

Monnaie, structure et emploi dans une économie en récession

Jean-Luc Gaffard

▶ **To cite this version:**

Jean-Luc Gaffard. Monnaie, structure et emploi dans une économie en récession. Revue Economique, 1980, 31 (2), pp.234-257. 10.2307/3501092 . hal-01009206

HAL Id: hal-01009206

https://sciencespo.hal.science/hal-01009206

Submitted on 17 Jun 2014

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

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

Persée
http://www.persee.fr

Monnaie, structure et emploi dans une économie en récession

Jean-Luc Gaffard

Revue économique, Année 1980, Volume 31, Numéro 2
p. 234 - 257

Voir l'article en ligne

Avertissement

L'éditeur du site « PERSEE » – le Ministère de la jeunesse, de l'éducation nationale et de la recherche, Direction de l'enseignement supérieur, Sous-direction des bibliothèques et de la documentation – détient la propriété intellectuelle et les droits d'exploitation. A ce titre il est titulaire des droits d'auteur et du droit sui generis du producteur de bases de données sur ce site conformément à la loi n°98-536 du 1er juillet 1998 relative aux bases de données.

Les oeuvres reproduites sur le site « PERSEE » sont protégées par les dispositions générales du Code de la propriété intellectuelle.

Droits et devoirs des utilisateurs

Pour un usage strictement privé, la simple reproduction du contenu de ce site est libre.
Pour un usage scientifique ou pédagogique, à des fins de recherches, d'enseignement ou de communication excluant toute exploitation commerciale, la reproduction et la communication au public du contenu de ce site sont autorisées, sous réserve que celles-ci servent d'illustration, ne soient pas substantielles et ne soient pas expressément limitées (plans ou photographies). La mention Le Ministère de la jeunesse, de l'éducation nationale et de la recherche, Direction de l'enseignement supérieur, Sous-direction des bibliothèques et de la documentation sur chaque reproduction tirée du site est obligatoire ainsi que le nom de la revue et- lorsqu'ils sont indiqués - le nom de l'auteur et la référence du document reproduit.

Toute autre reproduction ou communication au public, intégrale ou substantielle du contenu de ce site, par quelque procédé que ce soit, de l'éditeur original de l'oeuvre, de l'auteur et de ses ayants droit.

La reproduction et l'exploitation des photographies et des plans, y compris à des fins commerciales, doivent être autorisés par l'éditeur du site, Le Ministère de la jeunesse, de l'éducation nationale et de la recherche, Direction de l'enseignement supérieur, Sous-direction des bibliothèques et de la documentation (voir http://www.sup.adc.education.fr/bib/). La source et les crédits devront toujours être mentionnés.

MONNAIE, STRUCTURE ET EMPLOI DANS UNE ÉCONOMIE EN RÉCESSION

L'UN des principaux acquis de la révolution keynésienne est de mettre en valeur l'erreur analytique qui consiste à traiter séparément de la théorie de l'emploi et de celle de la monnaie. C'est là le sens précis de l'objectif, que Keynes s'est assigné, lorsqu'il propose une *Théorie Générale*. « Le cours des événements, écrit-il, ne peut pas être prévu, ni en longue période, ni en courte période, sans une connaissance du comportement de la monnaie de la première étape à la dernière. [1] » L'économie monétaire est ainsi opposée à l'économie d'échange réel « qui utilise la monnaie mais l'utilise simplement comme un lien neutre entre les transactions sur des choses réelles ou sur des actifs réels et ne lui reconnaît pas d'intervenir dans les motivations ou les décisions » [2]. Et c'est dans une économie monétaire que doit s'inscrire la théorie de l'emploi.

Ce rappel peut apparaître comme l'expression d'un souci excessif d'exégèse des textes du Maître de Cambridge et participer de querelles inutiles à propos de ce que Keynes a écrit ou voulu écrire. Pourtant le danger de la querelle de mots ou d'interprétations doit être accepté, dès lors que l'on considère, d'une part, que l'œuvre de Keynes constitue une véritable rupture dans l'histoire de la Science économique, d'autre part, que les obstacles nés des problématiques antérieures subsistent au point que continuent à être développées des analyses de l'emploi dans le cadre d'économies d'échange réel. La raison principale d'une telle résurgence tient à la difficulté, voire à l'impossibilité, qu'il y a à traiter analytiquement des phénomènes actuels de récession dans un cadre strictement macroéconomique. La rupture épistémologique, réalisée par Keynes, a procédé d'une rupture méthodologique

1. J. M. KEYNES [1973], vol. I, p. 408-409.
2. J. M. KEYNES, *Ibid.*, p. 408.

Revue économique — N° 2, mars 1980.

avec l'analyse microéconomique ; or, une telle rupture, pour importante qu'elle ait été en tant que moyen de s'abstraire du paradigme ancien, n'est plus justifiée. Au contraire, il faut prendre en considération les structures des agrégats fondamentaux et la variation de ces structures, en recherchant les fondements microéconomiques des relations globales. Cette nouvelle microéconomie ne saurait, toutefois, être identique à l'ancienne, même si elle lui emprunte quelques-uns de ses instruments, précisément parce qu'elle doit s'inscrire dans le cadre d'une économie monétaire.

Notre propos est donc, ici, d'établir le statut de la monnaie dans les théories de l'emploi pour tenter de construire, ensuite, la théorie d'une économie en récession mettant en valeur la domination des effets de structure.

