découle que l'excès d'épargne *en lui-même* ne provoque aucun changement du tout dans le prix des actifs non liquides. » (Keynes, « A Rejoinder », *Economic Journal*, septembre 1931; texte reproduit dans Keynes (1973a), p. 224)

Reprenons l'exemple utilisé plus haut, en supposant que les ménages placent toute leur épargne, tandis que les entrepreneurs couvrent la totalité de leurs pertes en cédant des titres. Une production de coût $E = 100$ est mise sur le marché, dont $E_1 = 80$ pour les biens de consommation et $E_2 = 20$ pour les biens d'investissement. Si l'épargne est de 30, le secteur 1 subit des pertes de (-10) mais le secteur 2 n'enregistre aucun profit. Car l'épargne de 30 n'est consacrée que pour 20 à l'acquisition de titres neufs émis pour acheter des biens de production. Les 10 restants sont employés à acquérir des titres cédés par les entrepreneurs du secteur 1 pour financer leurs pertes, qu'il s'agisse de titres anciens qu'ils prélèvent sur leur patrimoine, ou de titres neufs spécialement émis à cet effet. On vérifie que :

- l'excès d'épargne est responsable de la perte Q_1 ;
- l'excès d'épargne ne suscite pas un profit Q_2 ;
- personne n'a thésaurisé, dans le sens où personne n'a cherché à accroître ses encaisses inactives. Certes, les entrepreneurs ont capté de la monnaie en cédant des actifs. Mais leur but n'était pas d'amasser des liquidités. Ils ont simplement collecté les fonds nécessaires à l'extinction de leurs dettes, les recettes des ventes s'étant avérées insuffisantes pour le faire.

Le même raisonnement vaut dans la situation inverse. Si les producteurs de biens de consommation dégagent des profits Q_1 du fait d'une épargne inférieure à la normale, cela ne déprime pas le prix des titres et donc celui de l'investissement neuf. La demande d'actifs financiers émanant des ménages ordinaires est plus faible que si l'épargne s'était située à son niveau d'équilibre. Mais en employant le windfall Q_1 , les entrepreneurs se substituent aux épargnants défaillants.

L'indépendance parfaite entre les situations des deux secteurs repose sur l'idée que les pertes doivent être financées et les profits employés. Même en faisant abstraction du rôle du sentiment baissier et de la présence sur le marché financier de l'ensemble des détenteurs du patrimoine, le windfall empêche une correspondance exacte entre la valeur des biens et la valeur des revenus répartis pour leur donner naissance. En effet :

- Il arrive que la dépense du revenu ne rencontre pas la seule offre de biens (ou celle des titres neufs qui les représentent). Il suffit que les entrepreneurs ne parviennent pas à couvrir les coûts engagés pour qu'elle rencontre de surcroît une offre de titres qui ne sont que l'expression financière de leurs pertes.
- Inversement, il arrive que l'offre de biens ne rencontre pas la seule dépense du revenu. Il suffit que les entrepreneurs réalisent des profits d'aubaine pour qu'un flux de monnaie supplémentaire puisse s'ajouter aux coûts de production dans l'acquisition de l'output.

Une conséquence notable du modèle de formation des prix contenu dans le *Traité* est que le lien entre épargne et investissement est doublement rompu : l'épargne de la période n'influe ni sur le volume de l'investissement courant, ni sur sa valeur.

La première propriété (absence de lien entre volume de l'investissement et épargne courante) n'est pas spécifique au modèle keynésien. Il la partage avec d'autres approches de caractère séquentiel : d'abord les entrepreneurs décident du niveau et de la structure de la production; ensuite la demande s'exprime. Dès lors, la part des biens capitaux dans l'output étant fixée, l'épargne ne saurait la modifier en rien, du moins si l'on admet que la nature physique des biens déjà produits leur interdit d'être affectés indifféremment à la consommation ou à l'investissement⁴. Dans le *Traité*, Keynes rend cette propriété explicite, et invite à plusieurs reprises le lecteur à prendre conscience de son importance. Il insiste sur l'idée que l'épargne et l'investissement sont séparés dans le temps, et qu'ils relèvent d'agents distincts.

« L'épargne est le fait du consommateur individuel et consiste en l'acte négatif de se priver de consacrer la totalité de son revenu courant à la consommation. L'investissement d'autre part est l'acte de l'entrepreneur qui a pour fonction de prendre les décisions qui déterminent le montant de l'output non disponible. [...] Quand un investissement positif a lieu, la consommation tombe en dessous de l'output, quel que soit le volume de l'épargne. » (Keynes (1971a), p. 55)

« Un fait paradoxal d'importance majeure – déjà mentionné précédemment – mérite d'être rappelé. L'addition à la richesse accumulée de la communauté sur une période quelconque dépend des décisions qui sont prises, principalement par les entrepreneurs et les financiers, au cours de cette période quant au montant de l'output sous forme de capital fixe ou circulant, et non pas des décisions de l'ensemble des citoyens relatives à la part épargnée de leurs revenus monétaires. » (Keynes (1971a), p. 283)

Privée de son rôle traditionnel dans l'allocation des ressources productives, l'épargne apparaît dans le *Traité* comme une catégorie dont l'importance, au sein de la période où elle se forme, relève exclusivement de la répartition. Par exemple, dans le cas de figure d'une épargne excessive ($S > I'$),

⁴ On trouvait déjà cette caractéristique chez Robertson (1926). Quel que soit le montant de la thésaurisation des ménages, ils obtenaient le volume de biens de consommation sortant du processus productif. Les comportements d'épargne individuels servaient seulement à déterminer dans quelle mesure la privation de biens serait volontaire ou forcée, et à répartir les biens disponibles entre les parties en présence.

« l'épargne, au lieu de se traduire par un accroissement de la richesse globale, a simplement provoqué un double transfert : un transfert de consommation des épargnants vers l'ensemble des consommateurs, et un transfert de richesse de l'ensemble des producteurs vers les épargnants, la consommation et la richesse totales demeurant inchangées. » (Keynes (1971a), p. 156)

Dans tout système où la production précède l'expression de la demande, cette dernière fournit une information périmée : elle indique trop tard aux entreprises ce qu'il aurait fallu faire pour satisfaire les attentes du marché. Toutefois, si les producteurs s'attendent à ce que le comportement des acheteurs présente une certaine permanence, la demande courante peut orienter la production future. Le modèle du *Traité* a ceci de particulier que l'épargne n'y joue même pas le rôle d'indicateur tardif de la demande d'investissement. Son montant affecte la consommation, et à travers elle Q_1 , ce qui peut conduire les entreprises concernées à revoir l'échelle de leur activité. En revanche, il est sans effet sur le secteur de l'investissement⁵ (absence de lien entre l'épargne courante et la valeur de l'investissement). En effet, pour les raisons exposées plus haut, *l'épargne n'agit pas sur le prix P'* , et n'a donc aucun impact sur les profits du secteur 2.

Dans le schéma usuel où les prix des deux secteurs obéissent à une logique de flux, et où l'on ignore les opérations financières requises par les profits et pertes, l'épargne exerce une influence symétrique sur chacun d'eux. Trop d'épargne nuit au secteur de la consommation mais engendre des profits pour celui de l'investissement, si bien que quand les uns revoient leur activité à la baisse, les autres sont incités à augmenter la leur. Dans le modèle keynésien, le second effet disparaît, d'où une vision plus négative des conséquences de l'épargne. Trop d'épargne ne conduit pas l'économie à plus d'investissement, mais à moins de production⁶.

