

*Chapitre 1*

***L'économie de la dépression***

Lucas (2003) expliquait, il n'y a pas si longtemps, qu'il n'y aurait plus de dépression, que l'on maîtrisait les moyens d'en prévenir l'occurrence et qu'il était moins utile que jamais de lire Keynes. Les événements ont démenti cette belle assurance et rendent pertinent de se remémorer acquis et limites des analyses développées en réponse à la Grande Dépression. Il existe quelque parenté entre les événements des années 1920 suivies de la crise de 1929 et ceux des années 1990 suivies des crises de 2001 et 2008 si l'on considère l'excès des dépenses d'investissement, la survenue d'une crise financière, le recul des échanges internationaux de marchandises et une contraction de l'activité. Heureusement, la similarité des évolutions n'est pas allée, dans le deuxième cas, jusqu'au déclenchement d'une véritable dépression, laissant seulement planer le doute sur une éventuelle stagnation séculaire (Eichengreen et O'Rourke 2010, 2012).

La crise de 1929 et la Grande Dépression qui a suivi sont le fruit de déséquilibres qui ont été amplifiés par des décisions de politique économique tendues vers l'obtention ou la conservation d'une neutralité budgétaire improbable du gouvernement. Des investissements très importants en volume et procurant des taux de rendements élevés jusqu'en 1928 ont cédé la place à une chute non moins importante attribuable à la réticence des prêteurs habitués à des taux de rendement trop élevés, relayée ensuite par celle des emprunteurs inquiets des conséquences de la baisse des prix. La volatilité des investissements a bien été au cœur de la crise. Un excès d'investissement s'est manifestement produit, rendu possible par des facilités excessives de financement – une abondance de capitaux fournis par les marchés financiers – conformément d'ailleurs au diagnostic de Hayek (1931, 1933). Mais, ce n'était sûrement pas en resserrant les conditions monétaires ou en réduisant la dépense publique qu'il était possible de revenir à l'équilibre de plein-emploi. Les distorsions créées étaient irréversibles et il était illusoire de penser que, par le seul jeu des forces du marché, l'équilibre, un temps perdu, serait retrouvé. Pour autant, les mesures de soutien de l'activité qui ont permis d'enrayer la crise et même d'obtenir une certaine reprise n'ont pas suffi à rétablir une croissance solide. Celle-ci n'est advenue qu'après la Deuxième Guerre mondiale. Sans doute en raison de tergiversations qui se sont notamment traduites par une consolidation budgétaire malheureuse en 1937 et plus généralement parce que les déséquilibres

accumulés étaient trop importants, le secteur privé n'ayant pu rétablir son bilan avant que ne déclenche le conflit mondial.

## **Fluctuations, monnaie et prix**

La macroéconomie pré-keynésienne n'est autre que la version élémentaire de la théorie walrasienne de l'équilibre général des marchés. Elle postule l'existence d'un mécanisme d'ajustement des prix qui devait assurer une totale coordination, autrement dit un équilibre spontané entre offre et demande sur le marché des biens, sur le marché des fonds prêtables auquel est réduit le marché financier et sur le marché du travail. Suivant ce modèle, un excès d'épargne faisant suite à une chute de l'investissement devait être résorbé par une baisse du taux d'intérêt. Un excès de l'offre de travail devait être résorbé par une diminution du taux de salaire. Il convenait, alors, d'éviter de perturber ce mécanisme d'ajustement par des réglementations inadéquates comme des indemnités chômage supposées devenir la cause du chômage. Les mécanismes de marché sont seuls en cause sans qu'il soit question, ni de réelles interactions entre les différents marchés, ni de phénomènes proprement globaux. Le monde ainsi décrit est, en outre, un monde dichotomique dans lequel secteur réel et secteur monétaire sont dissociés. Préférences individuelles et propriétés des technologies sont les données fondamentales sur la base desquelles sont fixés les prix relatifs et les quantités offertes ou demandées de chaque bien. Aux termes de la théorie quantitative de la monnaie, la quantité de monnaie en circulation détermine le niveau général des prix. Cette monnaie n'est qu'un voile : elle n'interfère en rien avec l'activité réelle.