I. LE STATUT DE LA MONNAIE DANS LES THEORIES DE L'EMPLOI

La théorie des déséquilibres, dont le point de départ est une dénonciation de la contre-révolution keynésienne par R. Clower [3], constitue une tentative d'expliquer les situations de chômage involontaire et d'en établir une typologie, en faisant valoir l'absence de coordination parfaite des plans des agents dans une économie décentralisée. L'examen des procédures de rationnement sur des marchés en déséquilibre et l'analyse des phénomènes de report, qui en sont la conséquence, permettent de définir un équilibre parfois qualifié de keynésien [4], les « faux » prix sur lesquels sont basés les transactions étant fixés. L'économie ainsi décrite est certes une économie monétaire au sens où, suivant l'expression de Clower, « la monnaie achète les biens et les biens achètent la monnaie, mais les biens n'achètent pas les biens » [5] ; au sens de Keynes, cependant, elle reste une économie d'échange réel dans la mesure où la monnaie n'influence pas, en tant que telle, les motivations et les décisions des agents [6]. Il y

3. Cf. R. Clower [1965].
4. Cf. J. P. Bénassy [1976].
5. R. Clower [1969], p. 207-208.
6. L'économie d'échange réel ressort d'une analyse qui n'est pas nécessairement dichotomique. Elle implique seulement une théorie du choix *pur*, suivant la terminologie adoptée par G. L. S. Shackle, dans son article de 1971, où « la monnaie n'a sa place qu'en tant qu'unité de compte et non en tant que réserve de valeur ou actif » (p. 297).

a là le signe d'une incapacité de la théorie des déséquilibres à expliquer l'origine des situations de chômage qu'il faut maintenant préciser, incapacité qui rend d'autant plus nécessaire un examen attentif des différentes facettes de la théorie de l'emploi et de la monnaie de Keynes.

1. Monnaie et emploi dans la théorie des déséquilibres

La théorie des déséquilibres trouve, en réalité, sa première formulation dans le chapitre XIII de l'ouvrage de D. Patinkin, *Monnaie, Intérêt et Prix*. La monnaie est intégrée dans le modèle grâce à l'introduction des encaisses réelles comme argument des fonctions de demande de biens, de titres et de monnaie. Ces encaisses sont détenues pour les motifs, définis par Keynes, de transaction de précaution et de spéculation.

L'origine du déséquilibre tient dans l'existence d'un phénomène de report d'un marché sur l'autre à partir d'une situation d'équilibre de plein emploi. « La baisse de la demande (de biens) est accompagnée par et finance un accroissement de la demande de titres » à moins que « la contrepartie de cet accroissement de l'épargne (consiste) initialement en un accroissement de la demande de monnaie » [7]. Autrement dit, les agents économiques procèdent à une répartition de leur richesse entre actifs réels, actifs financiers et monnaie, incompatible avec l'équilibre complet pour le système de prix initial. La situation nouvelle est une situation de déséquilibre non pas parce que les entrepreneurs produisent plus qu'ils ne vendent, mais parce que la capacité de production est excédentaire et « la capacité oisive continue à inciter les entrepreneurs à abaisser leurs prix pour essayer d'accroître le volume de leurs ventes et à revenir à la position optimum indiquée par leur courbe d'offre de marchandises » [8]. Or, pourvu que les prix ne soient pas totalement rigides, et y compris dans le cas où le taux de salaire et le niveau général des prix ne varient pas équiproportionnellement, un ajustement automatique se produit sous la forme d'un déplacement de la courbe de demande globale du fait de l'augmentation des encaisses réelles. L'effet d'encaisses réelles rétablit l'équilibre complet initial ou un nouvel équilibre, si l'offre globale est modifiée par suite d'une variation du taux de salaire

7. D. PATINKIN [1972], p. 352-353.
8. D. PATINKIN, *Ibid.*, p. 356.

réel. Dans le cas de prix rigides, c'est l'accroissement de la quantité de monnaie qui assure le rétablissement de l'équilibre. L'augmentation de l'offre de monnaie est absorbée en partie par l'accroissement de la demande de monnaie à des fins de transactions sur biens et services « mais il est clair qu'il n'y a aucune raison de s'attendre à ce que ces accroissements absorbent toute la monnaie supplémentaire [...]. Une partie de l'accroissement monétaire trouvera un débouché dans l'achat de valeurs. Et ces achats continueront jusqu'à ce qu'ils aient déprimé suffisamment le taux de l'intérêt pour conduire à un accroissement de la demande de spéculation tel que, avec l'accroissement de la demande de transactions provoquée par la hausse du revenu réel, il suffise à absorber toute la nouvelle monnaie » [9]. En d'autres termes, ainsi que le souligne G.L.S. Shackle, « une fois satisfait le motif de transaction, tout ce qui reste de la monnaie existant doit être détenu par des spéculateurs à la baisse (ou du moins qui ne spéculent pas à la hausse) [...]. Le rôle du taux de l'intérêt, en tant que régulateur de la préférence pour la liquidité, est d'atteindre un niveau qui engendre la spéculation à la baisse nécessaire, ou en élimine une partie, si elle est trop importante » [10].

Dans ces conditions, pour Patinkin, la situation de chômage involontaire est une situation d'équilibre en régime de prix fixes résultant d'une pure adaptation de quantités à un changement des paramètres de comportement. Elle est donc définie « ex post », mais sans pour autant constituer l'aboutissement d'un processus de déflation, dans la mesure où un pareil processus peut constituer la négation d'une régulation globale par l'intermédiaire d'un effet d'encaisses réelles. En effet, une déflation occasionnée par un phénomène de mévente sur le marché des produits, et déterminant un accroissement du chômage involontaire, est une période au cours de laquelle les encaisses détenues par les entreprises sont inférieures aux encaisses désirées et la demande de monnaie est excédentaire, de telle sorte que l'ajustement qui prévaut est une tentative de reconstitution des encaisses pour pallier les difficultés de trésorerie. En outre « si la baisse des salaires et des prix prend une certaine extension, les entrepreneurs, qui sont fortement endettés, peuvent se trouver rapidement gênés au point de devenir insolvables, ce qui porte une grave atteinte à l'activité de l'investissement » [11]. En d'autres termes, la dissociation de l'état de chômage involontaire du processus qui l'a fait naître est commandée

9. D. Patinkin, *Ibid.*, p. 366.
10. G. L. S. Shackle [1971], p. 299.
11. J. M. Keynes [1968], p. 268.

par la nécessité de ne concevoir une baisse des prix qu'une fois l'équilibre réalisé sur le marché des produits, les firmes n'ayant plus alors de contrainte de solvabilité, et ceci afin d'assurer l'existence d'un effet d'encaisses réelles. Il y a là, sans doute, une certaine incohérence à vouloir expliquer le mécanisme de régulation à partir d'une situation de chômage involontaire dont on veut ignorer la genèse, incohérence qui met en évidence l'impossibilité de traiter séparément la théorie de l'emploi et celle de la monnaie.

