



**HAL**  
open science

# Pourquoi le capital reste rare et le problème économique non résolu - L'éclairage de la Théorie Générale

Angel Asensio

## ► To cite this version:

Angel Asensio. Pourquoi le capital reste rare et le problème économique non résolu - L'éclairage de la Théorie Générale. 2024. halshs-04631122

**HAL Id: halshs-04631122**

**<https://shs.hal.science/halshs-04631122v1>**

Preprint submitted on 2 Jul 2024

**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.

# **Pourquoi le capital reste rare et le problème économique non résolu**

## **L'éclairage de la Théorie Générale\***

Angel Asensio

CEPN, CNRS - Université Paris 13 - Sorbonne Paris Nord

Juin 2024

Dans son essai *Economic Possibilities for our Grandchildren*, publié en 1930 dans le contexte de la grande dépression, J.M. Keynes défendait vigoureusement l'idée selon laquelle, sous l'effet de l'accumulation du capital, le problème économique de l'humanité serait résolu ou presque à l'horizon d'un siècle. L'évolution de sa pensée devait par la suite le montrer plus nuancé cet égard. Le présent article rassemble les éléments qui, dans la Théorie Générale publiée en 1936, concernent l'accumulation du capital et les conditions sous lesquelles celui-ci pourrait n'être plus rare à long terme. Car la rareté du capital est liée au problème économique de plusieurs manières. D'abord, parce qu'elle donne à son propriétaire le privilège de prélever sur le revenu national, au détriment de la part qui revient au travail, plus que la rémunération qui serait suffisante pour que le capital soit affecté à la production s'il n'était tout simplement pas rare. Ensuite, parce qu'en rendant le capital plus cher, cette rente affaiblit l'incitation à investir et la demande effective, ce qui d'une part pèse sur la croissance économique et l'emploi, et d'autre part repousse l'horizon au-delà duquel le capital cesserait d'être rare. L'article dévoile ce faisant des traits méconnus, mais pourtant essentiels, de la Théorie Générale quant au rôle de la monnaie et de la politique macroéconomique.

Mots clés: distribution du revenu, "euthanasie du rentier", monnaie, rareté du capital, stagnation séculaire, socialisation de l'investissement, taux d'intérêt spécifiques.

Classification JEL: B22, E00, E12, E2, E4, E5, E6

---

\* Le sujet de cet article fut conçu en vue de la conférence "Economic Possibilities for our Grandchildren, 90 years later", LILLE Post-Keynesian Conference (6-8 December 2023), mais l'article ne put être achevé à temps pour être présenté. Le texte est en partie basé sur un ouvrage en cours de finalisation au moment de la conférence (voir Asensio 2024), dont certains passages – y compris les deux graphes - ont été adaptés aux fins de la présente argumentation.

Dans un essai paru en 1930, prenant le contre-pied des doutes suscités par la crise de 1929 quant à la résilience de l'économie de marché, Keynes mettait en avant les prouesses accomplies tout au long de l'histoire grâce au progrès technique et à l'accumulation du capital pour défendre l'idée qu'il serait dans l'ordre des choses que le problème économique de l'humanité s'estompe à long terme:

“J'en conclus qu'en l'absence de guerres importantes et d'une importante augmentation de la population, le problème économique pourrait être résolu, ou du moins en passe de l'être, d'ici une centaine d'années. Cela signifie que le problème économique n'est pas - si l'on se projette dans l'avenir - le problème permanent de l'humanité” Keynes, 1930 (traduction personnelle).

Comme en témoigne le texte de présentation dans les *Essays in Persuasion*, “Economic Possibilities for our Grandchildren” fut rédigé dans les dernières années de la décennie 20.<sup>1</sup> Keynes n'avait alors pas encore pris conscience des changements majeurs qui, par la suite, allaient structurer la Théorie Générale. Il raisonnait dans le cadre de pensée du *Treatise on Money*, également publié en 1930, dont les fondements théoriques, encore emprunts de l'approche traditionnelle, le laissèrent cependant insatisfait et firent l'objet de la profonde révision dont allait procéder la Théorie Générale publiée en 1936 :<sup>2</sup>

“Lorsque nous avons commencé la rédaction du *Treatise on Money*, nous évoluions encore dans la conception traditionnelle qui considère l'action de la monnaie comme un facteur pour ainsi dire indépendant de la théorie générale de l'offre et de la demande. Lorsque nous eûmes terminé ledit ouvrage, nous avons déjà réalisé certains progrès dans la transformation de la théorie monétaire en une théorie de la production dans son ensemble. Mais nous n'avions pas réussi à nous affranchir suffisamment de certaines idées préconçues ; et notre défaut d'émancipation se manifeste dans ce qui nous apparaît maintenant comme la faiblesse essentielle des parties théoriques de l'ouvrage (les Livres III et IV), c'est-à-dire dans notre

---

1 “Cet essai fut présenté pour la première fois en 1928 sous la forme d'un exposé devant plusieurs petites sociétés, dont *Essay Society* à Winchester College et *Political Economy Club* à Cambridge. En juin 1930, Keynes développa ses notes dans une conférence intitulée ‘Economic Possibilities for our Grandchildren’ (Possibilités économiques pour nos petits-enfants) qu'il donna à Madrid. Cette conférence fut publiée sous forme littéraire en deux parties dans *Nation and Athenaeum*, les 11 et 18 octobre 1930, en plein marasme économique” (traduction personnelle).

2 Voir la préface de *The General Theory* et les précisions fournies dans l'Introduction Editoriale.

impuissance à fournir une explication complète des effets produits par les *variations* du volume de la production” Keynes 1936 (Préface de la première édition anglaise, XV-XVI, p 10 dans la traduction de J. de Largentaye).

Dans cette dernière, le franc optimisme affiché par Keynes en 1930 fait place à un optimisme conditionnel, subordonné à une politique économique au long cours et découlant d'une conception plus large et plus complexe que le seul soutien à la demande agrégée.

Pour en saisir les contours, il convient au préalable de cerner le problème économique dans son entier, ce qui nécessite de pénétrer dans la Théorie Générale au delà du principe de la demande effective et de l'équilibre de sous-emploi qu'il sous-tend. Le présent article rassemble les éléments qui, dans l'œuvre maîtresse de Keynes, concernent l'accumulation du capital et les conditions sous lesquelles celui-ci pourrait n'être plus rare à long terme.<sup>3</sup> Car la rareté du capital est liée au problème économique de plusieurs façons. D'abord, parce qu'elle donne à son propriétaire le privilège de prélever sur le revenu national, au détriment de la part qui revient au travail, plus que la rémunération qui serait suffisante pour que le capital soit affecté à la production s'il n'était tout simplement pas rare.<sup>4</sup> Ensuite, parce qu'en rendant le capital plus cher, cette rente affaiblit l'incitation à investir et la demande effective, ce qui d'une part pèse sur la croissance économique et l'emploi, et d'autre part repousse l'horizon au-delà duquel le capital cesserait d'être rare.

Dans la mesure où la rareté du capital procède d'une accumulation insuffisante, la réflexion portera sur ce qui, dans la Théorie Générale, est susceptible de brider durablement l'investissement agrégé. L'analyse, basée sur la théorie de la préférence pour la liquidité et des taux d'intérêt spécifiques, examinera les conditions sous lesquelles le capital peut rester rare en longue période, ainsi que les conditions requises pour remédier à sa rareté. Elle mettra en évidence l'interaction entre les mesures de politique économique requises pour le plein emploi, et celles nécessaires au “plein investissement”, interaction occultée quand il ne s'agit que de répondre à court terme à l'insuffisance de la demande effective, mais qu'il est nécessaire de prendre en compte dès lors qu'il s'agit aussi de réduire à long terme la rareté du capital et les problèmes qui en découlent au plan de l'utilisation des ressources et de la répartition du revenu.

---

3 “... la demande de capital est strictement limitée en ce sens qu'il ne serait pas difficile d'accroître l'équipement jusqu'à ce que son efficacité marginale tombe à un chiffre très faible. Ceci ne veut pas dire que l'usage des biens capitaux ne coûterait presque rien, mais seulement que le revenu qu'on en tirerait n'aurait guère à couvrir que la dépréciation due à l'usure et à la désuétude, augmentée d'une marge pour compenser les risques ainsi que l'exercice de l'habileté et du jugement” Keynes 1936, 375 (p 369 dans la traduction de J. de Largentaye).

4 Ce gain supplémentaire pour le capitaliste diffère, bien entendu, de la rémunération de l'entrepreneur pour sa contribution à la production de richesses.

Les trois premières sections traitent de la nature du problème posé par l'insuffisance de l'investissement agrégé. Les trois sections suivantes examinent les solutions envisageables, ainsi que les contours d'une politique de plein emploi compatible avec l'objectif à long terme de plein investissement. La dernière section conclut.