⁵ Il en allait de même dans le modèle de Robertson de 1926, mais cela tenait à une hypothèse particulière : le capital n'était pas commercialisé – et donc ne donnait pas lieu à l'expression d'une demande – tandis que l'épargne avait pour seul débouché la thésaurisation. Le trait remarquable du *Traité* réside dans l'idée que l'épargne n'exerce aucun effet sur l'investissement futur, bien qu'il existe un marché des biens capitaux, et que la richesse financière puisse être détenue sous forme de titres émis pour acquérir des équipements productifs.

⁶ « On a pris l'habitude de penser que la richesse du monde avait été péniblement accumulée grâce à la privation volontaire de consommation immédiate que l'on appelle épargne. Mais il devrait être évident que la simple abstinence ne suffit pas à bâtir des cités ni à assécher des marais. [...] C'est l'esprit d'entreprise qui construit et améliore les possessions du monde. [...] Pire encore, non seulement l'épargne peut exister sans l'entreprise, mais lorsque l'épargne précède l'entreprise, elle décourage positivement la reprise de l'activité et enclenche un cercle vicieux par son effet négatif sur les profits. Si l'esprit d'entreprise est en éveil, la richesse s'accumule quoi qu'il advienne de l'épargne; et si l'esprit d'entreprise est en sommeil, la richesse périlite quoi que fasse l'épargne. [...] En effet, l'entreprise n'est pas liée directement à l'épargne, mais seulement de façon lointaine; et le lien qui devrait les unir fait souvent défaut. Car le moteur qui mène l'entreprise n'est pas l'épargne mais le profit. » (Keynes (1971b), pages 132-133)

2 Les discussions suscitées par *A Treatise on Money* : présentation des thèmes et des acteurs

Les réactions suscitées par la thèse de Keynes à la parution du *Traité* constituent un matériau précieux pour en évaluer la solidité. Y participèrent en effet des économistes comme Robertson ou Hayek qui avaient eux aussi réfléchi à la dimension temporelle de l'économie et à son caractère monétaire, et qui avaient abordé, sous des angles divers, le thème de la différence entre épargne et investissement. On trouve également parmi les commentateurs de jeunes économistes (Kahn, Robinson, Kaldor, Sraffa...) tout disposés à explorer des voies de recherche nouvelles. On n'assiste donc pas à un combat manichéen dans lequel un Keynes révolutionnaire monterait à l'assaut d'une forteresse conservatrice. La plupart des commentateurs du *Traité* cherchèrent à comprendre avant de critiquer. Pour autant, leur lecture fut sans complaisance, et ils furent prompts à dénoncer ce qui leur apparaissait comme des points de faiblesse.

Les discussions ont pour sujet principal la validité et la signification de la rupture introduite par Keynes entre épargne et valeur de l'investissement. Le débat porte donc sur ce qui distingue le *Traité* des travaux d'inspiration voisine. Keynes soutient que l'épargne n'affecte pas les prix des biens de production mis sur le marché, et la prive ainsi de son rôle de signal favorisant l'investissement futur. Les doutes exprimés à cet égard par ses lecteurs portent sur les deux arguments avancés par Keynes pour parvenir à ce résultat.

Argument 1. Au lieu de concevoir le marché financier comme un lieu où se rencontrent épargnants et entrepreneurs, Keynes introduit un troisième groupe d'acteurs, les détenteurs du patrimoine ancien. L'état du sentiment baissier de ce groupe, numériquement dominant, relègue au rang de quantité négligeable tout autre facteur susceptible d'influer sur le prix des titres. Certains commentateurs (Hayek, Robertson) soutiendront en substance que l'originalité de cette thèse est plus apparente que réelle : il suffit de la traduire dans le vocabulaire des équations quantitatives, ou encore de l'exprimer en faisant appel à la notion de thésaurisation, pour qu'elle retrouve une apparence beaucoup plus familière. Cette dimension du débat ne sera pas abordée dans cet article.

Argument 2. La nécessité d'employer les profits ou de financer les pertes neutralise totalement l'impact d'une variation de l'épargne sur le prix des titres. Nous nous en tiendrons ici à l'examen de cette seconde idée⁷. Pour ce faire, nous ferons abstraction de l'existence du premier argument, c'est à dire que nous raisonnerons

⁷ À notre connaissance, cette idée – dans la formulation qu'en donne Keynes – n'a guère été abordée dans l'immense littérature secondaire suscitée par *A Treatise on Money*. C'est pourquoi notre étude s'appuie uniquement sur les textes de Keynes et de ses commentateurs parus dans les années 30.

comme si les détenteurs du patrimoine ancien (titres et monnaie) n'avaient aucun rôle à jouer, de sorte que les seuls acteurs du marché financier sont les épargnants et les entreprises. On supposera de plus qu'aucun de ces acteurs ne désire détenir de la monnaie comme composante de sa richesse. Ce procédé, pour artificiel qu'il soit, présente l'intérêt de permettre d'évaluer séparément la portée du second argument de Keynes. De surcroît, la plupart de ses contradicteurs se placent effectivement dans le cadre restreint que l'on vient de décrire lorsqu'ils abordent ce thème. On verra cependant que, pour contrer certains de leurs arguments, Keynes doit faire appel à la première dimension de sa thèse.

Nous nous appuyerons dans ce qui suit sur les textes suivants :

Les échanges Hayek-Keynes. Hayek consacre un long article au *Traité* paru en deux parties dans *Economica* (août 1931 et février 1932). Keynes répond à la première (« The Pure Theory of Money. A Reply to Dr Hayek »), ce qui donne lieu à un « Rejoinder » de Hayek (*Economica*, novembre 1931).

Les échanges internes à Cambridge. Ils ont pour protagonistes centraux Robertson et Keynes, dont les positions respectives seront portées à la connaissance du public grâce à l'article de Robertson « Mr Keynes' Theory of Money » paru dans l'*Economic Journal* de septembre 1931, accompagné du « Rejoinder » de Keynes. Ces deux textes sont l'aboutissement d'une discussion qui se poursuit depuis plusieurs mois, et dont les termes sont connus d'autres Cambridgeiens. On compte parmi eux Kahn et Sraffa, dont une partie des réflexions nous sont parvenues grâce à leur correspondance avec Keynes au cours de l'année 1931.

L'argument 2 de Keynes fait l'objet de différentes attaques, que nous examinerons successivement :

- Hayek et Kaldor estiment que les entrepreneurs peuvent réagir à des pertes autrement qu'en cédant des actifs financiers.
- Kahn examine ce qu'il advient si les windfall sont consacrés à la consommation, et montre que dans ce cas les résultats du *Traité* se trouvent inversés.
- Robertson et Sraffa soutiennent que l'argument de Keynes ne vaut que si l'on fait une hypothèse particulière concernant la séquence des opérations sur le marché financier.

Keynes ne répondra qu'à la dernière objection.

3 Les pertes doivent-elles être couvertes par des opérations financières ?

3.1 La teneur des critiques formulées par Kaldor et Hayek

En 1931, Kaldor n'est encore qu'un simple étudiant à la London School of Economics. Le 19 novembre, il se décide pourtant à écrire à Keynes pour lui faire part – très respectueusement – des doutes que lui inspirent certains aspects du *Traité*. Il remarque notamment que la thèse selon laquelle l'épargne excédentaire ne contribue en rien à faire monter P' suppose que les entrepreneurs couvrent l'intégralité de leurs pertes en cédant des actifs financiers, offrant ainsi un débouché non productif aux placements des épargnants. Mais ceci constitue à ses yeux un cas particulier, car d'autres solutions s'offrent aux entrepreneurs déficitaires.