Les ajustements postulés dans ce type d'analyse ne se produisent pas avec la vitesse et l'ampleur requises. Les évolutions de prix et de salaires peuvent même avoir les effets inverses de ceux imaginés et provoquer des déséquilibres cumulatifs sur les marchés. Mais avant toute chose, elles s'inscrivent dans une économie monétaire signifiant que phénomènes réels et monétaires sont étroitement interdépendants.

Wicksell (1898), est le premier à traiter de cette interdépendance pour comprendre les cycles d'affaires. Ses travaux sont à l'origine

d'un véritable courant de pensée aux multiples ramifications (Laidler 2007, Leijonhuvud 1981 b). Wicksell propose une théorie réelle des fluctuations dont il attribue les causes premières à des chocs de productivité, mais dans laquelle les facteurs monétaires jouent un rôle potentiellement amplificateur. Il entend, ainsi, montrer en quoi les écarts entre le taux d'intérêt naturel qui reflète la productivité du capital investi par les entreprises et le taux d'intérêt du marché (le coût du capital) – en l'occurrence celui fixé par les banques – sont générateurs de déséquilibres entre épargne et investissement. Quand les perspectives de profit sont meilleures, le taux d'intérêt naturel et le taux de croissance augmentent, les entreprises décident d'investir plus. La hausse de la demande de fonds prêtables qui en résulte rencontre une hausse de l'offre de fonds prêtables (l'épargne). Ceci pourvu que les banques s'en tiennent à une stricte activité d'intermédiation sans injecter de crédit supplémentaire, ce qui suppose qu'elles augmentent leur taux d'intérêt. En l'absence de hausse du taux d'intérêt requis par les banques qui ne suit, donc, pas le taux d'intérêt naturel, l'investissement excède l'épargne, la demande de biens excède l'offre aboutissant, chez Wicksell, à une hausse des prix qui persiste tant que le taux d'intérêt du marché n'est pas ajusté au taux naturel.

Ce type d'analyse, mettant l'accent sur les défauts de coordination de l'activité économique, est repris pendant l'entre-deux-guerres dans le souci de comprendre, non plus seulement les fluctuations de prix, mais aussi les fluctuations du produit et de l'emploi.

Hayek (1931, 1933) met à son tour l'accent sur les dysfonctionnements du système financier qu'il attribue, comme Wicksell, à des écarts entre le taux d'intérêt naturel et le taux fixé par les banques, mais pour en analyser les effets sur la structuration de l'activité entre production de biens capitaux et production de biens de consommation. Quand le taux d'intérêt est inférieur à sa valeur naturelle (sa valeur de neutralité), les entreprises sont encouragées à emprunter auprès des banques pour investir, avec pour effet une augmentation ultérieure de l'offre de biens de consommation. Un déséquilibre existe qui tient à ce que les volumes investis vont au-delà de la volonté des agents de sacrifier la consommation courante au bénéfice de la consommation future. L'investissement prend place grâce à la création de monnaie par les banques qui permet à ceux qui empruntent de détourner des

ressources de leurs autres usages. Une forme d'épargne forcée est ainsi effectuée. Un stock de capital est constitué en vue d'une production future pour laquelle il n'y a pas la demande correspondante. Le prix des biens d'équipement augmente relativement à celui des biens de consommation. Des ressources en travail passent de la production de biens de consommation à celle de biens d'équipement. Une demande de biens de consommation excessive au regard de leur offre courante peut alors se développer, alors même que des biens capitaux sont accumulés dont il s'avérera bientôt qu'ils ne sont pas socialement désirés. Quand l'erreur est perçue, la production de biens d'équipement chute et le boom arrive à son terme. La solution préconisée est, alors, de laisser se faire un processus lent d'adaptation de la structure de production qui doit redevenir cohérente avec les préférences intertemporelles des agents. La cause des déséquilibres est ici clairement monétaire, l'équilibre est censé être rétabli grâce au mécanisme des prix, il n'y a pas de place pour une intervention publique.