### *I. Le fléau de la "pauvreté au sein de l'abondance"*

D'un point de vue théorique, la "pauvreté dans l'abondance" renvoie à une situation d'équilibre de sous-emploi dans un pays riche, situation que le principe de la demande effective permet d'éclairer dans le cadre de la Théorie Générale. Rappelons que la demande effective correspond, pour un système fermé, à l'équilibre en un point du temps entre l'offre et la demande globales de biens et services, représentées par les fonctions  $Z = \phi(N)$  et  $D = f(N)$ . Ces fonctions décrivent respectivement le revenu minimum, ou prix d'offre agrégé, que la production requiert pour chaque niveau d'emploi, et le montant de la demande agrégée que chaque niveau d'emploi permet d'anticiper étant donné que, par définition, sa composante  $D_1$  (consommation) dépend du revenu généré par l'activité, l'autre composante  $D_2$  (investissement), en étant indépendante.<sup>5</sup> Les deux fonctions sont croissantes et se croisent au point d'équilibre, c'est-à-dire au point vers lequel poussent les forces qui agissent dans le système économique à un moment donné : en dessous du niveau d'équilibre de l'emploi, les entrepreneurs dans leur ensemble sont incités à accroître l'activité, car le montant de la demande anticipée dépasse le prix de l'offre agrégée ; il n'y a clairement pas d'incitation à augmenter l'emploi au-delà du point d'intersection.<sup>6</sup>

La relation entre la consommation et le revenu courant joue un rôle clé dans l'explication de la persistance du sous-emploi, car elle est cause d'un déficit croissant entre la consommation et la production quand celle-ci augmente, ce qui soumet l'investissement à des conditions de plus en plus exigeantes pour que l'activité puisse continuer de croître:

---

5 Dans la mesure où le prix d'offre agrégé associé à chaque volume d'emploi est censé couvrir tous les coûts de production, y compris la rémunération des entrepreneurs, la fonction d'offre intègre les conditions de production (technologie disponible, coûts des facteurs, etc., y compris l'intensité de la concurrence).

6 L'équilibre doit s'entendre au sens large, et non pas simplement comme l'égalité du prix de l'offre globale et du prix de la demande globale sur le marché des biens. Car la demande globale dépend non seulement du taux d'intérêt d'équilibre, mais aussi de la distribution des revenus, qui est déterminée par la rémunération des facteurs de production et la propension à consommer les revenus du travail et du capital. Elle intègre donc le taux d'intérêt d'équilibre et le taux de salaire, qui seront discutés plus loin.

“... lorsque le revenu croît, la consommation croît aussi, mais dans une mesure moindre. La clé de notre problème pratique réside dans cette loi psychologique. Car il en découle que, plus le volume de l'emploi est grand, plus il y a de marge entre le prix de l'offre globale (Z) de la production qui lui correspond et la somme ( $D_1$ ) que les entrepreneurs peuvent espérer voir rentrer du fait de la dépense des consommateurs. Par suite, lorsque la propension à consommer ne change pas, l'emploi ne peut croître que si la dépense d'investissement  $D_2$  croît elle aussi, de manière à combler l'écart grandissant entre l'offre globale Z et la dépense de consommation  $D_1$ ” Keynes (1936, 29-30 ; p 54 dans la traduction de J. de Largentaye).

Il s'ensuit que le développement économique, au sens d'une augmentation de l'emploi et du revenu global, ne peut être soutenu que si, au fil du temps, les entrepreneurs trouvent suffisamment d'opportunités d'investissement pour absorber une part croissante de l'épargne courante ; et le problème est d'autant plus aigu si la propension marginale à consommer diminue à mesure que le revenu augmente, comme cela semble naturel, car, dans ce cas, l'investissement doit absorber une part croissante du revenu pour produire des biens de consommation qui n'en absorbent qu'une part décroissante. C'est pourquoi le sous-emploi est plus probable dans une économie relativement riche, avec une faible propension marginale à consommer et un stock de capital relativement abondant, reflétant le fait que les investissements les plus intéressants ont déjà été réalisés, que dans une économie où le revenu est trop limité pour que les gens puissent en épargner une grande partie, et où les opportunités d'investissement sont encore florissantes.<sup>7</sup>

## *II. Ce qui freine l'investissement et perpétue la rareté du capital*

Cette forme de “pauvreté dans l'abondance” est impensable dans l'approche orthodoxe du fonctionnement de l'économie concurrentielle où, du fait de la neutralité de la monnaie, tout se passe à l'équilibre comme si la partie de la production épargnée au cours d'une période donnée était vendue directement aux investisseurs à un prix concurrentiel, le taux d'intérêt ; comme si les transactions financières résultant de l'achat par les épargnants de titres émis par les investisseurs

---

7 “Cette analyse nous explique le paradoxe de la pauvreté au sein de l'abondance. Le seul fait qu'il existe une insuffisance de la demande effective peut arrêter et arrête souvent l'augmentation de l'emploi avant qu'il ait atteint son maximum.” Keynes 1936, 30-31 (p 54 dans la traduction de J. de Largentaye). Il est intéressant de noter que les configurations les plus propices à l'apparition d'un chômage persistant sont aussi celles qui rendent l'effet multiplicateur d'un accroissement de l'investissement le moins favorable (en raison de la faible propension à consommer), ce qui fournit un éclairage complémentaire sur le phénomène de “stagnation séculaire”.

étaient neutres. Mais la reconnaissance de l'incertitude fondamentale dans la Théorie Générale confère au taux d'intérêt d'équilibre le statut de prix de la liquidité égalisant l'offre et la demande de monnaie, et non pas l'offre et la demande de production courante non consommée, ce qui invalide la loi de Say et fait de la demande anticipée par les entrepreneurs le déterminant de la production et de l'emploi en tout point du temps.

Dans ce cadre conceptuel, la persistance du sous-emploi découle du fait que l'incitation à investir n'est pas suffisante pour combler l'écart qu'un niveau d'activité plus élevé laisserait entre la production et la consommation. Fondamentalement, l'investissement dans de nouveaux biens d'équipement exige que le rendement attendu soit supérieur au taux de rendement d'autres types d'actifs ou de richesses dans lesquels les fonds des investisseurs pourraient être investis. En tout point du temps, l'investissement global dans de nouveaux biens d'équipement est en principe élevé jusqu'au point où l'"efficacité marginale du capital" (le rendement marginal attendu), qui est une fonction décroissante du montant de l'investissement, est égal au taux de rendement qui peut être tiré des autres actifs. L'investissement sera insuffisant si ce taux de rendement, dorénavant noté  $R$ , est trop élevé pour qu'il y ait plein emploi. Mais ce principe nécessite quelques développements pour être pleinement intelligible.

Il convient pour cela de définir le concept de taux d'intérêt d'un actif d'une manière générale, c'est-à-dire d'une manière qui ne soit pas limitée a priori à la seule monnaie. Fondamentalement, le taux d'intérêt propre à un actif peut être défini comme le pourcentage de prime (ou de décote le cas échéant), mesuré en termes de l'actif lui-même, sur la base duquel les parties contractantes acceptent d'échanger le droit d'utiliser une certaine quantité de l'actif sur une période donnée (par exemple, un an). Il reflète le rendement au sens large, c'est-à-dire incluant les éléments essentiels suivants dans des proportions variables selon le type d'actif :

- i) le rendement de son utilisation dans une activité de production, ou des services rendus par sa consommation ( $q_i$ , qui est nul ou négligeable pour certains types d'actifs, comme la monnaie),
- ii) l'éventuelle prime de liquidité (c'est-à-dire la valeur attachée, indépendamment du rendement au sens strict, à la détention d'une partie d'un patrimoine sous cette forme, pour la sécurité ou la commodité relative qu'elle procure,  $l_i$ ),
- iii) les éventuels coûts de détention,  $c_i$ , qui réduisent le rendement total et ont par conséquent un impact négatif sur le taux d'intérêt propre d'un actif.

Comme les taux d'intérêt propres sont mesurés en termes des actifs eux-mêmes, ils ne sont pas directement comparables entre eux, mais il est possible de les mesurer en utilisant l'un de ces actifs comme étalon. La monnaie remplit généralement cette fonction, bien qu'un autre type d'actif puisse

être utilisé, comme il en sera question plus loin. Ces taux monétaires ( $R_i$ ) comprennent le taux d'appréciation attendu de l'actif par rapport à la monnaie ( $a_i$ ), c'est-à-dire l'augmentation attendue de son prix monétaire au cours de la période considérée (qui est nulle dans le cas de la monnaie):  $R_i = a_i + q_i + l_i - c_i$ .<sup>8</sup> Le taux d'intérêt propre peut être obtenu en soustrayant du taux d'intérêt monétaire de l'actif son taux d'appréciation attendu par rapport à la monnaie:  $R_i - a_i$ .

Dans un système théorique où ne sont produits que des actifs ordinaires, la production des actifs se déplace de ceux qui ont un taux d'intérêt monétaire plus faible, qui sont donc moins demandés en tant que moyens de détention de la richesse, vers ceux dont la demande augmente parce que leur taux d'intérêt monétaire est plus élevé. Cela réduit le stock et augmente le taux d'intérêt des premiers, en augmentant le stock et en réduisant le taux d'intérêt des seconds, de sorte que, en raisonnant sur une période donnée, les taux d'intérêt convergent à chaque instant vers une valeur commune, le taux d'intérêt d'équilibre  $R$ . Notons que la notion d'équilibre ne se réfère ici qu'aux forces qui empêchent les taux d'intérêt monétaires de s'écarter les uns des autres, et non pas à celles qui déterminent concomitamment leur niveau commun. Ces dernières, dans la Théorie Générale, relèvent de l'ajustement entre l'offre et la demande de monnaie, et les raisons pour lesquelles le taux d'intérêt de la monnaie est celui qui domine sont examinées ci-dessous.