« Dans la mesure où les entrepreneurs couvrent une partie de leurs pertes (1) en réduisant leur propre revenu (2) en distribuant moins de dividendes (3) en abaissant les salaires ou (4) en licenciant des travailleurs, ou en adoptant une combinaison quelconque de ces méthodes, il y aura une certaine hausse du prix des titres (car le supplément de monnaie venant des épargnants et allant se porter sur les titres sera plus grand que le supplément de titres vendu par les entrepreneurs déficitaires), et par conséquent, ceteris paribus, il y aura une certaine hausse de l'investissement neuf. » (Lettre de Kaldor, reproduite dans (Keynes (1973a), p.239)

Hayek de son côté refuse la rupture du lien entre épargne et investissement sur la base de deux arguments.

Le premier (semblable au point (1) de Kaldor) consiste à dire que Keynes mystifie le lecteur lorsqu'il inclut dans S un revenu qui n'a jamais été perçu, pour s'étonner ensuite de ce qu'il ne finance pas l'investissement. Ce cas de figure se présente d'après Hayek lorsque l'entrepreneur, n'obtenant pas les recettes espérées, se verse à lui-même un revenu inférieur à la normale. La différence entre son revenu effectif et son revenu normal est incluse dans le E et dans le S du *Traité*, alors qu'elle n'a aucune existence⁸.

Le second argument est de portée plus générale, car il s'applique à des pertes de dimension quelconque, y compris lorsque leur importance est telle que l'entrepreneur ne saurait les compenser par une suppression totale de sa rémunération personnelle. Une épargne véritable est alors responsable de pertes réelles (recettes - coûts engagés) du secteur 1. Comment peut on

⁸ Sur ce thème, voir Hayek (1931b), p. 400. La même objection est formulée en ces termes par Robertson : « "L'épargne" ne peut provenir que des "revenus", si bien que lorsqu'un entrepreneur [...] s'abstient de consommer un revenu normal qu'il n'a jamais perçu, il est censé épargner. [...] Combien parmi ceux qui se sont ralliés à l'idée qu'une dépression est due à un excès de l'épargne sur l'investissement [...] sont conscients du fait que cette épargne si fâcheusement abondante pendant la dépression est largement composée de revenus que les entrepreneurs n'ont pas dépensés pour la simple raison qu'ils ne les ont pas gagnés ? » (Robertson (1931), p. 407)

Hayek revient sur ce même thème dans le paragraphe XIII de son second >article sur le *Traité* (Hayek (1932), p. 31)

soutenir qu'une telle épargne ne favorise pas l'investissement ? Pour Hayek, cela exige une hypothèse exorbitante. Il faut supposer que les entrepreneurs ne tiennent aucun compte des signaux du marché, sinon ils choisiraient la solution (4) de Kaldor (produire moins) plutôt que de s'acharner à céder des actifs sur le marché financier afin de capter la monnaie qu'ils n'ont pas obtenue dans les ventes.

« Mais que signifie réellement le fait qu'une partie de l'épargne courante soit employée à couvrir les pertes du secteur de la consommation [...] ? Cela doit vouloir dire que bien que la production de biens de consommation soit devenue moins profitable [...] les entrepreneurs continuent à produire les deux types de biens [*biens de consommation et biens d'investissement*] dans les mêmes proportions qu'avant. Comment peut-on justifier une telle hypothèse ? L'affirmation de M. Keynes selon laquelle il n'existe pas de mécanisme [...] égalisant l'épargne et l'investissement pourrait être étendue avec une justification similaire à la proposition plus générale selon laquelle il n'existe pas de mécanisme automatique dans le système économique le poussant à adapter la production à tout autre déplacement de la demande. » (Hayek (1931b), p. 401)⁹

3.2 L'origine du désaccord entre Keynes et ses contradicteurs

Pourquoi Keynes et Hayek parviennent-ils à des conclusions diamétralement opposées ? Une explication possible est qu'ils raisonnent avec des hypothèses différentes concernant le régime monétaire et le statut des entrepreneurs. Mais ces hypothèses demeurant implicites, voire inconscientes, le débat s'en trouve obscurci.

Les propositions de Keynes sont totalement vraies si trois conditions sont réunies.

- 1) On est dans un régime de pure monnaie de crédit. La monnaie est émise par les banques sur demande des entreprises pour financer l'activité productive. Elle doit être restituée aux banques à l'échéance du crédit¹⁰. Dès lors, les entreprises dont les recettes de ventes s'avèrent insuffisantes pour honorer cet engagement doivent trouver un moyen pour régler leur dette résiduelle envers les banques.
- 2) *Tous* les revenus sont avancés, ou du moins leur montant est irrévocablement fixé par contrat au moment d'engager la production. Cette contrainte doit s'appliquer y compris aux revenus de la propriété et de l'entreprise. Dans ces conditions, si les entrepreneurs vendent en dessous du prix espéré, ils n'ont pas le recours de réduire leur propre rémunération, ni celui de distribuer moins de dividendes. Le réalisme d'une telle

¹⁰ Cette conception du processus de création-destruction de la monnaie est au cœur de la littérature circuitiste contemporaine. Pour une présentation de ce courant, on peut consulter (entre autres) Lavoie (1987), ou Deleplace et Nell (1996). Sur la présence, dans les écrits de Keynes lui-même, de cette conception des rapports entre création monétaire et activité économique, on peut consulter Graziani (1985, 1991).

hypothèse peut être mis en doute. Néanmoins, son rejet ne rend pas totalement caduque la thèse keynésienne, même s'il en tempère la portée. Le montant des pertes à couvrir ne concerne plus la totalité de l'écart entre recettes espérées (revenus normaux) et recettes effectives; il correspond seulement à la différence entre les revenus garantis par contrat et les recettes effectives. Il suffirait de redéfinir E (et donc S) de façon à ce qu'il inclue les seules avances pour que la position de Keynes retrouve une validité absolue, sous réserve que la troisième condition ci-dessous soit remplie.

- 3) Les entrepreneurs sont de purs débiteurs. Ils ne financent eux-mêmes aucune parcelle du capital physique, ni aucune rémunération de facteurs. Les entreprises ne disposent pas de capitaux propres. Enfin, l'échéancier des remboursements est fixé de la manière la plus stricte. Toute recette normale doit immédiatement être affectée à l'extinction d'une dette de même montant. Par exemple, les emprunts contractés pour acquérir le capital fixe donnent lieu à des remboursements échelonnés sur la durée de vie de l'équipement, si bien qu'il est impératif qu'à chaque période les recettes de vente couvrent l'amortissement.

Les propositions de Hayek sont vraies dans un monde présentant les caractéristiques opposées :

- 1) On est dans un régime à monnaie métallique,
- 2) Les entrepreneurs se confondent avec les capitalistes et financent sur leurs propres deniers l'intégralité des dépenses de production¹¹.

Sous réserve de choisir le corps d'hypothèses approprié, les positions des deux parties sont parfaitement justifiées. Hayek a raison de penser que si les entrepreneurs du secteur 1 engagent 100 sur une monnaie leur appartenant en propre et ne récupèrent que 90 à l'issue des ventes, ils ne sont tenus à aucune opération financière. Ils se sont appauvris de 10, mais ne sont endettés envers personne. S'ils persévéraient dans la même activité par la suite, les 90 de monnaie restants suffisent à alimenter la production réduite qui correspond aux attentes du marché (sous réserve que la demande future reproduise la demande présente). Pourquoi dans ces conditions iraient-ils vendre des titres pour un montant égal à leurs pertes (10) ? Rien ne les y oblige. S'ils le font malgré tout, c'est parce qu'ils restent sourds aux indications du marché. Ils s'obstinent à réunir une somme globale de 100 pour maintenir la même échelle de production à la saison suivante, alors que visiblement il n'existe pas de débouchés pour un produit de cette taille. Cette attitude absurde des entreprises du secteur 1 interdit l'adaptation de la structure de l'offre (moins de biens de consommation, plus de biens d'investissement) qui serait nécessaire pour atteindre l'équilibre à la période suivante¹². Même dans ce cas, l'épargne excédentaire de 10 n'a pas l'effet dépressif annoncé

¹¹ Ces caractéristiques correspondent au système de paiement métallique sans crédit tel qu'il est décrit par Cartelier (1996), p. 62-66.