Cette analyse capture certaines des caractéristiques d'une économie réelle placée dans un contexte d'instabilité financière, à savoir, concrètement, l'excès de la production de l'immobilier de bureaux aussi bien que d'équipements de haute technologie. Elle met aussi en évidence les distorsions qui affectent à la structure intertemporelle de la production et qui font que l'investissement est trop élevé au regard de la consommation.

Robertson (1926) considère, comme Wicksell, que les fluctuations sont d'abord des fluctuations réelles dues à des chocs technologiques. Cependant, le fonctionnement du système monétaire et financier est susceptible de provoquer des fluctuations inappropriées du produit et de l'emploi. Le but de la politique monétaire est, alors, de permettre les fluctuations nécessaires et de prévenir celles qui ne le sont pas. La crise nourrie par le surinvestissement affecte des secteurs particuliers de l'économie plutôt que le stock de capital dans son ensemble de telle sorte que la place existe pour la stimulation de dépenses, y compris des travaux publics, au bénéfice des secteurs qui ne sont pas touchés par le surcroît d'investissement privé.

Keynes s'attache moins à analyser les événements qui ont entraîné un excès de dépenses d'investissement qu'à comprendre les conséquences du retournement. En fait, si l'on en croit Hicks ((1936/1982) p. 95-6),

Keynes considère que l'accumulation de capital, pendant la phase d'expansion du cycle, force à la baisse de ce qu'il dénomme l'efficacité marginale du capital, baisse contrariée seulement un temps par l'optimisme des capitalistes. Le retournement est, alors, inévitable. L'investissement doit diminuer. Également inspirée de Wicksell, son analyse présente des variantes successives du *Traité sur la Monnaie* (1931) à la *Théorie Générale* (1936) (Leijonhuvud (1981 b)). L'idée générale est la suivante. Quand les profits anticipés chutent et avec eux l'investissement, il pourrait y avoir une baisse des taux d'intérêt consécutive à un excès de l'offre de fonds prêtables sur la demande. Malheureusement, cette baisse ne se produit pas ou pas suffisamment. Soit que les gestionnaires de portefeuilles financiers anticipent une baisse des prix des titres et donc une hausse des taux d'intérêt, soit que la chute initiale du revenu entraîne une diminution de l'épargne des ménages. Le taux d'intérêt s'établit, alors, à un niveau supérieur à celui qui garantirait un équilibre de plein-emploi. Ce sont bien les mécanismes de coordination entre épargne et investissement qui sont en cause et la perturbation a une dimension essentiellement monétaire.

## La régulation de la demande

Une fois l'économie tombée dans une situation de sous-emploi, la question est de savoir comment il est possible d'en sortir, sachant que le mécanisme des prix ne le permet pas. C'est ce à quoi Keynes (1936) s'est attaché. D'une manière qui peut sembler paradoxale, l'analyse proposée laisse de côté la dimension proprement monétaire du problème.

Suivant Keynes, l'offre ne crée pas spontanément sa propre demande, contrairement à la loi édictée par Say. Pour autant, cela ne signifie pas qu'il y a une insuffisance structurelle de la demande, un défaut pathologique de débouchés. Plus prosaïquement, c'est d'un défaut de communication entre les agents économiques dont il s'agit. Ainsi, un excédent d'offre peut survenir sur le marché des biens en même temps qu'un excédent d'offre caractérise le marché du travail, sans qu'il soit possible qu'ils se résorbent spontanément. La raison en est que les travailleurs contraints sur le marché du travail ne peuvent pas communiquer la demande de biens qui permettrait de résorber

l'excédent d'offre sur le marché des produits, quand les entreprises contraintes sur le marché des biens ne peuvent pas communiquer la demande de travail qui permettrait de résorber le chômage (Clower 1967). Les demandes effectives ne coïncident pas avec les demandes notionnelles ou virtuelles que décrit un équilibre général des marchés à la Walras quand les prix sont instantanément établis à des niveaux où la demande est égale à l'offre (Leijonhufvud 1973). Les revenus courants deviennent les variables clés qui commandent les comportements de demande.