### *III. Pourquoi le taux d'intérêt qui "fait la loi" est celui de la monnaie*<sup>9</sup>

Parmi ces raisons figure le fait que la monnaie est un actif dont les élasticité de production et de substitution sont nulles ou négligeables, en ce sens qu'en dehors de toute intervention des pouvoirs publics, le travail et le capital ne se réorientent pas spontanément de manière significative vers la production de ce type d'actif ou d'un substitut moins coûteux lorsque leur taux d'intérêt est plus élevé que celui des autres actifs et que leur demande augmente par conséquent.<sup>10</sup> Ces caractéristiques sont importantes dans la mesure où l'augmentation spontanée de la production et du

8 Le choix de l'étalon est neutre en ce qui concerne la comparaison des taux d'intérêt propres, car un changement d'étalon affecterait simplement le taux d'intérêt monétaire de tous les actifs de la même manière, en ajoutant ou en soustrayant le taux de conversion entre le nouvel étalon et l'ancien.

9 L'expression prend la place de "rules the roost" dans la traduction française de Jean de Largentaye.

10 Dans le cas d'une matière première monétaire telle que l'or, il peut y avoir une certaine élasticité de la production dans un pays producteur d'or, mais elle ne pourrait être dominante que dans un pays où la production d'or serait l'activité dominante. Une certaine élasticité de substitution de la monnaie-marchandise nationale est également possible dans un pays producteur d'or, dans la mesure où un autre actif monétaire doté d'une prime de liquidité suffisamment attrayante, nette des coûts de détention, peut concurrencer l'or.

stock d'actifs, qui tendrait à long terme à réduire leur taux d'intérêt, n'intervient pas dans le cas de la monnaie et des autres actifs dont les élasticité de production et de substitution sont faible ou nulle. Il s'ensuit que l'incitation des détenteurs de richesse à continuer d'accumuler d'autres types d'actifs s'arrête lorsque leur taux d'intérêt a rejoint celui de l'actif dont le taux d'intérêt est le plus réticent à diminuer. C'est ainsi qu'un actif dont la production est inélastique en vient à imposer son taux d'intérêt dans l'économie. La monnaie est l'un de ces actifs, ce qui aide à comprendre pourquoi c'est son taux d'intérêt qui domine généralement, mais il reste encore à expliquer pourquoi, parmi les actifs à élasticité de production et de substitution faible ou nulle, c'est le taux d'intérêt de la monnaie qui est le moins enclin à baisser.

La raison doit résider dans la prime de liquidité et les coûts de conservation, puisque ce sont les deux composantes essentielles du taux d'intérêt de la monnaie. La prise en compte de l'incertitude fondamentale établit dans la Théorie Générale un lien étroit, pour une quantité de monnaie donnée, entre le taux d'intérêt d'équilibre et l'état de la préférence pour la liquidité dont dépend la quantité demandée. Mais l'incertitude établirait le même type de lien pour un autre actif s'il en existait un possédant les mêmes attributs que la monnaie et offrant un taux d'intérêt plus attractif. C'est donc la nature de ces attributs qu'il convient d'examiner, et la manière dont ils contribuent à rendre la monnaie si attrayante.

Ces attributs découlent du fait que la monnaie est le moyen de paiement et de règlement des dettes institué par l'État. Le cours légal accordé à la monnaie contribue notamment à ce que les contrats soient généralement stipulés et réglés en monnaie, et le monopole d'émission confié à la banque centrale lui confère le contrôle de la quantité de monnaie en circulation, ce qui la soustrait du champ des actifs à élasticité de production et de substitution significativement positives. La prime de liquidité et l'attractivité que la monnaie retire de son contrôle par l'État sont renforcées par ailleurs par le fait qu'il est rassurant de détenir du patrimoine en monnaie lorsque les paiements et les dettes exigibles dans un avenir plus ou moins lointain sont également stipulés en monnaie, et par le fait que la confiance accordée aux institutions publiques permet d'utiliser des moyens de paiements dont le coût de production et la valeur intrinsèque sont très faibles, sinon nulle, de sorte que son coût de conservation est très bas.

En outre, les salaires sont plus stables lorsqu'ils sont stipulés en monnaie qu'ils ne le seraient s'ils étaient stipulés en un bien durable à production élastique, comme le bétail ou le blé, dont la valeur en monnaie peut varier considérablement dans le temps et dans l'espace en fonction des circonstances. Cela signifie que la monnaie, grâce à ses attributs, confère aux salaires monétaires - et donc à l'économie dans son ensemble - une relative stabilité (voir section V ci-dessous). Et à son tour, la relative stabilité des salaires stipulés en monnaie renforce la prime de liquidité de la

monnaie, puisqu'il est préférable, toutes choses égales par ailleurs, de détenir la richesse dans un étalon dont on s'attend à ce que la valeur en unités de salaire - la composante dominante du prix des biens et donc du coût de la vie - reste relativement stable dans le temps. Ainsi, la tendance des salaires à être plus stables lorsqu'ils sont stipulés en monnaie et la prime de liquidité attachée à la monnaie se renforcent l'une l'autre, et renforcent l'attractivité de la monnaie.

#### *IV. Pourquoi les taux d'intérêt résistent à la baisse*

Les banques centrales ne peuvent malheureusement pas toujours aligner le taux d'intérêt sur le niveau souhaité en agissant de manière appropriée sur la quantité de monnaie offerte, car il faudrait pour cela que la position de la courbe de demande de monnaie ne change pas pendant que la courbe d'offre se déplace, ce qui n'est pas assuré dans un contexte d'incertitude fondamentale, en raison de la nature changeante des opinions subjectives concernant l'avenir et de la préférence pour la liquidité. Ceci peut être illustré à l'aide de la formalisation simplifiée fournie dans l'annexe 1. En remplaçant le taux d'intérêt dans l'équation d'équilibre de l'offre et de la demande par le taux cible de la politique monétaire, noté  $R^T$ , on obtient le montant  $\bar{M}$  pour lequel la demande de monnaie est égale à l'offre lorsque le taux d'intérêt du marché  $R$  est égal à ce taux cible, c'est-à-dire  $\bar{M} = \mu_1 Y + Z - \mu_2 (R^T - p^e)$ . Mais ce faisant, on suppose implicitement que la fonction de demande de monnaie est indépendante de la politique choisie par la banque centrale, alors que celle-ci peut en fait l'influencer si le taux d'intérêt ciblé n'est pas considéré comme durable. En effet, lorsqu'une hausse du taux d'intérêt est anticipée, les anticipations conduisent à une hausse de la demande de monnaie si le marché pense que le taux d'intérêt va encore augmenter (et donc que le prix des titres à taux fixe va baisser), et inversement lorsqu'une baisse du taux d'intérêt est anticipée, de sorte que le taux d'intérêt s'établit au niveau considéré comme durable.<sup>11</sup> Cela signifie que par l'ajustement de la variable  $Z$ , la courbe de demande de monnaie est repositionnée de telle sorte que l'intersection avec l'offre se situe au niveau du taux d'intérêt jugé durable. Ce taux peut être celui souhaité par la banque centrale, mais il peut être différent si la politique monétaire semble irréaliste ou intenable aux yeux des acteurs du marché. Si le taux d'intérêt que le marché considère comme durable s'écarte

---

11 Si le taux d'intérêt tombe en dessous du niveau considéré comme durable, il y a une incitation à vendre des titres à revenu fixe et rendre ainsi les portefeuilles plus liquides pour deux raisons : premièrement, parce que la hausse attendue du taux d'intérêt diminue la valeur actualisée des titres précédemment émis, et deuxièmement, parce que la valeur actualisée des intérêts contractuels sur les anciens titres, c'est-à-dire de la prime de risque offerte aux détenteurs pour les inciter à céder des liquidités, diminue également en fonction de l'augmentation attendue du taux d'intérêt.

de l'objectif des autorités monétaires dans une proportion  $\zeta > 0$ , l'ajustement de  $Z$  conduira le marché à s'équilibrer pour un taux  $R = \zeta R^T$ , c'est-à-dire:

$$\bar{M} = \mu_1 Y + Z - \mu_2 (\zeta R^T - p^e)$$

$$\Rightarrow Z = \bar{M} - \mu_1 Y + \mu_2 (\zeta R^T - p^e)$$

L'ajustement de  $Z$  à cette valeur conduit le marché à s'équilibrer pour le taux d'intérêt que les participants considèrent comme durable, quel que soit le montant  $\bar{M}$ .<sup>12</sup> La figure 1, basée sur les aspects théoriques de l'annexe 1, illustre le cas où la banque centrale ne parvient pas à réduire le taux d'intérêt.

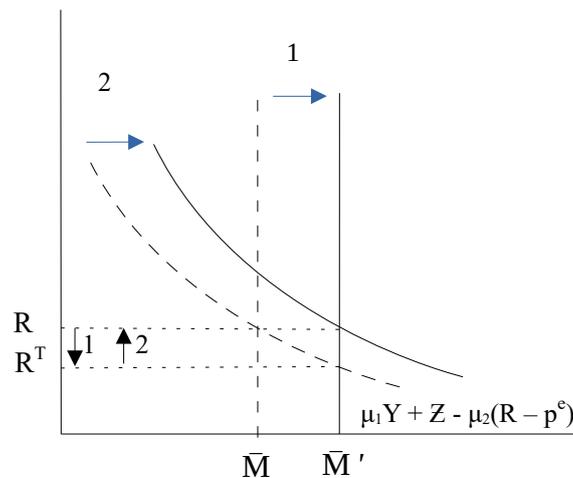


Figure 1. Échec de la réduction du taux d'intérêt

Lecture. La banque centrale augmente d'abord la quantité de monnaie en achetant des actifs sur les marchés financiers (1). Les investisseurs, pensant alors que le taux d'intérêt  $R^T$  qui en résulte n'est pas durable, anticipent une hausse du taux d'intérêt et une baisse des prix des actifs, et augmentent par conséquent la demande de monnaie en vendant des actifs (2). Au final, le taux d'intérêt reste supérieur à l'objectif de la banque centrale.