La solution du problème ainsi posé consiste à définir la position de chômage involontaire non plus « ex post » mais « ex ante ». Dans cette hypothèse, les agents économiques effectuent un choix entre monnaie et titres, d'une part, et biens, d'autre part, tel que le niveau de production correspondant n'assure pas le plein emploi du travail. Les entreprises, en particulier, n'enregistrent aucun excédent de capacité — sauf erreur d'anticipations — et il existe un chômage involontaire sans qu'aucune pression à la baisse des prix ne se manifeste et détermine une régulation macroéconomique par l'intermédiaire d'un effet d'encaisses. L'effet d'encaisses — sous réserve d'une neutralité des effets de distribution — ne peut se produire que s'il y a un accroissement de l'offre de monnaie à la suite, par exemple, d'un achat de titres sur le marché monétaire. Encore faut-il, pour justifier l'existence d'un tel mécanisme, continuer d'admettre que l'activité de spéculation est périphérique, que la détention d'encaisses spéculatives ou la détention de titres dans un but spéculatif constituent un résidu. Dans le cas contraire, si une réelle autonomie est reconnue à l'activité de spéculation, il ne saurait y avoir de régulation par l'intermédiaire de l'effet d'encaisses dès lors que le supplément de monnaie n'est pas utilisé au financement de l'activité d'entreprise.

Ainsi le rôle imparti aux effets d'encaisses apparaît-il comme l'ultime défense avant d'admettre qu'un choix parfaitement libre existe pour tout agent économique entre l'activité d'entreprise et l'activité de spéculation [12], cette liberté de choix ne pouvant manquer d'être déterminante pour l'emploi.

Une parenté étroite se manifeste, de ce dernier point de vue, entre la théorie du chômage involontaire de Patinkin et la théorie des déséquilibres. Cette dernière considère également la position de chômage involontaire indépendamment du processus qui l'a fait naître, décri-

12. L'activité d'entreprise est « celle qui consiste à prévoir le rendement escompté des actifs pendant leur existence entière » ; l'activité de spéculation « consiste à prévoir la psychologie du marché » (J. M. Keynes, *Ibid.*, p. 170).

vant ce qu'il semble correct d'appeler des équilibres à prix fixes impliquant des procédures de rationnement et des phénomènes de report. Elle présente, dès lors, le même défaut d'ignorer tout phénomène de nature spéculative, ce qui signifie, en définitive, qu'elle est concernée non pas par une économie monétaire, mais par une économie d'échange réel [13]. Cela est vrai du modèle de H. Grossman, dans lequel la monnaie est un moyen de paiement mais la demande excédentaire de monnaie « n'est pas réalisée sur un marché particulier et (peut) seulement être déterminée en faisant la somme des demandes excédentaires qui sont effectivement révélées sur les autres marchés » [14]. Cela est vrai du modèle de E. Malinvaud pour lequel J. Trevithick remarque que « dans le cas de chômage keynésien une diminution proportionnelle des salaires et des prix, grâce à un contrôle des prix et des revenus, augmentera le produit et l'emploi à travers l'effet d'encaisses réelles » [15]. Cela est vrai, enfin, du modèle de Barro et Grossman dans lequel il est montré que le chômage involontaire (de type keynésien dans la typologie de Malinvaud) est dû à l'insuffisance de la richesse réelle des agents, de telle sorte que la solution au problème de l'emploi implique l'augmentation de cette richesse, soit par une déflation équilibrée des salaires et des prix, soit par un accroissement du stock de monnaie [16].

Le statut de la monnaie dans les modèles de déséquilibre est celui d'une monnaie neutre, bien que l'introduction des encaisses réelles dans les fonctions de demande mette fin à la dichotomie classique entre un secteur réel et un secteur monétaire de l'économie. S'agissant précisément de ces modèles, F. Hahn peut alors évoquer l'existence d'un « fantôme monétaire ». « Supposons, écrit-il, qu'à partir de l'équilibre de notre modèle simple nous essayions d'avoir une unité supplémentaire d'emploi. Si la propension marginale à épargner est positive, et si l'équilibre est localement unique, un plus haut niveau d'emploi sera incompatible avec l'équilibre. Une des raisons pour cela est qu'il y a dans cette économie des utilisations de l'épargne autres que les actifs reproductibles. Dans notre modèle, c'est la monnaie [...]. Comme je l'ai déjà indiqué, ajoute-t-il, Keynes était pleinement conscient de cela et c'est pourquoi il a accordé tant de place à la

13. L'objet de la théorie des déséquilibres n'est certes pas de traiter de l'activité de spéculation et on ne saurait lui reprocher de ne pas l'avoir traité ; le problème est que la portée de la restriction ainsi apportée au champ d'étude n'est jamais évoquée par ses auteurs.

14. H. Grossman [1971], p. 944.

15. J. Trevithick [1978], p. 115 sur E. Malinvaud [1977].

16. Cf. R. Barro et H. Grossman [1976].

théorie du choix entre les formes alternatives de réserve de valeur. [17] » De fait, cette théorie, suivant le rôle qui lui est dévolu — secondaire ou principal — constitue la ligne de partage entre les analyses d'une économie d'échange réel, et celles d'une économie monétaire.