¹² Sous réserve que le partage du revenu entre consommation et épargne de $T + 1$ soit identique à celui observé en T .

par Keynes. Car elle ne manque de stimuler la production du secteur 2 que parce que le secteur 1 *maintient* la sienne.

Le raisonnement de Keynes est tout autre. Hayek a tort de lui imputer l'idée que les entrepreneurs sont insensibles aux signaux du marché. Il est clairement dit dans le *Traité* que le niveau d'activité évolue en fonction des windfall subis. Si le secteur 1, ayant engagé 100 à la période T , obtient des recettes de 90, il *réduit* sa production¹³ en $(T + 1)$. Pourtant, les entrepreneurs déficitaires cèdent des titres d'une valeur de 10 sur le marché financier et absorbent ainsi l'épargne excédentaire. Ils ont besoin de collecter 100 au total, non pas pour financer la production de $(T + 1)$ mais simplement pour *éteindre les dettes* contractées en T . Si les recettes de vente n'y suffisent pas, il faut combler la différence par une cession d'actifs ou par un emprunt nouveau.

On peut tirer deux enseignements des réflexions qui précèdent.

- Les objections de Kaldor et Hayek incitent à nuancer les conclusions de Keynes. Même dans un système à monnaie de crédit, toute recette inférieure au niveau normal n'oblige pas les entrepreneurs à céder des titres pour le montant total de la différence. Ils peuvent comprimer des revenus variables qui ne sont pas avancés. De plus, si l'échéancier des remboursements ne coïncide pas exactement avec celui des recettes espérées, ou si l'entreprise dispose de quelques capitaux propres, elle peut supporter pendant un certain temps des reflux inférieurs aux coûts engagés sans avoir à se refinancer. Par exemple, si l'équipement fixe est acquis grâce à des fonds propres, et si les recettes de ventes compensent l'ensemble des coûts à l'exclusion de l'amortissement, il n'est pas indispensable de vendre des titres pour couvrir le déficit.
- Néanmoins la thèse de Keynes reste plus solide que celle de Hayek. Cette dernière s'applique pleinement à un monde à monnaie permanente, dans lequel profits et pertes n'entraînent qu'une redistribution de cette monnaie entre les capitalistes-entrepreneurs. En revanche, la position de Keynes est plus adaptée à l'analyse d'une économie à monnaie de crédit, c'est à dire dotée d'une monnaie sur laquelle pèse une contrainte d'extinction par remboursement. Dans un monde où les entreprises travaillent largement avec des fonds d'emprunt, lorsque les recettes tombent en dessous d'un seuil critique, le financement de détresse devient nécessaire. Or, cela suffit pour rompre la symétrie des situations des deux secteurs. Même en supposant qu'épargnants et entrepreneurs sont les seuls acteurs du marché financier,

¹³ Le niveau d'activité en $(T + 1)$ ne résulte pas mécaniquement des événements de T ; il dépend des anticipations des entrepreneurs lors de l'engagement de la production nouvelle. Toutefois, les windfall passés exercent une influence déterminante sur ces anticipations car « une prévision exacte en ce domaine est si difficile [...] que le comportement moyen des entrepreneurs est en fait principalement gouverné par l'expérience courante... » (Keynes(1971a), p. 144). C'est pourquoi, lorsqu'il étudie des séquences de périodes dans le *Traité*, Keynes établit le plus souvent une relation directe entre les windfall enregistrés en T (ou l'écart I-S au niveau macroéconomique) et le niveau d'activité en $(T + 1)$. On retrouve cette même relation dans les conférences qu'il donne à Chicago en 1931 (Keynes (1973a), p. 343-367).

et en admettant que l'épargne est intégralement placée, une perte ($-Q_1$) peut n'engendrer qu'un profit $Q_2 < Q_1$.

4 L'indépendance entre épargne et valeur de l'investissement exige-t-elle que les profits ne soient pas consommés ?

Telle est la question soulevée par Kahn dans une lettre adressée à Keynes le 5 avril 1931 (lettre reproduite dans Keynes (1973a), p. 203). Keynes suppose que les windfall profits (pertes) donnent lieu à une acquisition (cession) d'actifs financiers qui neutralise l'impact de l'épargne sur le prix des titres. Kahn examine les conséquences de l'hypothèse inverse : les profits sont consacrés à la consommation; les pertes amènent les entrepreneurs à réduire leur consommation courante, ou à céder des stocks de biens de consommation préalablement constitués¹⁴.

Dans ce cas, une variation de l'épargne se répercute intégralement sur la valeur des titres neufs et sur le prix de l'investissement. Une épargne excédentaire ($S_E = S - I'$) provoque un profit du secteur 2 ($Q_2 = S_E$). Mais le secteur 1 ne souffre en rien de cette situation. Car, si les ménages ordinaires consomment moins pour dégager le supplément d'épargne S_E , les entrepreneurs consomment davantage grâce à la dépense du profit Q_2 ¹⁵. Tout comme chez Keynes, le profit des uns n'engendre pas la perte des autres et pour la même raison : des windfall réalisés au sein de la période interviennent dans la formation d'un des niveaux de prix. Mais il y a permutation des rôles :

- Le partage du revenu entre épargne et consommation est responsable du prix P' et de la valeur de l'investissement.
- En revanche, le partage du revenu n'a aucun impact sur les recettes du secteur de la consommation.

L'hypothèse de consommation des profits semble donc impliquer une inversion des conséquences macroéconomiques de l'épargne. Trop d'épargne stimule l'activité du secteur 2 sans nuire au secteur 1. En revanche, une épargne insuffisante exerce un effet dépressif, puisqu'elle détériore la situation des producteurs de biens capitaux sans améliorer celle des producteurs de biens de consommation.

¹⁴ Plus exactement, il s'agit d'un des cas de figure examinés par Kahn dans sa lettre du 5 avril 1931. Les autres ne seront pas abordés ici.

¹⁵ À la différence de ce que nous suggérons ci-dessus, Kahn ne soutient pas que les biens de consommation sont toujours vendus à leur prix d'équilibre. Pour lui, recettes du secteur 1 peuvent s'écarter de ses coûts. Il conçoit la différence sur la base d'une interprétation du phénomène de la jarre de la veuve qui lui est personnelle et qu'il serait hors de propos de développer ici.

Keynes ne répondit pas à l'objection de Kahn, bien que celui-ci eût renouvelé sa question dans une lettre du 7 mai 1931¹⁶. Il est vrai que la discussion entre Keynes et ses autres commentateurs portait à cette époque sur le cas où les entrepreneurs subissent des pertes. Or, appliquer la solution de Kahn dans cette hypothèse revient à leur imputer un comportement improbable : il faudrait que dans le passé les entrepreneurs aient choisi de conserver leur richesse sous forme de biens consommables, qu'ils revendraient lorsque surviennent des windfall négatifs. N'est-il pas plus crédible d'admettre, comme le fait Keynes, qu'ils utilisent des actifs financiers comme réserve de valeur ? Mais l'objection de Kahn n'est surmontée qu'à demi. Reste le cas des windfall positifs (et c'est celui que choisit Kahn en examinant le cas où $Q = Q_2 > 0$). Là, rien ne s'oppose à ce que les profits soient consommés plutôt que destinés au placement.

On pourrait soutenir toutefois que la situation envisagée par Kahn ne contredit en rien les enseignements du *Traité*. Le cas évoqué plus haut semble indiquer qu'un excès d'épargne provoque une augmentation égale de la valeur de l'investissement, sans nuire à celle de la consommation. Mais en réalité, il n'y a pas d'excès d'épargne au sens de Keynes.