12 "Une politique monétaire qui frappe l'opinion publique par son caractère empirique ou par son aptitude à changer facilement peut donc manquer son but, si elle se propose de réduire fortement le taux de l'intérêt à long terme, parce que  $M_2$  peut tendre à croître presque sans limite en réponse à un abaissement de  $r$  au dessous d'un certain chiffre. La même politique au contraire peut s'avérer capable de réussir facilement si elle conquiert l'opinion publique parce qu'elle lui apparaît praticable, raisonnable, et conforme à l'intérêt général, parce qu'elle est fondée sur une ferme conviction, et parce qu'elle est mise en œuvre par une autorité qui ne risque pas d'être supplantée" Keynes 1936, 203 (p 212 dans la traduction de J. de Largentaye).

Il ne suffit donc pas que la banque centrale choisisse  $\bar{M}$  pour pouvoir contrôler le taux d'intérêt, elle doit convaincre le marché de la soutenabilité de l'objectif de taux d'intérêt ( $\zeta = 1$ ), de sorte que les courbes se croisent au point où  $R = R^T$ . En d'autres termes, la banque centrale ne pourra influencer efficacement le taux d'intérêt que si elle parvient à façonner les opinions subjectives du marché concernant le taux d'intérêt futur.<sup>13</sup> La question ne porte pas seulement sur les instruments qu'elle peut utiliser pour influencer la masse monétaire. Bien sûr, une action sur la quantité de monnaie peut contribuer à modifier les opinions subjectives du marché, mais elle n'est pas suffisante en soi et peut même s'avérer inutile dans certains cas, comme lorsqu'un engagement à fournir au marché les liquidités nécessaires pour maintenir le taux d'intérêt à sa valeur cible suffit à convaincre les marchés que ce taux sera durable.<sup>14</sup> À cet égard, la banque centrale ne pourra obtenir une réduction substantielle et durable du taux d'intérêt que si elle procède à de petites baisses successives, afin de ne pas susciter d'anticipations de hausse trop importante du taux d'intérêt, sous peine d'alimenter la préférence pour la liquidité et de compromettre les chances d'une réduction durable du taux d'intérêt. Une politique imprudemment ambitieuse se heurterait à cette difficulté. Pour réussir, la politique doit être suffisamment progressive pour faire accepter aux marchés que le taux d'intérêt atteint à chaque nouvelle étape sera durable.

Une baisse progressive des taux d'intérêt sera toutefois rendue de plus en plus difficile par le fait que la préférence pour la liquidité tend à croître lorsque le taux d'intérêt diminue, en raison du phénomène de "convexité" selon lequel l'anticipation d'une hausse du taux d'intérêt a un effet négatif d'autant plus fort sur le prix des obligations que le taux d'intérêt initial est bas. Cette question est couramment interprétée en termes de "trappe à liquidité", mais sans aucune référence au rôle décisif des opinions subjectives concernant l'avenir, ce qui fausse considérablement la compréhension du phénomène par rapport à la Théorie Générale. Selon la vulgate pseudo-keynésienne, la demande de monnaie deviendrait infiniment élastique lorsque le taux d'intérêt s'approche de la valeur minimale en dessous de laquelle personne ne souhaiterait détenir des titres aussi peu rémunérateurs, mais cela ne rend que partiellement justice à la véritable théorie de la préférence pour la liquidité, car le phénomène n'est pas lié au taux d'intérêt en soi, mais à l'écart du

13 Les banques centrales ont plus de chances de réussir dans leurs tentatives d'augmenter le taux d'intérêt que de le réduire, car d'un point de vue technique, elles ont le pouvoir et les instruments nécessaires pour assécher le marché des liquidités interbancaires, alors qu'elles ne peuvent pas garantir que le taux d'intérêt descende en dessous du niveau que le marché considère comme un minimum. Cependant, la résistance que les forces politiques et sociales peuvent opposer à une hausse des taux d'intérêt techniquement réalisable ne peut être ignorée.

14 Il n'est pas rare que les annonces des banques centrales fassent réagir les marchés avant que les mesures annoncées ne soient mises en œuvre, ce dont les banques centrales tiennent évidemment compte lorsqu'elles préparent leurs annonces.

taux d'intérêt par rapport au taux que les opinions subjectives considèrent comme durable. Bien qu'il puisse se produire à un taux d'intérêt proche de zéro ou du minimum acceptable pour les prêteurs, il peut également se produire à une valeur plus élevée.<sup>15</sup>

Ainsi, lorsque les anticipations à long terme ne sont pas très prometteuses, ce qui est d'autant plus plausible pour une économie relativement riche où la propension à consommer et les perspectives de retour sur investissement sont relativement faibles, le taux d'intérêt nécessaire pour atteindre le plein emploi peut être franchement inférieur au minimum viable, voire négatif, et donc inaccessible par le biais d'une augmentation de la quantité de monnaie, même avec une politique monétaire avisée et déterminée. Cet épuisement de l'effet d'une expansion de la quantité de monnaie sur le taux d'intérêt à mesure qu'il s'approche du plancher fonctionne de manière similaire lorsque les salaires et les prix baissent à quantité de monnaie donnée, libérant ainsi des liquidités à d'autres fins que les transactions.<sup>16</sup> Il n'y a donc de ce point de vue rien de mieux à attendre de politiques qui chercheraient à faciliter l'ajustement à la baisse des salaires et des prix, d'autant plus qu'elles ont des effets sur la demande effective qui dans l'ensemble laissent plus à craindre qu'à espérer.

#### *V. Pourquoi la flexibilité des salaires et des prix ne résout pas le problème*

Une baisse des salaires et des prix est susceptible d'affecter le point de demande effectif par le biais d'une série d'effets, dont certains affectent la consommation et/ou les dépenses d'investissement par le biais de mécanismes distributifs, tandis que d'autres agissent sur le climat des affaires, les anticipations ou le taux d'intérêt.<sup>17</sup>

Toutes choses égales par ailleurs, la baisse des salaires modifie la répartition du revenu global en faveur des détenteurs de capitaux, dont les profits augmentent symétriquement. Il s'ensuit qu'une part plus importante du revenu va à la partie de la population ayant une faible propension à

---

15 Le taux minimum ou plancher doit en effet couvrir les coûts engendrés par la mise en contact des prêteurs et des emprunteurs, prime de risque de défaut incluse.

16 Toutes choses égales par ailleurs, il en résulte une augmentation de la valeur d'échange - en termes de biens ou de travail - du stock de monnaie existant, ainsi que de la part de la monnaie dans la richesse totale exprimée en monnaie (puisque les prix des actifs non monétaires diminuent exprimés en monnaie, tandis que le prix de la monnaie en monnaie est invariable), dont l'effet sur le taux d'intérêt du marché est en principe le même que celui d'une augmentation de la quantité de monnaie à salaires et à prix constants.

17 La discussion qui suit va donc au-delà de l'effet d'"encaisse réelle" ou de "richesse réelle", avec une analyse bien plus riche et des conclusions moins optimistes que celles de la vision orthodoxe en matière d'emploi. Le mythe selon lequel Keynes aurait négligé de prendre en compte les effets de l'augmentation de la valeur réelle de la monnaie due à une baisse des salaires et des prix ne résiste pas à l'examen des chapitres 17 (pages 332 et suivantes) et 19 de la *Théorie générale*.

consommer, tandis que la partie de la population ayant une propension à consommer relativement élevée reçoit une part plus faible du revenu global. Il en résultera probablement une baisse de la propension globale à consommer et une baisse de la demande effective. Un deuxième effet distributif associé à une baisse des salaires résulte des conséquences sur la valeur réelle des créances et des dettes de la baisse des prix qui s'ensuit normalement dans un environnement concurrentiel. La redistribution provient ici du fait que les remboursements effectués par les débiteurs représentent un pouvoir d'achat plus élevé lorsque les prix et les salaires baissent, tandis que les créanciers voient le pouvoir d'achat des paiements reçus augmenter symétriquement. Cette redistribution affaiblit la propension agrégée à consommer, dans la mesure où les débiteurs ont une propension à consommer plus élevée que les créanciers.

La détérioration de la situation financière des agents économiques endettés nuit également à l'investissement global en mettant en difficulté un certain nombre d'entreprises, voire en compromettant leur solvabilité, et parce que l'augmentation du poids de la dette publique rend le contexte moins favorable à l'investissement du secteur public. Les autorités peuvent en outre aggraver le problème si elles augmentent les impôts pour réduire le déficit public, car dans ce cas les ménages ont tendance à diminuer leur consommation en raison de la baisse de leur revenu disponible, tandis que le secteur public ne dépense pas davantage. Les augmentations d'impôts réduisent également l'efficacité marginale du capital et l'incitation à investir, surtout si elles sont perçues comme permanentes.