2. Monnaie et emploi dans la théorie de Keynes

Il existe dans les travaux de Keynes deux approches distinctes des relations entre la monnaie et l'emploi, l'une statique, constituée par ce qu'on peut appeler le modèle de la « *Théorie Générale* », l'autre dynamique, avec la prise en considération d'un motif de financement de la demande de monnaie [18]. L'approche statique est essentielle, d'un point de vue épistémologique, car c'est elle qui permet de mettre en valeur la théorie du choix entre les formes alternatives de réserve de valeur, à laquelle est rattachée la définition de la demande de monnaie comme une demande de *stock* de monnaie. L'approche dynamique peut être présentée comme étant en contradiction avec l'approche statique, dans la mesure où elle privilégie une demande de *flux* de monnaie, laissant ainsi subsister le risque d'un retour aux thèses prékeynésiennes orthodoxes [19]. Cependant l'intérêt analytique que suscite, nécessairement, toute tentative de « dynamisation » doit entraîner à rechercher une conciliation des deux approches qui conserve l'acquis du modèle statique.

Dans la *Théorie Générale*, Keynes décrit un équilibre « ex ante » dans le but de démontrer qu'une économie peut être durablement dans une situation de chômage involontaire. Cet équilibre est défini sur la base du principe de la demande effective et de la théorie de la préférence pour la liquidité qui sont indissolublement liés. Suivant le principe de la demande effective, les entreprises fixent le niveau de l'emploi de telle sorte que les profits anticipés soient maxima [20]. La deman-

17. F. H. Hahn [1977], p. 31.

18. Cf. J. M. Keynes [1973], vol. II. Le motif de financement est introduit par Keynes dans des articles de 1937, postérieurs à la *Théorie Générale*. Il est redécouvert récemment par P. Davidson [1972] (Cf. chap. vii).

19. Principalement les thèses de D. Robertson [1938], [1940], qualifiées ici de prékeynésiennes d'un point de vue épistémologique.

20. Cf. J. M. Keynes [1968], chap. iii. Une définition de la demande effective au plan de l'entreprise y est présentée (p. 49), qui constitue en même temps une théorie de la détermination des prix d'offre proche de l'analyse de A. Smith, concernant la valeur d'échange.

de effective est ce point particulier de la courbe de demande anticipée qui détermine les entreprises à prendre une décision de production et la décision d'emploi correspondante. Cependant, autant que les anticipations relatives à la demande, c'est le degré de confiance avec lequel sont faites ces anticipations qui est déterminant. Or, dans l'analyse de Keynes, suivant l'appareil conceptuel mis en œuvre, ce degré de confiance est mesuré par l'état de la préférence pour la liquidité et se traduit par une demande de stock de monnaie pour le motif de spéculation. Une forte préférence pour la liquidité, par exemple, implique de moduler à la baisse les anticipations relatives à la demande et vice versa. « Notre désir de conserver la monnaie en tant que réserve de valeur, écrit Keynes, est un baromètre de notre degré de confiance à l'égard de nos propres calculs et conventions concernant le futur [...] la possession de la monnaie apaise notre inquiétude, et la prime que nous requérons pour nous séparer de la monnaie est la mesure du degré de notre inquiétude. [21] »

La détention de monnaie — mais aussi, éventuellement d'autres actifs non reproductibles parmi lesquels Keynes range la terre [22] — se présente, donc, comme une alternative à l'achat de biens, qu'il s'agisse, pour l'entreprise, de consommations intermédiaires ou de capital fixe. La demande de monnaie ainsi retenue est clairement une demande de stock ; quant à la dimension des autres agrégats, et en particulier de l'investissement, elle n'a pas d'incidence analytique puisqu'une seule période — la période de prévision — est considérée et peut être choisie arbitrairement. La comparaison de deux équilibres distincts suppose simplement que la période de référence soit de même longueur.

Cette analyse, pour cohérente et novatrice qu'elle soit, demeure prisonnière de ce pourquoi elle a été élaborée, à savoir la démonstration de l'existence d'un sous-emploi durable. Keynes considère donc que l'équilibre ainsi déterminé est stable, soit que les entreprises réalisent leurs plans, soit que leurs erreurs ne les conduisent pas à modifier ces plans en raison de la forte inélasticité de leurs anticipations. Or si la définition d'un équilibre statique suffit à décrire un état, la comparaison de deux équilibres est insuffisante pour décrire une évolution : il y manque une dimension temporelle que seule permet d'introduire une dynamique des flux.

21. J. M. Keynes [1973], vol. II, p. 116.
22. Cf. J. M. Keynes [1968], p. 247 (dans le chap. xvii relatif aux « propriétés essentielles de l'Intérêt et de la Monnaie »).

Cette dynamique des flux est introduite par Keynes dans l'analyse d'une économie monétaire lorsqu'il fait valoir la caractéristique et l'importance du motif de financement de la demande de monnaie.

Le motif de financement de la demande de monnaie ne s'ajoute pas aux autres motifs de la demande de monnaie, ni ne se substitue à l'un d'entre eux, dans l'explication du montant des encaisses détenues par les entrepreneurs ou les ménages, pour la raison simple que cette demande de monnaie pour le motif de financement est une demande de *flux*. Elle est déterminée par *les changements de vitesse* de l'investissement, c'est-à-dire par des variations du flux d'investissement hors d'un sentier d'équilibre. « Une décision d'investissement. l'investissement « ex ante » du professeur Ohlin, écrit Keynes, peut quelquefois susciter une demande temporaire de monnaie avant d'être exécutée, tout à fait distincte de la demande d'encaisses actives qui surgira comme résultat de l'activité d'investissement pendant qu'elle se déroule. [23]» Cette demande de monnaie n'entre pas dans le modèle de la *Théorie Générale*. « Elle peut être considérée comme étant à mi-chemin, pour ainsi dire, entre les encaisses actives et les encaisses inactives. Si l'investissement progresse à un taux régulier, le financement (ou les engagements de financement) peut être obtenu à partir d'un fonds de roulement d'un montant plus ou moins constant [...] mais si les décisions d'investissement sont croissantes, le financement supplémentaire qu'elles entraînent constituera une demande additionnelle de monnaie. [24] » Ainsi, suivant cette hypothèse — d'ailleurs confirmée par la relation observée entre les taux de variation du taux d'autofinancement et de l'investissement [25] — une augmentation du taux de croissance de l'investissement entraîne un flux supplémentaire de demande de monnaie qui se traduit par des émissions nouvelles de titres et crée une tension à la hausse des taux d'intérêt. « Si par crédit, l'on entend financement, je n'ai aucune réticence, écrit Keynes, à admettre la demande de financement comme un des facteurs influençant le taux d'intérêt. Puisque le financement constitue, comme on l'a vu, une demande additionnelle de liquidités en échange d'engagements à terme, c'est, au sens littéral, une demande de monnaie. [26] » L'ambiguïté de cette dernière association entre une demande de