Reprenons notre exemple de référence [$E = 100; E_1 = 80; E_2 = I' = 20$] en supposant cette fois que les windfall sont consommés. Les bénéficiaires du revenu E épargnent 30, provoquant un profit $Q_2 = 10$ du secteur 2. Le secteur 1 vend sa production pour 80, dont 70 vont aux titulaires du revenu normal et 10 aux bénéficiaires du profit Q_2 .

Kahn évalue l'épargne à 30, et en déduit que Q_2 est imputable à l'excès d'épargne de 10. C'est oublier que pour Keynes la consommation des profits est comptée comme une épargne négative.

$$S = \begin{array}{l} \text{épargne effective sur} \\ \text{les revenus normaux} \end{array} - \begin{array}{l} \text{dépense de consommation} \\ \text{financée à l'aide des windfall} \end{array}$$

$$S = 30 - 10 = 20$$

Dès lors, il n'y a rien de surprenant à ce que le secteur 1 vende sa production à son coût, puisque P dépend du montant de l'épargne, et que celui-ci se trouve à son niveau d'équilibre de 20.

Qu'en est-il du profit du secteur 2 ? En suivant à la lettre les définitions du *Traité*, on pourrait soutenir que l'exemple de Kahn vient conforter la thèse de l'indépendance entre I et S , et non point la contredire. En effet, voilà un cas où le secteur 2 dégage un profit alors que l'épargne ne dépasse pas le coût de production de l'investissement ! Mais ce serait cacher un vrai problème derrière une astuce de vocabulaire. La hausse du prix de l'investissement provient bien de ce que les titulaires du revenu E se sont abstenus de consommer 30 plutôt que 20. Quel que soit le nom que l'on

¹⁶ « Il semble que vous négligiez encore de prendre en considération le fait que l'épargne influe sur P' , excepté dans le cas où les profits ne sont pas du tout consacrés à la consommation. . . » (Lettre de Kahn reproduite dans Keynes (1973a), p. 212)

veuille donner à cette non-consommation, l'argument de Kahn est limpide : c'est elle qui détermine P' et Q_2 . Si la négation keynésienne de l'influence de S sur I ne tenait qu'à une définition inhabituelle de l'épargne, alors ce qui se présente comme une nouveauté théorique ne serait qu'un futile jeu de mots. Mais il est encore trop tôt pour conclure en faveur de Kahn. Il ne suffit pas de supposer que les profits sont consommés pour rétablir la détermination de I par S . Encore faut-il admettre les autres hypothèses qui sous-tendent l'exemple donné ci dessus :

- La première est l'absence sur le marché financier d'autres offreurs que les émetteurs de titres neufs.
- La seconde concerne la séquence des échanges sur les deux marchés des biens (consommation et investissement) et sur celui des titres.

Dans la mesure où ces deux thèmes se trouvent au centre de la discussion entre Robertson et Keynes, nous attendrons d'en avoir pris connaissance avant de revenir à la question soulevée par Kahn.

5 L'absence d'impact de l'épargne sur le prix de l'investissement repose-t-elle sur une hypothèse particulière relative à l'ordre des transactions ?

Cette question est soulevée par Robertson dans son article de septembre 1931, et la réponse de Keynes figure dans le « Rejoinder » paru dans le même numéro de l'*Economic Journal*. Dès le mois de mai 1931, Sraffa avait repris à son compte la critique de Robertson.

5.1 La question posée par Robertson et Sraffa

« Nous devons, je pense, décrire l'équilibre comme un état des affaires dans lequel deux flux de monnaie émanent du "public", l'un (A) passant à travers les négociants en biens de consommation pour aller vers les producteurs de biens de consommation, l'autre (B) passant à travers les négociants en titres [...] pour atteindre les producteurs de machines neuves. [...] Maintenant, supposons que le "public" ressentant un désir accru d'épargner sans thésauriser, détourne un ruisseau de monnaie du flux A vers le flux B. Le prix des biens de consommation chute, et nous pouvons accepter provisoirement l'affirmation de M. Keynes selon laquelle leurs producteurs subissent des "pertes". Mais [...] le flux B sera accru exactement du même montant et les producteurs de machines feront des "profits" exactement égaux aux pertes des producteurs de biens de consommation. Si, par conséquent, un cordonnier appauvri se hâte vers le marché pour vendre un lot d'emprunts de guerre, l'acheteur (s'il y en a un) qui s'empressera de les lui acheter ne sera pas un membre du "public" mais (par exemple) un armateur prospère. » (Robertson (1931), p. 400-401)

La divergence entre les conclusions de Robertson et de Keynes paraît ne tenir qu'à une question de « timing ».

- Si les épargnants placent S *avant* que les producteurs du secteur 1 ne financent leurs pertes, alors l'épargne influe sur P' et $(-Q_1)$ est égal à Q_2 . L'épargne joue bien son rôle de signal tardif incitant à réorienter l'activité en faveur de l'investissement. L'inadéquation entre la structure de la production et celle de la demande provoque une réallocation de la richesse, mais le transfert a lieu au sein de la classe des entrepreneurs. Les producteurs du secteur 1 s'appauvrissent du montant dont s'enrichissent les producteurs du secteur 2. Les actifs cédés par les entrepreneurs déficitaires sont acquis par les entrepreneurs excédentaires.
- Si les épargnants placent S *au moment même* où les producteurs du secteur 1 financent leurs pertes, alors l'épargne est sans effet sur P' . Seul subsiste l'impact dépressif sur le secteur de la consommation, puisque rien n'incite les entreprises à produire davantage de biens d'investissement. Le transfert de richesse a lieu entre les entrepreneurs du secteur 1 et les ménages ordinaires.

Pour trancher entre les deux termes de cette alternative,

« Il est par conséquent capital de déterminer l'ordre dans lequel les pertes et les profits sont réalisés, et le moment où les pertes sont couvertes. » (Sraffa, lettre à Keynes du 9 mai 1931, reproduite dans Keynes (1973a), p.209)

Or, selon Sraffa, la solution de Robertson paraît plus réaliste car, poursuit-il, un minimum de temps doit s'écouler entre le moment où une entreprise vend ses produits et constate des pertes, et celui où elle prend des dispositions pour y faire face. Si l'on admet ce point, la solution de Keynes ne semble plus valoir que dans certaines circonstances :

- 1) Si les biens de consommation sont vendus *avant* les biens d'investissement, de sorte qu'au moment de l'émission des titres neufs destinés à acquérir les biens capitaux les entreprises du secteur 1 connaissent déjà leur situation et prennent les dispositions financières qu'elle exige. Mais cette antériorité ne répond à aucune nécessité logique, et ne saurait être érigée en règle générale.
- 2) Si les pertes sont financées *avant* d'être effectives. Du fait de la durée de gestation des produits, un intervalle sépare le moment où une entreprise décide du niveau de son activité de celui où elle est en mesure de proposer les produits correspondants sur le marché. Entre-temps peuvent survenir des événements qui l'amènent à revoir à la baisse ses perspectives de débouchés. Les coûts ayant déjà été engagés, l'entreprise n'a plus les moyens d'éviter une perte prévisible. Mais elle peut juger préférable d'émettre les titres destinés à financer son déficit avant que celui-ci ne soit connu du public, afin de trouver plus facilement des prêteurs. Si un tel scénario n'est pas à exclure, il ne recouvre pas l'ensemble des situations possibles. En particulier, il ne joue pas lorsque les pertes ne sont pas anticipées.