Ce défaut de coordination entre offre et demande de biens finals est particulièrement fort dans une économie en dépression quand la situation de bilan des agents économiques, en substance leur niveau excessif d'endettement et le risque de faillite qui y est associé, aggrave la difficulté de communiquer une demande solvable, le désendettement primant sur tout le reste. Les excédents d'offre deviennent très élevés et s'amplifient cumulativement du fait de la baisse des prix qui alourdit les dettes (Fisher 1933). L'économie sort, alors, de ce corridor de stabilité dans les limites duquel les forces de rappel du marché jouent.

La chute initiale de la dépense d'investissement sur le revenu global a un effet démultiplié sur le revenu global, ce que Keynes appelle l'effet multiplicateur. Le principe en est simple. Une première diminution de dépenses d'investissement a des effets en cascade : la production à laquelle elles s'adressent diminue et, avec elle, les revenus distribués entraînant une nouvelle réduction de dépenses de consommation et ainsi de suite. Cet effet multiplicateur s'est trouvé amplifié du fait de la réduction de la consommation qualifiée d'autonome, laquelle ne dépend pas du revenu courant, mais du patrimoine, de la capacité d'endettement et des revenus futurs anticipés des ménages. Du fait de la crise bancaire, les ménages ont dû faire face à des contraintes de crédit, du fait de la chute des prix alourdissant le poids des dettes ils ont dû chercher à se désendetter, et du fait de la montée du chômage et de l'absence d'indemnités chômage ils ne pouvaient que prévoir des revenus futurs diminués ce qui les a conduit à réduire leur consommation autonome.

C'est dans ce cas de figure que la dépense publique, quelle qu'en soit la nature, est efficace. Elle est le seul moyen de rétablir la communication entre entreprises et ménages. Les revenus distribués aux ménages

par ce canal réamorcent la pompe en créant un signal en direction d'entreprises disposant de capacités de production inutilisées. L'effet produit est un effet multiplicateur à la hausse, qui n'est ici possible qu'en raison d'une forte élasticité de l'offre de biens de consommation (impliquant des excès importants de capacité). Reste à s'enquérir de la durée d'une telle relance pour qu'elle soit efficace. C'est, d'ailleurs, pourquoi Keynes (1936), mais aussi et surtout Hansen (1939) ont pu plaider en faveur d'un effort permanent d'investissement public.

Au-delà d'une théorie de la dépense publique, c'est une théorie budgétaire qui voit le jour. La variation des impôts a elle-même un effet multiplicateur moindre que celui des dépenses publiques (Haavelmo 1945). Il s'ensuit que, face à une chute des recettes fiscales consécutive à la crise, une réduction équivalente des dépenses dans le but de rééquilibrer le budget a pour conséquence une nouvelle diminution du revenu. Il n'y a pas de neutralité budgétaire dans une économie où le secteur privé est en déséquilibre.

## L'équilibre de sous-emploi

Les thèses de Keynes sont rassemblées dans un modèle conçu par Hicks (1937), qui allait devenir le modèle IS-LM, présenté comme le modèle de la *Théorie Générale* de Keynes, et qui, initialement, entend décrire une économie en état de dépression (Hicks 1937).

Ce modèle a pour objet de décrire une situation d'équilibre de l'économie attestant qu'elle peut rester durablement dans un état de sous-emploi du travail et des capacités de production. Cette économie est composée de deux marchés : un marché des biens sur lequel l'offre, identifiée au revenu global, est égale à la demande et un marché théorique de la monnaie permettant de faire état des comportements financiers des agents économiques ramenés à un arbitrage entre détention de monnaie et détention de titres. Le lien entre les deux marchés est assuré par le taux d'intérêt qui entre dans les fonctions d'investissement et de demande de monnaie. Ce taux d'intérêt est le taux auquel il est possible d'émettre un emprunt à long terme sur le marché. Il est