23. J. M. Keynes [1973], vol. II, p. 201.
24. J. M. Keynes, *Ibid.*, p. 208-209.
25. Une vérification économétrique simple confirme que le taux de variation du taux d'autofinancement est correlé négativement avec le taux de variation de l'investissement. Le coefficient de régression est significatif au seuil de 1 % et il n'y a pas d'autocorrelation des résidus.
26. J. M. Keynes [1973], vol. II, p. 209.

crédit et une demande de monnaie peut donner à penser que la théorie des fonds prêtables se substitue à la théorie (contradictoire) de la préférence pour la liquidité, et pose, donc, le problème de la réalité de l'apport keynésien dans le domaine de la dynamique monétaire.

C'est un problème du même ordre que doit résoudre A. Leijonhufvud lorsqu'il analyse la séquence d'événements qui suit une chute de l'efficacité marginale du capital. Il est conduit à considérer que cette chute crée un écart positif entre l'épargne et l'investissement devant entraîner une baisse du taux d'intérêt susceptible d'assurer un rétablissement de l'équilibre complet (de plein emploi) ; autrement dit, il admet, comme théorie du taux d'intérêt, la théorie des fonds prêtables, avec cette réserve importante que l'activité des spéculateurs peut bloquer le mécanisme de régulation. Dans le cas d'une chute de l'efficacité marginale du capital, c'est l'existence de spéculateurs à la baisse, ou plus exactement l'inélasticité des anticipations de ces spéculateurs, qui empêche toute diminution du taux d'intérêt [27]. La contradiction entre la théorie des fonds prêtables et la théorie de la préférence pour la liquidité est assumée, cette dernière devenant une sorte de cas d'espèce puisqu'elle n'est admise que dans des circonstances très particulières.

Une solution sensiblement différente peut, toutefois, être retenue, qui concilie, non pas la théorie des fonds prêtables, mais la théorie de la demande de monnaie pour le motif de financement avec la théorie de la préférence pour la liquidité, tout en conservant à cette dernière un champ d'application général. Dans ce but, deux conditions doivent être réunies : la première consiste à étendre à d'autres actifs que la monnaie la notion de préférence pour la liquidité ; la seconde est relative à la prise en considération de la contrainte de solvabilité que les situations d'offre excédentaire de produits font peser sur les entreprises.

« Il est clair, écrit Keynes, qu'il n'existe pas de taux absolu de liquidité mais seulement une échelle de liquidité — une prime variable dont il doit être tenu compte, en sus du rendement fourni par l'usage de chaque forme de richesse et de ses frais de conservation, lorsqu'on évalue l'attrait comparatif qu'offre sa possession. [28] » Or parmi les éléments qui contribuent à la liquidité, « notion en partie vague » suivant l'expression de Keynes, il convient de ranger l'existence d'un « marché d'occasion » bien organisé. Ainsi les titres qui peuvent être

27. Cf. A. Leijonhufvud [1968], chap. III et IV.
28. J. M. Keynes [1968], p. 247.

échangés sur le marché secondaire bénéficient-ils de cet élément de la liquidité. Par ailleurs, la prime de liquidité qui s'attache à eux est susceptible de varier suivant le degré d'aversion pour le risque de perte en capital ; elle est d'autant plus grande que l'on anticipe une baisse des taux d'intérêt. Dès lors, pendant une phase de récession, au cours de laquelle l'investissement continue d'augmenter mais à taux décroissant, la théorie de la demande de monnaie pour le motif de financement enseigne que les taux d'intérêt diminuent, puisque le financement libéré par la production courante est supérieur au financement requis par la production future — ce que révèle l'augmentation des taux d'autofinancement — ; mais ce résultat n'est en rien contradictoire avec la théorie de la préférence pour la liquidité, suivant laquelle, au cours d'une telle période, la détention spéculative de titres est préférée à la réalisation d'investissements en capital fixe.

La préférence pour la liquidité devient une préférence pour la détention de monnaie au cours des périodes de dépression caractérisées par une généralisation des situations d'offre excédentaire sur les marchés de produits. Certes, le financement libéré par la production courante reste, *virtuellement*, supérieur au financement requis par la production future, et la théorie de la demande de monnaie pour le motif de financement doit permettre de conclure à une baisse des taux d'intérêt ; mais, en réalité, l'excès de la production sur le montant des ventes fait que le financement que libère *effectivement* la production courante est inférieur au financement requis par la production future, de telle sorte que c'est bien une demande excédentaire de monnaie qui se manifeste et qui détermine une hausse des taux d'intérêt, conformément à la théorie de la préférence pour la liquidité. L'élément d'appréciation introduit ici est généralement ignoré des théories prékeynésiennes relatives à l'intégration monétaire : il s'agit de la contrainte de solvabilité des entreprises et du risque de faillite qu'implique une mévente.

La concordance ainsi établie entre la théorie de la préférence pour la liquidité et la théorie de la demande de monnaie pour le motif de financement est fondamentale en ce qu'elle justifie l'introduction d'une analyse dynamique qui ne trahit pas les acquis fondamentaux de la théorie statique keynésienne.