D'autre part, l'efficacité marginale du capital sera encore plus affectée si les entrepreneurs considèrent la baisse des salaires comme une étape dans un processus de baisse des salaires qui se poursuivra. En effet, la perspective d'une nouvelle baisse est susceptible d'encourager les investisseurs à reporter leurs projets afin de profiter de la baisse attendue des coûts le moment venu, ou d'éviter d'avoir à souffrir, vis-à-vis de leurs concurrents, d'une décision prématurée. En outre, la perspective d'une nouvelle baisse des salaires et des prix est également susceptible d'entraîner une réduction de la propension à consommer. Même si la réduction des salaires est suffisamment importante pour ne pas être considérée comme progressive, il n'est nullement garanti - en raison des autres effets négatifs mentionnés ci-dessus - que le plein emploi s'ensuivra, d'autant plus qu'il est douteux que des réductions salariales importantes puissent être maintenues sans que des troubles sociaux n'affectent la consommation globale et l'investissement. Dans le même ordre d'idées, il est théoriquement possible que la baisse de la demande de monnaie pour des motifs de transaction due à la baisse concomitante des prix, ainsi que l'augmentation du pouvoir d'achat des avoirs monétaires, conduisent à une détente du taux d'intérêt en faveur de l'investissement, sous réserve de la réaction de l'autorité monétaire ; mais, là encore, cela ne garantit pas un retour au plein emploi,

non seulement en raison des effets négatifs d'une baisse des salaires mentionnés ci-dessus, mais aussi parce que si la baisse des taux d'intérêt est perçue comme une correction partielle appelant une nouvelle réduction à l'avenir, elle aura un impact négatif sur l'efficacité marginale du capital et l'investissement global, tandis qu'une forte correction peut sembler trop brutale aux marchés pour être viable, comme nous l'avons vu plus haut.

La variété des forces qui peuvent être activées par le sous-emploi via une baisse des salaires montre que le plein emploi ne peut être considéré comme un résultat naturel, bien que la théorie s'avère suffisamment générale pour rendre compte d'un tel résultat dans des conditions particulières.<sup>18</sup> En dehors de ces conditions, la Théorie générale met en évidence les graves dysfonctionnements qui peuvent survenir dans une économie concurrentielle en raison des conséquences potentiellement déstabilisantes d'une baisse des salaires. La différence par rapport à la vision orthodoxe peut être illustrée dans le plan de coordonnées familial (N,W) utilisé pour représenter le marché du travail. Dans l'approche orthodoxe, le chômage est analysé comme la conséquence d'une distorsion (temporaire ou permanente) entre le salaire établi sur le marché du travail à un moment donné et le niveau théorique de salaire pour lequel l'offre et la demande seraient égales. La courbe de demande de travail à un moment donné est tracée sur la base de l'égalisation du rendement marginal du travail, calculé sur la base des possibilités techniques, avec son salaire ou coût unitaire, comme si les entrepreneurs, au moment de décider de l'emploi, tenaient pour acquis que toute la production rendue possible par la technologie serait vendue dans son intégralité sur le marché des biens. Elle reflète donc la technologie disponible d'une part, et l'incitation correspondant à chaque niveau de salaire d'autre part, à l'exclusion de toute considération de la demande de biens. C'est pourquoi la demande agrégée de biens est exclue de l'analyse du sous-emploi dans cette approche. Mais le principe de la demande effective implique une interaction entre le marché des biens et le marché du travail selon laquelle la demande de biens attendue par les entrepreneurs influence leur demande de travail et dépend à son tour du niveau de salaire établi sur le marché du travail. Ceci affecte l'analyse du fonctionnement du marché du travail en profondeur, puisqu'une baisse des salaires peut conduire à une contraction de la demande

---

18 Dans une économie ouverte, la baisse des salaires influence également les exportations nettes et les termes de l'échange, mais cela ne garantit pas non plus le retour au plein emploi : si les salaires et les prix baissent dans un pays par rapport à ses partenaires, l'augmentation du chômage dans ces derniers entraînera probablement aussi une baisse des salaires et des prix, ce qui neutralisera l'avantage initial en matière de compétitivité-prix ; d'autre part, si la baisse des termes de l'échange induit une augmentation de la propension à consommer en raison de la baisse du pouvoir d'achat, l'effet stimulant sera plus ou moins contrebalancé en raison de la hausse des termes de l'échange et de la baisse de la propension à consommer chez les partenaires. L'analyse est en fait encore plus complexe et nécessite un cadre analytique étendu (voir Asensio, 2024).

anticipée de biens, ce qui est susceptible d'aggraver la situation. Ce phénomène peut être illustré dans le cadre analytique orthodoxe habituel par une dépression de la courbe de la demande de travail à mesure que le salaire diminue, de sorte que le chômage augmente au lieu de diminuer, comme le montre la figure 2.

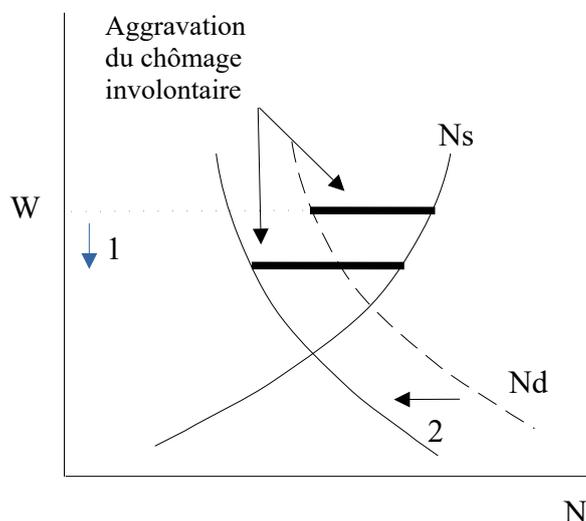


Figure 2. Baisse des salaires déstabilisante dans le cadre analytique orthodoxe

#### Remarque

Contrairement à l'analyse orthodoxe, l'effet dépressif d'une baisse des salaires monétaires augmente les salaires réels par la baisse plus forte des prix permise par l'augmentation de la productivité marginale du travail lorsque l'activité diminue.

Il s'ensuit que si les salaires nominaux pouvaient baisser sans limite sous la pression du chômage, il n'y aurait pas d'équilibre en dessous du plein emploi tant que le taux d'intérêt n'aurait pas atteint le niveau le plus bas que les créanciers pourraient accepter, et que les salaires ne seraient pas nuls si le taux d'intérêt n'était pas suffisamment bas pour stopper le cercle vicieux. Dans cette perspective, la rigidité des salaires peut être considérée comme une réponse endogène du système aux effets potentiellement déstabilisateurs des forces concurrentielles. Elle montre la nécessité d'élargir la représentation traditionnelle de l'équilibre économique pour prendre en compte les dispositifs institutionnels et juridiques dont la fonction est de ralentir, de limiter ou d'inhiber la baisse des salaires nominaux en période de sous-emploi. L'existence d'un minimum légal, l'action des syndicats ou la pression de l'opinion publique en font évidemment partie. Le niveau d'équilibre de l'emploi dépend donc, à tout moment, du rapport de force que ces stabilisateurs, ainsi que les facteurs de soutien de la demande globale (y compris les politiques publiques), établissent avec les

effets potentiellement déstabilisateurs du chômage. Un rapport de force moins favorable aux salariés tend à affaiblir les salaires et la demande effective, et à augmenter le chômage.<sup>19</sup>

*VI. Débloquer l'accumulation de capital pour améliorer l'efficacité économique et réduire les disparités de revenus : ce que l'"euthanasie du rentier" signifie réellement*

L'absence de régulateurs qui stimuleraient spontanément l'investissement quand l'économie est en sous-emploi et/ou que le capital est rare fonde la réflexion théorique sur la politique macroéconomique. A cet égard, il ressort des sections précédentes que la politique monétaire appropriée consiste, pour autant que les circonstances le permettent, à abaisser graduellement le taux d'intérêt (à long terme) à mesure que le revenu s'élève, de manière à ce que la somme de l'investissement et de la consommation induite maintienne continuellement la production au plein emploi.<sup>20</sup> Une telle politique amène à long terme le taux d'intérêt à un niveau plancher proche de zéro (si l'on retranche les frais de mise en contact du prêteur et de l'emprunteur), de sorte que libérée du fardeau de l'intérêt, l'accumulation du capital tend au bout du compte à annuler la rente payée par ceux qui ont œuvré à la production des richesses à ceux qui en prélèvent une part du seul fait de la rareté du capital.<sup>21</sup>

“La généralisation de la rente nous paraît constituer une phase de transition du capitalisme; elle prendra fin lorsqu'elle aura rempli son objet” Keynes 1936, 376 (pp 369-370 dans la traduction de J. de Largentaye).

Tel est le sens de l'"euthanasie du rentier", à laquelle conduisent à long terme les propres forces de l'accumulation du capital quand elles ne sont pas inhibées. Elle apparaît ici comme le résultat d'une politique consistant à lever continuellement l'obstacle du taux d'intérêt afin que tout investissement ayant une efficacité marginale positive (et non seulement une efficacité marginale supérieure au

---

19 On notera qu'une augmentation salariale résultant d'un rapport de force plus favorable n'aura pas un effet stimulant si elle se traduit par une augmentation du salaire réel, car dans ce cas, les entrepreneurs diminuent plutôt la force de travail dans un contexte de rendements marginaux décroissants. En revanche, une augmentation des salaires dans un contexte où les salaires réels diminuent en raison d'une plus forte progression des prix aura un impact positif ; c'est d'ailleurs une condition du succès des politiques de stimulation de la demande. Les augmentations de salaires avec des salaires réels constants sont un cas d'"inflation véritable" (voir Asensio 2024, chapitre 4).