L'objection de Robertson et Sraffa s'applique aussi bien à la thèse de Keynes qu'à celle de Kahn qui en est le symétrique. Ce dernier admet également

que les profits des uns ne font pas les pertes des autres, mais inverse les positions respectives des deux secteurs en supposant que les windfall sont destinés à la consommation. Sraffa aurait pu remarquer que ce raisonnement ne valait que si les profits du secteur 2 étaient employés *au moment même* où ils se forment, ou si les biens d'investissement étaient systématiquement vendus *avant* les biens de consommation. Car sinon, un excès d'épargne des ménages provoque simultanément une perte du secteur de la consommation et un profit égal de celui de l'investissement. Le fait qu'*ensuite* les entrepreneurs du secteur 2 emploient leur profit à acheter des stocks de biens de consommation que sont obligés de leur céder les entrepreneurs du secteur 1 n'a plus aucune influence sur le prix des biens de consommation qui ont été vendus à l'étape précédente¹⁷.

Avant d'aborder la réponse de Keynes, il convient de rappeler que les pages qui précèdent ne retiennent qu'un aspect de la thèse qu'il défend. Pour les besoins de l'analyse, l'argument de la couverture des pertes a été extrait de son contexte. On a cherché à en évaluer l'impact en admettant qu'épargnants et entrepreneurs étaient les seuls acteurs du marché financier. Robertson et Sraffa ont montré que, dans ce cas, l'épargne pouvait dans des circonstances plausibles déterminer entièrement la valeur de l'investissement. Il ne faut pas oublier cependant que cette conception du marché financier n'est pas celle de Keynes, et c'est précisément sur ce point qu'il va s'appuyer pour répondre aux critiques de ses commentateurs.

5.2 La réponse de Keynes

Dès le 15 mai 1931, Keynes récuse l'objection de Sraffa.

« Vous dites "J. M. K. soutient que les épargnants excédentaires achètent des actifs non liquides *au moment même* où les entrepreneurs victimes de pertes en vendent". Mais je ne dis rien de tel. Je dis qu'il est indifférent de savoir ce qui se produit en premier. » (Lettre de Keynes à Sraffa, reproduite dans Keynes (1973a), p. 211)

Dans son « Rejoinder » de septembre 1931, Keynes situe en ces termes l'erreur d'interprétation de sa position commise par Robertson et Sraffa.

¹⁷ Rappelons que le *Traité* suppose un régime de prix flexibles. Tous les biens achevés dans la période sont mis sur le marché et entièrement écoulés. La rencontre entre la quantité totale de biens produits et la valeur de la demande en détermine le prix. Le stock de bien de consommation dont il est question ici n'est donc pas une fraction de la production courante du secteur 1 qu'auraient délibérément réservée les entreprises, mais une partie du patrimoine personnel des entrepreneurs constitué dans les périodes antérieures.

« Supposons un instant avec M. Robertson que les épargnants affectent leur épargne [...] avant que les entrepreneurs déficitaires ne prennent les dispositions nécessaires à la couverture de leurs pertes [...]. M. Robertson semble penser que la totalité de ces fonds, en l'absence de thésaurisation accrue, doit se diriger vers l'achat d'actifs non liquides nouvellement produits [...]. Mais c'est se méprendre totalement sur la nature du marché du capital. Le prix des biens d'investissement, à la fois neufs et anciens, devra monter suffisamment pour amener certains de leurs détenteurs, compte tenu de leur propension à thésauriser, à se défaire d'une partie de leurs actifs non liquides [...]. » (Keynes (1973a), p. 228-229)

Le point essentiel réside dans la mise en évidence du rôle des détenteurs du patrimoine ancien. Il est vrai qu'en admettant le décalage de Robertson, on doit accepter l'idée qu'un supplément d'épargne, *ceteris paribus*, provoque une certaine hausse du prix de l'investissement neuf. Néanmoins, l'essentiel de la théorie keynésienne est sauf. Les profits du secteur 2 ne sont pas égaux aux pertes du secteur 1. Un exemple numérique simple suffit à illustrer la position de Keynes.

Supposons que le capital d'un pays ait été acquis au cours de périodes successives grâce à l'émission de titres négociables.

À la période T_0 , le capital réel de l'économie a pour contrepartie 100 000 titres de valeur faciale 10 F. On supposera que leur cours en T_0 est également de 10 F, si bien que $K_0 = 1\,000\,000$ F.

À la période T_1 , le coût de production des biens d'investissement I' s'élève à 20 000 F. Les anticipations des entrepreneurs sont telles qu'ils sont disposés à acquérir les équipements produits à leur coût, aux conditions prévalant antérieurement sur le marché financier. Ils émettent donc 2000 titres neufs de valeur faciale 10 F, s'attendant à recueillir 20 000 F qu'ils consacreront à l'achat de biens de production.

À cette même période, l'épargne s'élève à 22 000 F, dépassant de 2000 F son niveau d'équilibre, ce qui provoque une perte ($Q_1 = -2000$ F) pour les entreprises du secteur de la consommation¹⁸.

On admettra qu'épargnants et entrepreneurs ont la même propension à thésauriser, que l'on supposera nulle par commodité. Les ménages veulent donc consacrer toute leur épargne à l'acquisition de titres, tandis que les entrepreneurs cèdent des titres pour le montant total de leurs pertes, ou en achètent pour la valeur totale de leurs profits. Pour se placer dans le cadre des hypothèses de Robertson et Sraffa, on supposera que les épargnants effectuent leurs placements *avant* que les entrepreneurs du secteur 1 ne couvrent leurs pertes. Comment se déroulent les transactions sur le marché financier ? *Si les émetteurs de titres neufs étaient les seuls vendeurs d'actifs*, il est clair que l'épargne s'emploierait tout entière à les acheter, si bien que

¹⁸ L'ordre de grandeur de ces chiffres a été choisi de façon à respecter les dimensions suggérées par Keynes dans sa lettre à Sraffa du 19 mai 1931 :

« Je suppose que l'épargne annuelle totale ne dépasse pas 2% du capital. La variation de l'épargne totale au cours d'une année atteindra difficilement 10% de l'épargne totale, soit 0,2% du capital. » (Keynes (1973a), p. 209)

leur prix effectif s'élèverait à :

$$\frac{22\,000\text{ F}}{2000\text{ titres}} = 11\text{ F par titre}$$

Les 22 000 F collectés serviraient à acheter des biens d'investissement neufs, permettant au secteur 2 de dégager un profit exactement égal à la perte du secteur 1.

$$Q_2 = I - I' = 22\,000\text{ F} - 20\,000\text{ F} = 2\,000\text{ F}$$

Dans un second temps seulement, les entrepreneurs du secteur 1 vendraient des titres pour une valeur totale de 2000 F lesquels seraient acquis grâce à la dépense du windfall du secteur 2, matérialisant ainsi un transfert de richesse interne à la classe des entrepreneurs.

Mais c'est oublier que *les détenteurs de titres anciens sont également des acteurs du marché financier*. En l'absence de variation du sentiment baissier, l'excès d'épargne va bien provoquer un mouvement de hausse du prix des actifs. Mais dès qu'il aura commencé à se faire sentir, certains propriétaires de titres anciens basculeront du camp des haussiers dans celui des baissiers, si bien que leur offre entrera en concurrence avec celle des émetteurs de titres neufs. Supposons qu'il suffise que le prix des titres (anciens et nouveaux) atteigne 10,1 F pour équilibrer le marché. À ce prix, la totalité de l'épargne (22 000 F) parvient à se placer en achetant les 2000 titres neufs pour 20 200 F et 178 titres anciens pour 1800 F¹⁹.