Le champ d'application retenu maintenant est celui d'une économie en récession, d'une part, en raison de l'actualité du problème, d'autre part, parce que les traits dominants d'une telle économie sont plus nuancés et plus complexes que ceux d'une économie en situation de dépression. Une dépression est aisément assimilable à un état, et

justifiable en conséquence d'une analyse statique ; une récession est fondamentalement une situation en évolution puisque, en première approximation, ce qui la caractérise le mieux c'est une augmentation de l'importance relative des secteurs subissant un excédent d'offre sans, pour autant, que celle des secteurs bénéficiant d'un excédent de demande ne devienne négligeable, c'est-à-dire simultanément une dispersion accrue des demandes excédentaires (positives et négatives) et une diminution lente de leur moyenne (qui reste positive).

II. LA THEORIE MONETAIRE D'UNE ECONOMIE EN RECESSION

La théorie d'une économie monétaire en récession doit pouvoir répondre à deux questions qui commandent la politique de l'emploi et de la monnaie : la première concerne l'explication des mouvements conjoints de l'investissement, de l'emploi (ou de la production) et des prix ; la seconde est relative à l'absence de synchronisme entre les phénomènes réels et les phénomènes monétaires, susceptibles de créer les conditions d'une crise financière venant aggraver la crise économique et précipiter l'économie dans la dépression.

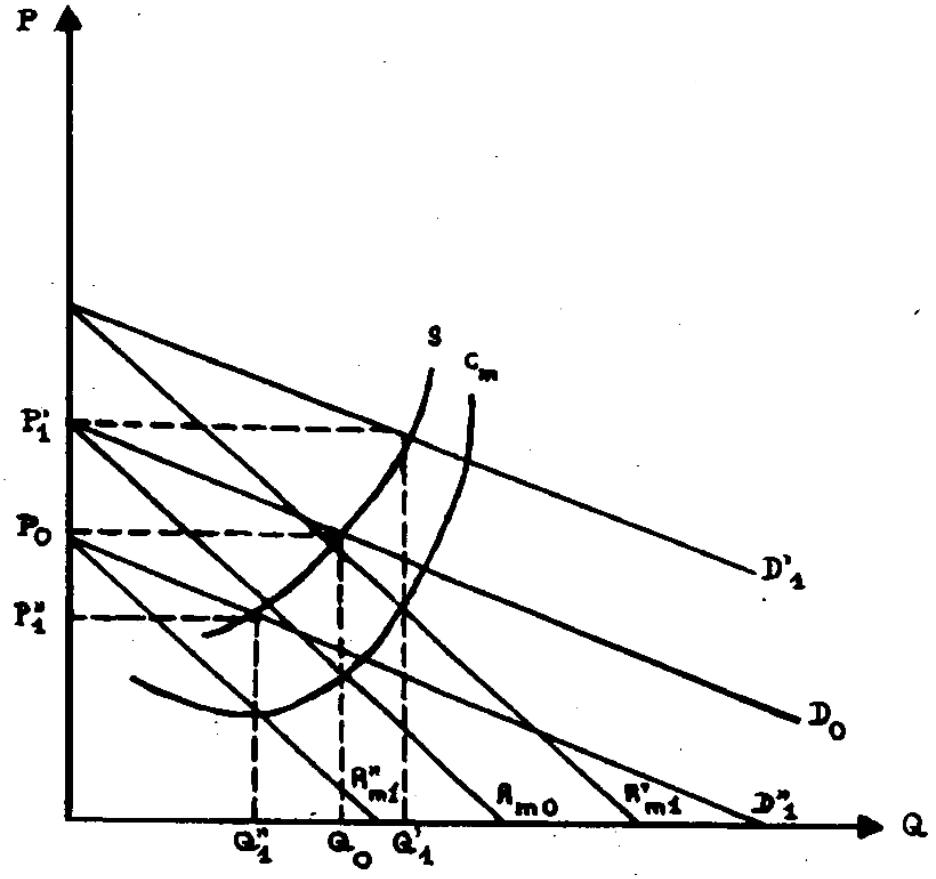
L'aggravation simultanée de l'inflation et du chômage est étroitement liée au ralentissement de la croissance de l'investissement qui explique que les ajustements de prix puissent être asymétriques. Dans ces conditions elle révèle une modification du comportement des agents économiques, qui se traduit par une intensification de la spéculation au détriment de l'activité d'investissement. Dans une économie fermée, cette spéculation porte principalement sur les titres en bourse au point que les prix de ces derniers n'ont plus aucun rapport avec le prix du capital réel et qu'un krach boursier générateur de faillites bancaires et industrielles peut s'ensuivre. Dans une économie ouverte — qui est le cas qui nous intéresse ici — cette spéculation porte sur la valeur des monnaies ; elle est rendue possible par l'existence et l'augmentation des écarts de taux d'inflation entre les différents pays. En régime de changes flottants, des mécanismes de surréaction des taux de change sont, alors, perceptibles, qui révèlent une certaine autonomie des phénomènes monétaires dont la conséquence peut très bien être une aggravation des déséquilibres réels.