20 Mais pas au delà, afin d'éviter la zone d'"inflation véritable".

21 Elle aurait donc un contenu redistributif tout à fait louable, dans la mesure où elle améliorerait considérablement le sort des plus défavorisés en augmentant l'emploi et les revenus, tout en ne privant les plus favorisés que de ce qu'ils obtiennent sans mérite.

taux d'intérêt quand celui-ci est positif) finisse par être réalisé (plein investissement). Une telle politique ne doit pas être confondue avec la politique de taux d'intérêt zéro ("zирp" dans la littérature), qui concerne en fait le taux des liquidités prêtées aux banques par la banque centrale. Si l'on peut considérer que les banques centrales contrôlent assez bien les taux du marché interbancaire, la section précédente a montré qu'il en va différemment du taux d'intérêt auquel l'économie finance ses activités, qui est celui qui importe pour les questions abordées ici, et sur lequel les autorités monétaires ne peuvent agir que d'une manière graduelle et avec précaution.<sup>22</sup>

L'idéal serait bien sûr qu'une telle politique puisse effectivement maintenir le plein emploi suffisamment longtemps pour atteindre un état de plein investissement, mais certains écueils sont susceptibles en pratique de détourner le cours des choses par rapport au scénario idéal. Le principal écueil tient à ce que le taux d'intérêt nécessaire au plein emploi peut-être négatif ou trop faible pour être réalisable, notamment lorsque la propension à consommer est trop faible compte tenu des prévisions des investisseurs concernant le rendement du capital à long terme. Cette configuration, qui semble largement répandue à travers le monde, à en juger par les taux de sous-emploi observés dans les pays de l'OCDE dans le contexte monétaire historiquement favorable qui s'étend de la crise dite des subprimes jusqu'au retournement anti-inflationniste de 2022 (voir l'annexe 2), n'est pas seulement dommageable en ce qu'elle empêche le plein emploi, mais aussi en ce qu'elle entrave l'accumulation du capital et la diminution concomitante de la rente.<sup>23</sup> C'est elle qui donne sa légitimité à la socialisation partielle de l'investissement à laquelle les pouvoirs publics pourraient procéder pour compléter l'action de la banque centrale au bénéfice de la communauté. Il s'agit de la prise en charge par la puissance publique des investissements ayant un taux de rendement anticipé positif mais inférieur au taux d'intérêt à long terme prévalant sur le marché de la liquidité, et que le secteur privé délaisse par conséquent. La socialisation partielle de l'investissement à laquelle invite

---

22 Dans le cadre de la Théorie Générale, le rapport entre les deux taux d'intérêt ne saurait être considéré comme à priori stable, contrairement à ce qui est couramment sous-entendu. Voir Asensio (2017) pour une discussion sur ce point.

23 L'indicateur intitulé "taux d'intérêt à long terme" que publie l'OCDE (voir l'annexe 3) est basé sur les emprunts publics, qui dans le contexte financier particulièrement insécure qui a suivi la crise dite des subprimes (et dont témoigne l'abondance monétaire maintenue ensuite par les grandes banques centrales) bénéficient à plus forte raison d'une décote par rapport aux conditions d'emprunt du secteur privé. Cette décote, due à la sécurité relative que les titres de dette publique procurent habituellement aux yeux des gestionnaires de fonds, déforme la représentation des conditions de financement à long terme que fournit l'indicateur. A titre d'exemple, l'indicateur du "taux de base des prêts bancaires" aux États-Unis publié par la réserve fédérale de Saint Louis (voir l'annexe 4), taux auquel il convient d'ajouter une prime plus ou moins importante (selon la durée du prêt et l'estimation du risque par les banques) pour connaître le coût du financement pour l'emprunteur, montre que les conditions de financement de l'ensemble de l'économie étaient bien moins favorables.

la Théorie Générale présente le double intérêt d'élever l'emploi à court terme et d'accroître en même temps le rythme de l'accumulation du capital autant que faire se peut. Son efficacité, eu égard à l'objectif de plein emploi, peut opportunément être renforcée par des mesures visant à accroître la propension à consommer de l'économie dans son ensemble, notamment des mesures fiscales et redistributives favorables aux catégories de la population à faibles revenus, qui ont en principe une propension à consommer relativement élevée. Mais le recours à de telles mesures doit veiller à ce que la propension à consommer ne dépasse pas la limite au delà de laquelle le flux d'investissement requis par le plein emploi serait insuffisant au regard de l'objectif de long terme. Il est même concevable que des mesures visant à réduire la propension à consommer globale soient nécessaires pour que l'objectif de long terme soit réalisable, ou pour qu'il le soit à un horizon satisfaisant.<sup>24</sup>

*VII. "Pourquoi n'en sommes-nous pas là où Keynes [en 1930] pensait que nous en serions ?"*

*L'éclairage de la Théorie Générale*

L'optimisme affiché par Keynes en 1930 quant aux propriétés de long terme des économies de marché, cède ainsi la place en 1936 à une approche non déterministe dans laquelle l'action des pouvoirs publics devient une variable clé. À la question de savoir pourquoi nous ne sommes pas là où Keynes pensait en 1930 que nous serions, Keynes lui-même donna en fait la réponse dans sa Théorie Générale :<sup>25</sup>

“Qu'après plusieurs millénaires d'une épargne individuelle ininterrompue le monde ait accumulé si peu de biens de capital, il ne faut pas l'expliquer à notre avis par la tendance de l'espèce humaine à l'imprévoyance, ni même par les destructions causées par la guerre, mais bien par l'importance des primes de liquidité attachées autrefois à la possession de la terre et aujourd'hui à celle de la monnaie. Notre opinion diffère en cela de la doctrine ancienne telle que Marshall l'a exprimée, avec un rare dogmatisme dans ses *Principles of Economics*, p. 581. « Chacun sait que l'accumulation de la richesse est tenue en échec et que le taux de l'intérêt est maintenu aussi élevé par la préférence que la grande masse de l'humanité donne aux satisfactions immédiates sur les satisfactions différées, ou, en d'autres termes, par sa

---

24 Il est également envisageable, d'un point de vue théorique, que le rendement marginal anticipé de l'investissement approche zéro avant que soit atteint le plein emploi, et qu'il soit par conséquent opportun d'agir pour accroître la propension à consommer de l'économie. On peut penser au cas du Japon, mais une étude fouillée serait nécessaire pour voir ce qu'il en est.

25 La question fut soulevée dans l'appel à communications du colloque post-keynésien de Lille en 2023.

répugnance à attendre »” Keynes 1936, 242 (pp 248-249 dans la traduction de J. de Largentaye).

Dans le cadre conceptuel de la Théorie Générale, l’accumulation du capital n’est nullement alimentée à l’échelle macroéconomique par la propension à l’épargne des individus. C’est au contraire de leur propension à consommer que se nourrissent par anticipation le flux d’investissement ainsi que le flux de production visant à les satisfaire l’un et l’autre.<sup>26</sup> Dans une économie fermée ou autarcique, l’épargne est par définition une partie de la production identiquement égale à l’investissement (la partie non consommée), dont le montant dépend du montant que les entreprises décident de produire en anticipation de la demande totale.<sup>27</sup> Ce montant est d’autant plus important que la propension à consommer est plus élevée, toutes choses égales par ailleurs.

La Théorie Générale éclaire les raisons pour lesquelles les politiques économiques et les discours encourageant l’épargne, au détriment de la dépense du revenu, entravent continuellement l’accumulation du capital. Elle montre d’ailleurs que le mal est plus profond, dans la mesure où il ne suffirait pas de renoncer à ces politiques et à ces discours pour que le problème économique soit en voie de résolution. La persistance du problème économique sur la longue période est en effet consubstantielle à l’incertitude fondamentale, à cause de l’importance de la prime liquidité qu’elle confère aux actifs les mieux à même de préserver la valeur des avoirs dans le temps. L’attrait particulier qu’exerce la monnaie (autrefois, les terres) de ce point de vue entrave la croissance de l’emploi dans tous les secteurs de l’économie sans augmenter la quantité de travail utilisée pour produire de la monnaie.<sup>28</sup> Libérer l’accumulation du capital, la croissance et l’emploi nécessite d’attribuer d’une part à la politique monétaire la mission de porter continuellement le taux d’intérêt au plus bas niveau possible, et d’attribuer d’autre part aux instruments budgétaires et fiscaux la mission d’articuler au mieux les mesures visant à stimuler l’investissement et celles visant à ajuster

---

26 Ce phénomène est connu sous le nom de “paradoxe de l’épargne”.

27 Dans une économie ouverte (voir Asensio 2024, annexe du Chapitre 10 entre autres), il convient de tenir compte du fait que l’investissement domestique génère de l’épargne à l’étranger, et vice versa.

28 “Ceci revient à dire que le chômage se développe parce qu’on demande la lune. Les hommes ne peuvent être employés lorsque l’objet de leur désir (i. e. la monnaie) est une chose qu’il n’est pas possible de produire et dont la demande ne peut être facilement restreinte. Le seul remède consiste à persuader le public que lune et fromage sont pratiquement la même chose et à faire fonctionner une fabrique de fromage (i. e. une banque centrale) sous le contrôle de l’autorité” Keynes 1936, 235 (p 242 dans la traduction de J. de Largentaye; note du traducteur: “En Angleterre on raconte aux enfants que la lune est un fromage”).

si besoin la propension à consommer de manière permettre le plein emploi sans compromettre l'avènement à long terme d'un état de plein investissement.<sup>29</sup>

### Références

Asensio A. (2017) "Insights on endogenous money and the liquidity preference theory of interest", *Journal of Post Keynesian Economics*, 40(3), 327-348.