À cette étape du processus,

-- les épargnants n'ont plus aucun rôle à jouer;

· les entreprises du secteur 2 ont dégagé un profit :

$$Q_2 = I(20\,200\text{ F}) - I'(20\,000\text{ F}) = 200\text{ F}, \text{ soit seulement un dixième de la perte du secteur 1.}$$

On voit que la différence des valeurs absolues de Q_1 et Q_2 ne doit rien à l'emploi des profits ou au financement des pertes, puisque ces événements n'ont pas encore eu lieu. Elle ne provient pas non plus de la thésaurisation de l'épargne. Keynes répond ainsi à l'objection de Robertson et Sraffa. Quand bien même les windfall ne seraient employés qu'après le placement de l'épargne, une variation ΔS de l'épargne ne provoquerait pas une variation égale ($\Delta I = \Delta S$) de la valeur des biens d'investissement produits dans la période. Indirectement, il répond aussi à Kahn : quand bien même les windfall seraient intégralement consacrés à la consommation, il serait inexact de dire que P' est déterminé par le montant de l'épargne, car ceci suppose que seuls les titres neufs circulent sur le marché financier.

¹⁹ De façon générale, l'importance de la hausse du prix des titres provoquée par le supplément d'épargne dépend de l'état du sentiment baissier (courbe de « bearishness ») chez les détenteurs de l'ensemble du patrimoine. On a supposé ici qu'une hausse de 1% du prix des titres était nécessaire pour décider 0, 18% des propriétaires du capital ancien à délaïsser les titres au profit des dépôts d'épargne.

Une fois l'épargne placée, les entrepreneurs déficitaires du secteur de la consommation se présentent sur le marché. Ils doivent, en vendant des titres anciens qui leur appartiennent (ou en émettant des titres neufs), collecter une somme de 2000 F égale au montant de leurs pertes. Qui seront les acheteurs ? Pour une partie, il s'agira des entrepreneurs excédentaires du secteur 2 qui disposent d'un windfall de 200 F²⁰. Pour les 1800 F restants, il faudra décider quelques uns des détenteurs de la richesse ancienne à renoncer à leurs dépôts d'épargne. Si l'état du sentiment baissier de cette population n'a pas varié, cela exigera une baisse du prix des titres. Plus précisément, il faut que ce prix, qui avait atteint 10,1 F, retombe à 10 F pour que ceux qui avaient vendu des titres aux épargnants à l'étape antérieure, et qui avaient acquis en échange des dépôts d'épargne d'une valeur de 1800 F, passent de nouveau dans le camp des haussiers. Comme l'annonce Keynes, dès que les entrepreneurs perdants interviennent pour vendre des titres,

« l'effet de ces ventes sera de ramener le prix des actifs non liquide à son niveau antérieur. Rien par conséquent ne peut modifier ce prix antérieur, si ce n'est un changement dans le volume des dépôts inactifs ou un changement de la propension à thésauriser de la communauté dans son ensemble. Il me semble vraiment absurde de supposer que le résultat final dépend de l'ordre dans lequel les deux transactions ont eu lieu... » (Keynes (1973a), p. 229-230)

On notera cependant qu'en apportant cette réponse à Robertson, Keynes ne rétablit que partiellement la validité de sa position.

- 1) S'il est exact que le prix des titres revient à son niveau initial (10 F) malgré l'excès d'épargne, il ne faut pas occulter que le prix qui importe pour déterminer la valeur de l'investissement neuf est celui qui prévalait à l'instant précédent (10,1 F), au moment où les titres neufs ont été placés. Par conséquent, l'épargne a bien eu un effet positif, quoique limité, sur l'investissement.
- 2) Dans la configuration retenue (placement de l'épargne antérieur à l'utilisation des windfall), l'impact négligeable de S sur I ne doit rien aux opérations financières entreprises pour couvrir les pertes. Il s'explique entièrement par l'intervention des détenteurs du patrimoine ancien sur le marché financier. En leur absence, la thèse de Robertson²¹ serait vérifiée.

²⁰ Rappelons que pour simplifier l'exposé on a retenu l'hypothèse peu réaliste que les entrepreneurs (comme les épargnants) refusaient absolument la thésaurisation. Quel que soit le prix des actifs non liquides, ils préfèrent les titres à la monnaie.

²¹ Ou plutôt ce que nous avons présenté comme telle, en ne retenant de son propos que ce qui a un lien direct avec la question qui nous occupe. En réalité, la position de Robertson est plus subtile. En particulier, il ne prétend pas que les épargnants soient toujours les seuls acheteurs sur le marché financier.

Conclusion

Dans un passage de son « Rejoinder » de septembre 1931²², Keynes semblait attribuer une portée considérable aux opérations financières requises par l'utilisation des profits ou la couverture des pertes : il affirmait en effet que ces opérations suffisaient à priver l'épargne de toute influence sur la valeur de l'investissement.

L'étude des objections de ses commentateurs amène à tempérer la portée de cet argument. Il apparaît que le lien entre S et I n'est totalement rompu que si des conditions complémentaires se trouvent réunies. Il faut que les windfall donnent lieu à des transferts d'actifs financiers et non pas de biens consommables. Les transactions sur le marché des titres doivent obéir à un ordre particulier. Enfin, quand bien même ces conditions seraient vérifiées, il suffit de considérer que tous les revenus ne sont pas avancés, ou que la production n'est pas intégralement financée à crédit, ou encore que la durée des crédits n'est pas strictement calquée sur celle de la production, pour que l'épargne conserve un certain impact sur la valeur de l'investissement.

Ces restrictions n'ôtent pas toute pertinence à la position défendue par Keynes. Cependant, la stratégie qu'il adopte pour réfuter la critique de Robertson a pour effet de reléguer au second plan la question qu'il avait initialement soulevée. Plutôt que d'admettre que, considéré isolément, « l'argument 2 » ne vaut pas en toutes circonstances, Keynes préfère se retrancher entièrement derrière « l'argument 1²³ ». Dès lors, le lecteur est tenté de ne retenir qu'un seul enseignement de cette controverse : la négation (ou l'affaiblissement) du lien entre épargne et valeur de l'investissement ne peut être justifiée de façon générale que par la prise en compte de l'état du sentiment baissier (ou de son héritière, la préférence pour la liquidité). La tentation est d'autant plus forte que cette idée est la seule qu'a retenue la tradition keynésienne, telle qu'elle est encore enseignée aujourd'hui.

Pourtant, l'argument 1 ne méritait pas de disparaître à ce point dans les oubliettes de l'histoire. Même inapte à remplir la charge qui lui avait été initialement impartie (prouver à lui seul que l'épargne n'a *jamais aucune* influence sur la valeur de l'investissement), il mettait à jour des questions à la fois importantes et rarement explorées. Les économistes n'ont généralement vu dans les profits et les pertes qu'une information indiquant aux entreprises les attentes du marché, et les poussant à réorienter leur activité future. Dans une économie où la production est largement financée à crédit, Keynes a vu qu'ils avaient un impact plus immédiat, celui d'engendrer des opérations financières, lesquelles pouvaient avoir pour conséquence de

²² Cf. la première citation de Keynes donnée dans cet article. On trouve la même affirmation dans les deux autres textes mentionnés dans notre note 3.

²³ Argument 1 : S exerce une influence négligeable sur I en raison de la présence sur le marché des titres de l'ensemble des détenteurs du patrimoine financier.

Argument 2 : S n'exerce aucune influence sur I en raison des opérations financières requises par les windfall.

brouiller totalement les signaux du marché²⁴. Ce faisant, il n'a pas réussi à démontrer que l'épargne ne stimulait *jamais* l'investissement. Mais il a au moins prouvé que cela pouvait se produire en certaines circonstances et ce résultat est loin d'être négligeable. Avant lui, bien peu d'économistes auraient pu imaginer qu'une épargne non thésaurisée puisse manquer de trouver un débouché productif.