1. L'activité d'investissement et les ajustements de prix et de quantités

Il est possible de démontrer formellement qu'une aggravation simultanée de l'inflation et du chômage est le résultat d'un changement de la structure de la demande excédentaire globale. Il suffit ainsi que la dispersion des demandes excédentaires enregistrées sur les différents marchés concrets s'accroisse pour que le taux d'inflation et le taux de chômage soient plus élevés, les prix étant plus flexibles à la hausse, et les quantités, corrélativement, plus flexibles à la baisse [29]. Cependant une telle asymétrie est justifiée par l'imperfection de l'information entendue au sens le plus général ce qui a pour conséquence de faire apparaître la théorie proposée comme une simple structure formelle chargée de « produire » des résultats conformes à l'observation immédiate, mais sans véritable pouvoir explicatif. Pour échapper, au moins partiellement, à cette critique, il importe de faire apparaître le primat du processus sur la structure, dans le cas présent le primat du processus d'investissement. En fait, l'asymétrie des mouvements de prix et de quantités est inscrite dans la forme des courbes de coût de courte période, dont la pente positive est croissante. Le schéma traditionnel d'équilibre de la firme en concurrence imparfaite permet aussi bien de représenter l'équilibre conjectural que constitue la demande effective pourvu de considérer que les courbes de recettes moyenne et marginale représentent des grandeurs anticipées. Un changement des anticipations faisant se déplacer ces courbes de recettes vers le haut (D'_1) ou vers le bas (D''_1) à partir d'une position de référence (D_0) permet, alors, de mettre en évidence une asymétrie des mouvements de prix et de quantités à travers une courbe d'offre à pente positive et croissante déduite de la courbe de coût marginal et de déplacements de la courbe de demande parallèlement à elle-même (graphique 1). Mais ce résultat n'a de sens qu'en l'absence de toute décision d'investissement venant modifier la position de la courbe de coût. Ainsi, dans l'hypothèse de rendements d'échelle croissants [30], un investissement nouveau entraîne un déplacement de la courbe de coût, vers la droite et vers le bas, remettant en cause l'asymétrie des mouvements de prix et de quantités.

29. Cf. J.-P. Fitoussi [1973].

30. Le caractère général de l'hypothèse de rendements d'échelle croissants peut être démontré en distinguant le niveau de l'entreprise (en tant qu'unité d'organisation) de celui de l'unité de production — celle-ci ayant nécessairement, pour des raisons physiques, une taille optimale — Cf. J. L. Gaffard [1979a].



Graphique 1

Le problème est alors de déterminer les conditions dans lesquelles sont arrêtées les décisions d'investissement, c'est-à-dire, en premier lieu, de connaître les motifs des changements d'anticipations.

L'une des raisons évidentes d'un changement d'anticipations de la part d'un entrepreneur est constituée par les erreurs de prévision que révèlent un excédent de demande ou un excédent d'offre sur le marché de son produit. L'excédent de demande dans la période courante peut entraîner une révision des anticipations à la hausse et une accélération des dépenses d'investissement par rapport au sentier de croissance équilibrée de référence [31] et vice versa. Néanmoins, un élément d'appréciation supplémentaire intervient, qui est le degré de confiance avec lequel sont effectuées ces nouvelles anticipations, c'est-à-dire le caractère permanent ou transitoire reconnu à l'excédent de demande.

31. Ce sentier de croissance équilibrée est défini par le taux de croissance nécessaire au sens de Harrod, traduction en dynamique du principe de la demande effective. Cf. J. L. Gaffard [1978].

Si l'entreprise, qui bénéficie d'une demande excédentaire, juge cette situation permanente, elle révise à la hausse ses plans d'investissement et elle ne procède pas, dans l'immédiat, à une augmentation des prix sur laquelle il faudrait revenir ultérieurement, une fois les coûts unitaires abaissés grâce aux nouveaux équipements [32]. Une diminution des stocks et un allongement des délais de livraison sont alors des formes d'adaptation nécessaires, jusqu'à ce que soient réalisés les investissements décidés. Si, au contraire, l'entreprise juge cette même situation d'excédent de demande transitoire, elle ne procède pas à un ajustement à la hausse de son programme d'investissements, elle peut même être conduite à ralentir le programme initialement prévu, et en conséquence réduire le déséquilibre du marché par une hausse de ses prix. Dans ce dernier cas, il y a effectivement une asymétrie des mouvements de prix qui engendre la « stagflation », d'autant que, de leur côté, pour une raison identique que l'on va expliciter, les entreprises qui subissent un excédent d'offre considèrent cette situation comme permanente et révisent à la baisse leurs plans de production et d'investissement, avec des prix quasi stables (et quelquefois même en augmentation). La raison de tels comportements est un ensemble complexe d'informations que synthétise l'augmentation du taux de chômage global induite par l'augmentation de l'importance relative des secteurs en situation d'offre excédentaire. En d'autres termes, il *suffit* que la moyenne des demandes excédentaires, distribuées suivant la loi normale, diminue *et* que leur dispersion augmente pour que, simultanément, le taux d'inflation et le taux de chômage augmentent, et le taux de croissance de l'investissement diminue.

La hausse du taux d'inflation doit être attribuée à une augmentation du coefficient de réaction des prix appliqué par les entreprises en situation de demande excédentaire. L'augmentation du chômage total correspond, d'une part, aux licenciements effectués dans les secteurs où l'offre de produits est excédentaire, et d'autre part, au ralentissement, voire à l'absence d'embauche dans les autres secteurs [33]. Enfin, la décroissance du taux de variation de l'investissement en capital fixe implique que le financement libéré par la production courante (compte tenu des hausses de prix) est supérieur au financement

32. De fortes *fluctuations* de prix sont, en effet, incompatibles avec le bon fonctionnement d'une économie où les contrats sont stipulés en monnaie.

33. Cette classification correspond à celle introduite par E. Malinvaud [1977], entre le chômage classique et le chômage keynésien, à ceci près que dans l'analyse présentée ici l'existence d'un chômage classique est liée à l'existence et au développement d'un chômage keynésien.

requis par la production future. Il apparaît, ainsi, un changement dans la structure de la quantité de monnaie en circulation, au détriment de la circulation industrielle, au bénéfice de la circulation financière, puisque l'activité de spéculation prend progressivement le pas sur l'activité d'entreprise [34].

Dans une économie ouverte, cette augmentation de la quantité de monnaie en circulation, destinée au financement d'une activité à caractère spéculatif, se traduit en particulier par des mouvements de change qui peuvent constituer, du point de vue des déséquilibres réels, un facteur aggravant.