Asensio A. (2024) "Macroeconomics After the General Theory – Fundamental Uncertainty, Animal Spirits and Shifting Equilibrium in a Competitive Economy", Routledge.

Keynes J.M. (1930) "Economic Possibilities for our Grandchildren", repr. 1971 in D.E. Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. IX, *Essays in Persuasion*, London: Macmillan, pp. 321-332.

Keynes J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London. Traduit de l'anglais par J. de Largentaye (1942).

---

<sup>29</sup> A technologie et population inchangée, le plein investissement marque l'arrêt de l'expansion du capital et de la capacité de production. Dans ces conditions, des investissements peuvent néanmoins être encore motivés par les gains anticipés en rapport avec le renouvellement du capital et avec l'espoir que peut encore susciter l'incertitude parmi les entrepreneurs (voir Keynes 1936, chapitres 16 et 24).

## Annexe 1. Approche du marché monétaire avec des fonctions linéaires

Cette annexe est légèrement adaptée d'Asensio (2024, annexe au chapitre 1) pour les besoins de la présente discussion. Elle propose une version linéaire simple des équations du marché monétaire à des fins analytiques uniquement. Pour représenter l'équilibre du marché monétaire à un moment donné, il est nécessaire de considérer à la fois les flux d'offre et de demande de nouveaux prêts dans la période en cours, et l'offre et la demande sur le marché où le stock de liquidités est échangé. La masse monétaire à un moment donné est composée de l'encours des prêts antérieurs (y compris, par commodité, la monnaie injectée par la banque centrale au cours de la période actuelle) et du flux net de monnaie de crédit supplémentaire créé par les banques au cours de la période actuelle,  $BL_s$ , qui est égal à la demande solvable de nouveaux prêts,  $BL_d = L(Y, R - p^e)$ , moins les remboursements des prêts antérieurs.<sup>30</sup> Dans la mesure où ces remboursements sont essentiellement prédéterminés par les termes de contrats précédemment établis, ils seront considérés comme donnés et incorporés dans le montant  $\bar{M}$  pour des raisons de simplicité. L'offre de monnaie de la période en cours s'obtient donc comme suit :

$$M_s = \bar{M} + BL_s = \bar{M} + L(Y, R - p^e)$$

$$L'_Y > 0, L'_{R-pe} < 0, R - p^e > 0$$

$Y$  est le revenu agrégé

$R$  est le taux d'intérêt nominal

$p^e$  est le taux de variation des prix anticipé

Si l'offre de monnaie à un moment donné est déterminée dans une large mesure par les flux nets de monnaie créés dans le passé, elle dépend également du flux net créé au cours de la période actuelle.  $\bar{M}$  est en effet susceptible d'être plus ou moins élevée en fonction de la politique d'achat/vente de titres que la banque centrale décide de mener sur la période en cours.

Graphiquement, la position de la courbe d'offre dans le plan de coordonnées  $(M, R)$  reflète l'effet

---

<sup>30</sup> L'économie post-keynésienne a longtemps opposé les tenants de l' 'horizontalisme', décrivant l'offre de monnaie comme une ligne horizontale, et les " structuralistes ", pour qui elle est à pente positive. Pour une clarification, voir Asensio (2017).

combiné de l'historique du crédit et de l'intervention de la politique monétaire dans la période en cours ; lorsque la banque centrale n'intervient pas, la courbe d'offre ne reflète que l'historique du système.

La demande de monnaie à un moment donné dépend d'une part du montant des crédits bancaires que les agents souhaitent contracter et d'autre part de la manière dont ils souhaitent détenir la richesse qu'ils ont accumulée. Elle est une fonction croissante du revenu courant, pour des raisons de transaction et de précaution. Elle est également une fonction décroissante du taux d'intérêt en relation avec le motif de spéculation. Ces éléments théoriques peuvent être formalisés comme suit :

$$M_d = L(Y, R - p^e) + \mu_1 Y + \Omega_0 - [F + \mu_2 (R - p^e)]$$

$$0 < \mu_1 < 1, 0 < \mu_2 < (\mu_1 Y + \Omega_0 - F) / (R - p^e)$$

$\mu_1 Y$  est la part du revenu nominal courant consacrée à l'épargne.

$\Omega_0$  est le montant total des ressources (hors revenu courant) que les agents souhaitent détenir en monnaie et/ou en actifs non monétaires (net des éléments de richesse conservés pour leur propre usage), la condition sur  $\mu_2$  assure que la demande de monnaie nette des nouveaux crédits bancaires est positive.

$F + \mu_2 (R - p^e)$  représente l'incitation à renoncer à la liquidité, où  $F \geq 0$  résume l'effet de facteurs autres que le taux d'intérêt réel sur l'incitation, y compris les opinions subjectives sur l'avenir, le paramètre  $\mu_2$  représentant la sensibilité de la demande de monnaie au taux d'intérêt réel.

Dans cette formulation, la demande de monnaie nette de nouveaux prêts bancaires à un moment donné est la différence entre le terme  $\mu_1 Y + \Omega_0$ , représentant le montant des ressources que les agents allouent à leur portefeuille d'actifs (actifs monétaires et non monétaires), et le terme  $F + \mu_2 (R - p^e)$  reflétant l'incitation à se séparer de liquidités. Une préférence pour la liquidité plus élevée sera associée à une valeur plus faible de  $F$  et du taux d'intérêt. Le terme  $\mu_1 Y + \Omega_0$  est le montant de monnaie qui serait détenu, net des nouveaux prêts bancaires, si le taux d'intérêt et les

autres incitations étaient nuls. On suppose donc que les agents économiques ne détiennent que de la monnaie lorsque l'incitation à acquérir des titres est nulle, et qu'ils réduisent la part de la monnaie dans leur portefeuille plus le taux d'intérêt et les autres incitations sont élevés.<sup>31</sup>

L'une des conséquences de l'incertitude fondamentale est de laisser les agents en proie à leur représentation subjective des conséquences futures de leurs décisions. Cela rend possible (mais imprévisible) des comportements très stables dans le temps, ainsi que des renversements d'opinion plus ou moins soudains et plus ou moins fréquents. Parce qu'elle reflète les opinions subjectives sur l'avenir, la variable  $F$  peut être considérée comme la composante potentiellement volatile et imprévisible de la courbe de demande de monnaie. Afin de simplifier la notation,  $\Omega_0$  et  $F$  peuvent être regroupés en une variable synthétique notée  $Z$  (en supposant que  $Z \geq 0$ ). Dans cette simplification, une préférence pour la liquidité plus élevée se traduit par une valeur plus élevée de  $Z$  (demande de monnaie plus élevée pour un taux d'intérêt donné). Notons également que, si  $\mu_2$  détermine la pente de la courbe de demande de monnaie,  $Z$  influence sa position dans le plan de coordonnées  $(M, R)$ . La courbe apparaîtra plus ou moins à droite selon que  $Z$  est plus ou moins élevé (et aussi selon que la hausse des prix anticipée est plus ou moins élevée). La propension à épargner ( $\mu_1$ ), en revanche, peut être considérée comme un paramètre relativement stable, bien qu'elle soit également soumise à l'influence de facteurs potentiellement changeants (voir Keynes 1936, chapitres 8 & 9).

L'équilibre sur le marché monétaire requiert l'égalité de l'offre et de la demande, ce qui implique que les forces du marché ajustent le taux d'intérêt de manière à ce que:

$$\bar{M} = \mu_1 Y + Z - \mu_2 (R - p^e) \implies$$

$$R = p^e + (\mu_1 Y + Z - \bar{M})/\mu_2$$

On pourra noter que, du fait de la simplification algébrique, les fonctions d'offre et de demande apparaissent ici nettes des nouveaux prêts, de sorte que l'offre nette de monnaie  $\bar{M}$  est une

---

31 Selon cette formulation, la part de la monnaie dans le portefeuille agrégé résulte de la soustraction du terme linéaire impliquant le taux d'intérêt, et non d'une propension à détenir de la monnaie qui dépendrait du taux d'intérêt et d'autres incitations, car cela rendrait la relation non linéaire, comme dans le cas suivant par exemple :  $M_d = x (\mu_1 Y + \Omega_0)$ ,  $x = \xi (F, R - p^e)$ .

ligne verticale<sup>32</sup> Dans l'équation ci-dessus, la hausse des prix anticipée est entièrement transmise au taux d'intérêt nominal d'équilibre, qui dépend également positivement du revenu courant  $Y$ , de la variable synthétique  $Z$  (où se reflète l'état de la préférence pour la liquidité) et négativement de la quantité  $\bar{M}$ . Puisque le taux d'intérêt ne peut être négatif (en supposant que la monnaie possède pleinement la propriété de réserve de valeur), ou même inférieur à un certain minimum, il doit y avoir une contrainte sur l'équation ci-dessus telle que lorsque le taux d'intérêt approche le minimum,  $Z$  répond de manière endogène à toute augmentation de  $\bar{M}$  de telle sorte que le taux d'intérêt ne tombe jamais en dessous, comme cela est discuté dans le corps du texte.<sup>33, 34</sup>

---

32 Le "verticalisme" de la Théorie générale a longtemps été considéré comme incompatible avec l'approche post-keynésienne de la monnaie endogène. Comme on peut le constater, il n'y a guère d'incompatibilité si l'on prend soin de distinguer l'offre et la demande de nouveaux crédits bancaires d'une part, et l'offre et la demande totales de monnaie d'autre part. Voir Asensio (2017) pour une discussion plus approfondie.