Par ailleurs, la voie empruntée par Robertson pour expliquer que la thèse défendue par Keynes n'a pas valeur universelle est elle-même fort intéressante. Elle révèle que, partant d'une situation donnée, des comportements identiques peuvent aboutir à des conséquences profondément distinctes selon la séquence des opérations²⁵. La formation des prix et la nature des transferts de richesse entre catégories d'agents ne peuvent être prédits si l'on connaît uniquement les dotations initiales et les fonctions d'offre et demande de chacun. On a là un cas exemplaire de dépendance au chemin suivi.

²⁴ L'importance de ce fait apparaîtrait sans doute mieux si l'on s'écartait du modèle stylisé où les entreprises ont une activité synchrone à l'intérieur de la période. Dans l'économie concrète, les cycles de production individuels se chevauchent, de sorte que l'on conçoit sans peine que certaines entreprises effectuent les opérations financières exigées par leurs windfall au moment où d'autres parviennent au stade de mise en vente de leurs produits.

²⁵ Certains des écrits préparatoires au *Traité* révèlent que Keynes fut lui aussi attentif pendant un temps au suivi détaillé des flux monétaires, employant une méthode voisine de celle de Robertson. Par-delà le sujet particulier de la controverse relatée ici, il nous semble qu'en prêtant davantage attention à cette approche, on apporterait un éclairage utile sur des questions dont les keynésiens débattent encore de nos jours.

Annexe : Définition des variables utilisées par Keynes dans *A Treatise on Money*

On n'exposera dans ce qui suit ni les équations fondamentales de la valeur de la monnaie, ni la formation du prix des biens d'investissement. Cette annexe a pour unique objet de présenter les variables utiles à la compréhension de notre article.

Définissons en premier lieu les grandeurs réelles.

O : l'output de la période. *O* est un agrégat net. Il se divise en deux composantes : l'output disponible (*R*) et l'output non disponible (*C*), si bien que $O = R + C$.

R : le volume des biens de consommation émergeant du processus productif au cours de la période.

C : le volume de l'accroissement du capital matériel au cours de la période, sous toutes ses formes (capital fixe, circulant, liquide).

À ces trois variables réelles sont associés trois niveaux de prix.

Π : le niveau général des prix.

P : le niveau des prix des biens de consommation.

P' : le niveau des prix des biens d'investissement.

On a donc : $\Pi O = PR + P'C$

L'investissement en valeur $P'C$ est également noté *I*.

Les grandeurs réelles peuvent comme ci-dessus être valorisées par leur prix. Elles peuvent également être évaluées par leur coût, ce qui exige la définition d'une nouvelle variable,

E : le revenu, ou coût de production de l'output *O*. Plus précisément, il désigne simultanément « (1) le revenu monétaire de la communauté (2) les revenus [earnings] des facteurs de production (3) le coût de production » (Keynes (1971a), p. 111). *E* regroupe :

– les salaires

– les rentes et revenus du capital (intérêts, etc.)

– la rémunération normale des entrepreneurs, c'est à dire le revenu qui « s'ils étaient en mesure de négocier de nouveau avec les facteurs de production, aux taux de rémunération en vigueur, ne les inciterait ni à augmenter ni à réduire leur niveau d'activité. » (Keynes (1971a), p. 112)

E peut être fractionné en deux composantes :

– le coût de production des biens de consommation : $E_1 = E(R/O)$

– le coût de production des biens d'investissement $E_2 = E(C/O)$. Ce dernier est également noté *I'*.

Q : le windfall profit ou perte ne fait pas partie de *E*. Il est défini comme la différence entre la rémunération effective des entrepreneurs et leur rémunération normale.

Le prix P des biens de consommation résulte de la confrontation entre le flux de biens disponibles (R) et le flux de dépense se portant sur ces biens ($E - S$), de sorte que : $PR = E - S$.

S désigne l'épargne. Le windfall étant exclu du revenu, et pouvant néanmoins être consacré à la consommation, la mesure de S doit obéir à une convention particulière afin d'assurer la cohérence des relations :

« Si un entrepreneur dépense une partie de son profit en consommation courante, alors cela équivaut à une épargne négative; et s'il réduit sa consommation courante parce qu'il subit des windfall pertes ceci [...] équivaut à une épargne positive. » (Keynes (1971a), p. 112)

Les windfall profits ou pertes sont mesurés par l'écart entre la valeur de l'output et le montant des revenus versés pour sa réalisation. En reprenant la partition du produit qui sert de support aux équations fondamentales, il est possible de distinguer trois types de windfall :

- les windfall Q_1 enregistrés sur les biens de consommation : $Q_1 = PR - (E/O)R$
- les windfall Q_2 enregistrés sur les biens d'investissement : $Q_2 = P'C - (E/O)C$
- les windfall totaux Q : $Q = \Pi O - E$

Au prix de quelques transformations, il vient :

$$Q_1 = PR - (E/O)R = (E - S) - (E - I') = I' - S$$

$$Q_2 = P'C - (E/O)C = I - I'$$

$$Q = Q_1 + Q_2 = I - S$$

Bibliographie

- Deleplace G. et Nell E. J. (1996), « Introduction : Monetary Circulation and Effective Demand », dans *Money in Motion*, ouvrage collectif sous la direction de Deleplace et Nell, Grande Bretagne, Macmillan Press LTD.
- Cartelier J. (1996), *La monnaie*, collection Dominos, France, Flammarion.
- Graziani A. (1985), Le débat sur le "motif de financement" de J. M. Keynes, *Économie Appliquée*, tome XXXVIII n°1, pp. 159-175.
- Graziani A. (1991), La théorie keynésienne de la monnaie et le financement de l'économie, *Économie Appliquée*, tome XLIV n°1, pp. 25-41.
- Hayek F. (1931a), Reflections on the Pure Theory of Money of Mr Keynes, *Economica*, août 1931, pp. 271-295.
- Hayek F. (1931b), A Rejoinder to Mr Keynes, *Economica*, novembre 1931, pp. 398-403.

- Hayek F. (1932), Reflections on the Pure Theory of Money of Mr J. M. Keynes (continued), *Economica*, février 1932, pp. 22-44.
- Keynes J. M. (1931a), A Rejoinder, *Economic Journal*, Septembre 1931, (reproduit dans Keynes (1973a) pp. 219-236).
- Keynes J. M. (1931b), The Pure Theory of Money : A Reply to Dr Hayek, *Economica*, novembre 1931 (reproduit dans Keynes (1973a) pp. 243-56).
- Keynes J. M. (1932), Saving and Usury, *Economic Journal*, Mars 1932 (reproduit dans Keynes (1979) pp. 13-16).
- Keynes J. M. (1971a), *A Treatise on Money : The Pure Theory of Money, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol V, Londres, Macmillan.
- Keynes J. M. (1971b), *A Treatise on Money : The Applied Theory of Money, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol VI, Londres, Macmillan.
- Keynes J. M. (1973a), *The General Theory and After, Part I, Preparation. The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol XIII, Londres, Macmillan.
- Keynes J. M. (1973b), *The General Theory of Employment, Interest and Money. The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol VII, Londres, Macmillan.
- Keynes J. M. (1979), *The General Theory and After, A Supplement. The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol XXIX, Londres, Macmillan.
- Lavoie M. (1987), Monnaie et production : une synthèse de la théorie du circuit, *Économies et Sociétés* série MP, tome XXI n°9, pp. 65-101.
- Robertson D. H. (1926), *Banking Policy and the Price Level*, Londres, P.S. King & Son.
- Robertson D. H. (1931), Mr Keynes' Theory of Money, *Economic Journal*, septembre 1931, pp. 395-411.
- Robinson J. (1933), A Parable on Saving and Investment, *Economica*, février 1933, pp. 75-84.