33 La perception du risque de défaillance inhérent à un dépôt de monnaie dans une institution financière (c'est-à-dire le risque que le dépositaire ne soit pas en mesure de restituer la somme, par exemple en raison d'une faillite) peut influencer la préférence du public pour la monnaie. Il est donc concevable, dans un contexte de fortes inquiétudes quant à la stabilité du système financier, qu'un certain nombre de détenteurs de monnaie soient prêts à payer pour détenir de la dette publique (sous la forme d'un taux d'intérêt négatif), plutôt que de détenir des titres privés ou des dépôts monétaires dans une banque privée. Il s'agit là d'un affaiblissement de la propriété de réserve de valeur de la monnaie. L'anticipation d'une augmentation du prix des biens et services est un autre cas possible, contre lequel les autres actifs sont protégés dans la mesure où leur prix monétaire, tel que déterminé sur les marchés, incorpore l'augmentation du prix des biens et services (ce qui est exclu par définition pour la monnaie).

34 La limite inférieure du taux d'intérêt peut également résulter d'un aplatissement de la fonction de demande de monnaie à mesure que le taux d'intérêt diminue, ce qui nécessiterait une fonction non linéaire tendant asymptotiquement vers l'horizontale.

## Annexe 2. Taux d'emploi dans l'OCDE



1.

Source: OCDE (2024), "Taux d'emploi" (indicateur), <https://doi.org/10.1787/f58ea354-fr> (consultée le 16 février 2024).

### Annexe 3. Taux d'intérêt à long terme

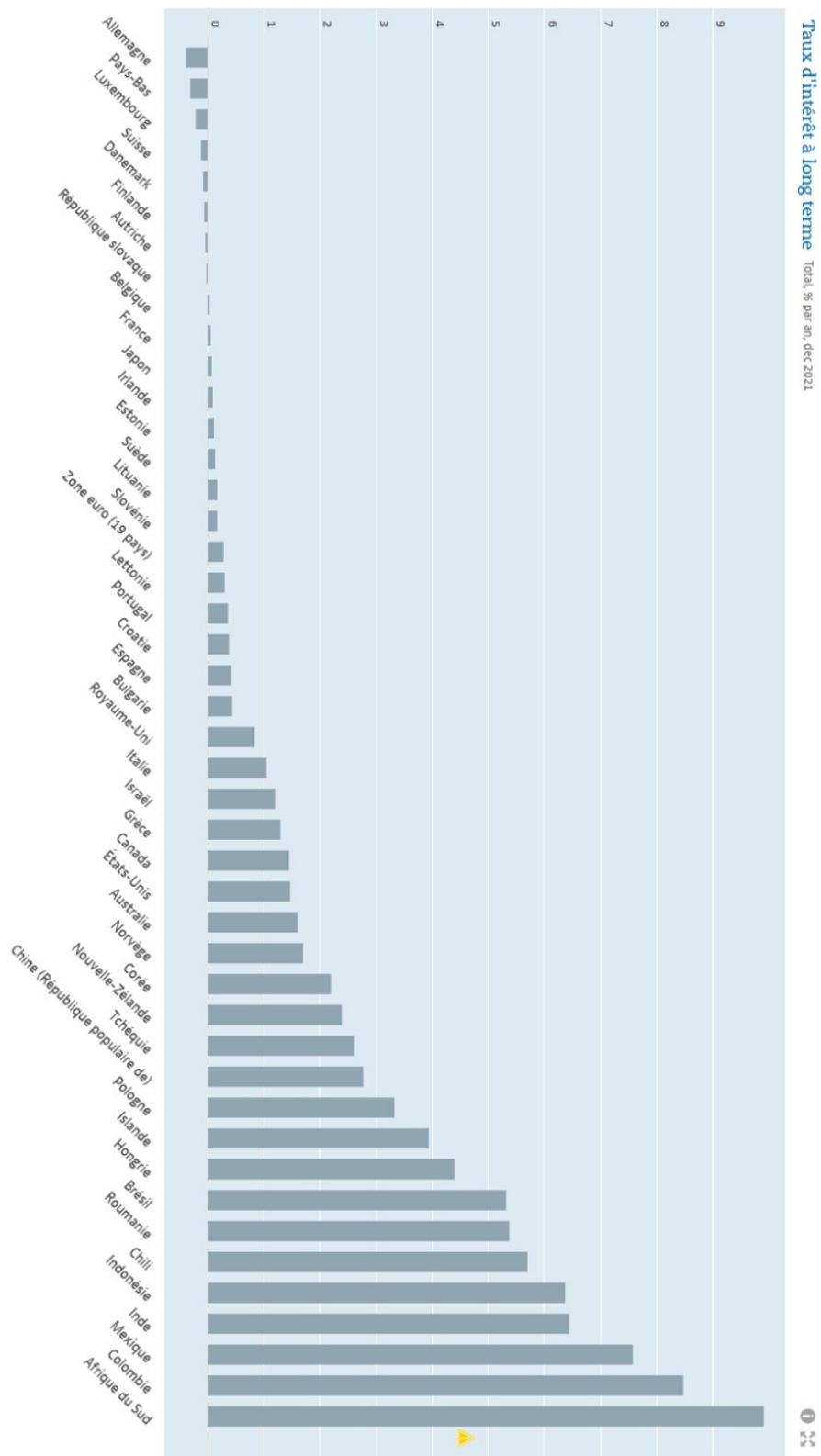
Taux d'intérêt à long terme Total, % par an, 2001 - 2022

Pays	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Allemagne	4.80	4.78	4.07	4.04	3.35	3.76	4.22	3.98	3.22	2.74	2.61	1.50	1.57	1.16	0.50	0.09	0.32	0.40	-0.25	-0.51	-0.37	1.14
États-Unis	5.02	4.61	4.01	4.27	4.29	4.79	4.63	3.67	3.26	3.21	2.79	1.80	2.35	2.54	2.14	1.84	2.33	2.91	2.14	0.89	1.44	2.95
France	4.94	4.86	4.13	4.10	3.41	3.80	4.30	4.23	3.65	3.12	3.32	2.54	2.20	1.67	0.84	0.47	0.81	0.78	0.13	-0.15	0.01	1.70
Italie	5.19	5.03	4.25	4.26	3.56	4.05	4.49	4.68	4.31	4.04	5.42	5.49	4.32	2.89	1.71	1.49	2.11	2.61	1.95	1.17	0.81	3.16
Japon	1.32	1.26	1.00	1.49	1.35	1.74	1.67	1.47	1.33	1.15	1.10	0.84	0.69	0.52	0.35	-0.07	0.05	0.07	-0.11	-0.01	0.07	0.23
Royaume-Uni	4.93	4.89	4.53	4.88	4.41	4.50	5.01	4.59	3.65	3.62	3.14	1.92	2.39	2.57	1.90	1.31	1.24	1.46	0.94	0.37	0.79	2.45

... Non disponible; | Rupture de série; e Valeur estimée; f Prévision; x Sans objet; p Donnée provisoire; s Grève; - Néant;

Note de l'OCDE: Les taux d'intérêt à long terme sont ceux des obligations d'État à échéance de 10 ans. Les taux dépendent essentiellement du prix facturé par le prêteur, du risque propre à l'emprunteur et de la réduction de la valeur du capital. Les taux d'intérêt à long terme sont généralement des moyennes de taux journaliers, exprimées en pourcentage. Ces taux d'intérêt correspondent aux cours auxquels ces obligations d'État s'échangent sur les marchés de capitaux, et non aux taux d'intérêt fixés à l'émission de ces emprunts. Dans tous les cas, ce sont des taux d'intérêt sur des obligations dont le remboursement du capital est garanti par l'État. Les taux d'intérêt à long terme sont un déterminant de l'investissement des entreprises. Ils stimulent l'investissement en équipement neuf lorsqu'ils sont bas et ont un effet dissuasif lorsqu'ils sont élevés. L'investissement est lui-même une grande source de croissance économique.

Source: OCDE (2024), "Long-term interest rates" (indicateur), <https://doi.org/10.1787/662d712c-en> (consultée le 10 février 2024).



Source: OCDE (2024), “Long-term interest rates” (indicateur), <https://doi.org/10.1787/662d712c-en> (consultée le 10 février 2024).

## Annexe 4. Taux d'intérêt de base des prêts bancaires (États-Unis)

Le taux de base des prêts bancaires peut-être vu comme le minimum minimorum auquel la banque applique une marge plus ou moins forte selon les garanties qu'offre l'emprunteur. Le taux d'intérêt pour l'emprunteur est donc normalement d'autant plus élevé que le prêt est à plus long terme et que les risques sont estimés plus importants par le prêteur.



Rate posted by a majority of top 25 (by assets in domestic offices) insured U.S.-chartered commercial banks. Prime is one of several base rates used by banks to price short-term business loans. Frequency: Annual. Averages of daily figures.

**Source:** Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Bank Prime Loan Rate [RIFSPBLPNA], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/RIFSPBLPNA>, February 15, 2024.