2. Les déséquilibres réels et les variations de change

« Il est devenu banal, écrit P. Coulbois, de faire observer que les ordres d'achat et de vente de monnaies ne correspondent pas seulement à des transactions courantes mais aussi à une réaffectation des actifs et des passifs des entreprises entre les diverses devises : les décisions motivées par cette recherche du portefeuille optimal en termes de rendement et de risque ont un effet baucoup plus rapide que celles qui résultent de la modification des courants commerciaux. [35] » H. Bourguinat est plus précis encore, quand il remarque que « le flottement a semblé libérer les tendances profondes de chacune des économies et (que l') on a assisté, incontestablement, au creusement des écarts entre taux d'inflation ». « Pour les économies à monnaie forte, ajoute-t-il, l'appréciation du change dépassait ce qui aurait été nécessaire pour compenser un différentiel d'inflation positif et n'empêchait nullement le développement du surplus commercial extérieur [...]. Par contre, pour les pays à monnaie faible, une véritable spirale dépréciation du change inflation s'établissait. [36] » C'est que, toujours suivant l'expression de H. Bourguinat, le marché des changes serait redevenu un marché boursier avec l'introduction d'un régime de changes flottants. « Le taux de change n'apparaît plus (alors) comme la simple

34. Les concepts de circulation industrielle et de circulation financière sont introduits par J. M. Keynes [1971] et permettent de « structurer » la quantité de monnaie en circulation en opposant la partie de celle-ci destinée au financement de l'activité d'entreprise appelée circulation industrielle, et celle dévolue au financement de l'activité de spéculation appelée circulation financière.

35. P. Coulbois [1978], p. 3.

36. H. Bourguinat [1977], p. 111.

résultante de l'état de la balance des paiements [...]. Le change est aussi et peut être *davantage* le prix qui permet d'ajuster le stock d'actifs financiers étrangers désirés et le stock existant [...]. Le change n'est plus le prix régi par le seul commerce international. [37] » Il n'est pas étonnant d'observer, dans ces conditions, ce qu'il est convenu d'appeler un mécanisme de surréaction (overshooting). Les taux de change « étant commandés à court terme non pas par les conditions qui règnent sur les marchés des biens et services, mais par les préférences pour la détention d'un niveau donné d'actifs financiers (tant d'ailleurs des résidents que des non-résidents) libellés en telle ou telle monnaie étrangère, il se peut fort bien que le taux de change continue à se déprécier ou à s'apprécier au-delà de ce qui correspondrait à son niveau d'équilibre de longue période » [38]. Ce phénomène de surréaction des changes n'est pas à proprement parler un « produit » des changes flottants même si par hypothèse seul un tel régime de change autorise ce type de glissement. Il traduit, en tout premier lieu, le poids croissant d'une activité de spéculation caractéristique des périodes de récession économique.

L'exemple fourni par l'évolution des économies occidentales au cours de ces dernières années est significatif à cet égard. Ces économies sont parties prenantes d'une internationalisation des échanges et de la production qui crée une forte dépendance *conjoncturelle* entre elles. Cependant, elles conservent des *structures* internes — structure de la demande excédentaire globale, structure sectorielle de l'investissement en capital fixe — qui les différencient, et ces différences structurelles acquièrent une importance considérable dès lors que se profile une phase de récession de l'activité économique. Compte tenu de la dépendance conjoncturelle, les écarts de taux d'inflation s'analysent comme des écarts entre les composantes structurelles des taux d'inflation (c'est-à-dire des composantes des taux d'inflation commandées par la structure de la demande excédentaire globale et son évolution). Ils entraînent des mouvements commerciaux susceptibles d'engendrer des variations de change. Toutefois, pendant les périodes d'expansion, les composantes structurelles des taux d'inflation sont petites au regard des composantes conjoncturelles ; ces dernières ont elles-mêmes un niveau peu élevé en raison de la faiblesse des coefficients de réaction des prix à la hausse, liée à l'importance de l'activité d'investissement. Les évolutions de balances commerciales sont généralement orientées dans le sens d'un accroissement du surplus ou d'une

37. H. Bourguinat. *Ibid.*, p. 120.
38. H. Bourguinat, *Ibid.*, p. 122.

diminution du déficit, et un régime de changes fixes est bien adapté à cette situation. Ce n'est qu'en période de récession que se creusent les écarts de taux d'inflation qui créent ou aggravent les déficits commerciaux des uns, et créent ou améliorent les surplus commerciaux des autres.

L'examen du cas élémentaire de deux économies A et B, structurellement différentes, mais dépendantes du point de vue conjoncturel, permet d'illustrer le raisonnement. Pour ces deux pays, le taux d'inflation Π s'écrit :

$$\Pi = K_1 \frac{X}{Z} - K_3 \frac{X^-}{Z}$$

où Z est la valeur de l'offre globale, X la valeur de la demande excédentaire globale et X^- la valeur des demandes excédentaires négatives. K_1 est le coefficient de réaction des prix à la hausse, K_3 est la différence entre ce dernier coefficient et K_2, le coefficient de réaction des prix à la baisse [39].

Au cours d'une période de prospérité commune aux deux pays, les variances des demandes excédentaires peuvent être différentes ($\sigma^2_{XA} > \sigma^2_{XB}$ par exemple), les taux d'inflation n'en seront pas moins identiques ($\Pi_A = \Pi_B$), dès lors que les moyennes des demandes excédentaires sont égales ($m_{XA} = m_{XB}$) et que le coefficient K_3 est proche de zéro dans l'un et l'autre pays en raison de la croissance à taux croissant des dépenses d'investissement. Mais, au cours d'une période

39. Cette relation s'établit comme suit :

$$\Pi = \frac{\Sigma_j S_j \Delta P_j}{\Sigma_j S_j P_j} \text{ avec } \frac{\Delta P_j}{P_j} = K_j \frac{X_j}{S_j}$$

$$j = 1 \ldots k \qquad X_j > 0 \qquad K_j = K_1$$

$$j = k+1 \ldots n \qquad X_j < 0 \qquad K_j = K_2$$

$$\Pi = \frac{\Sigma_j K_j X_j P_j}{\Sigma_j S_j P_j} = K_1 \frac{\sum_{j=1}^{k} X_j P_j}{\Sigma_j S_j P_j} + K_2 \frac{\sum_{j=k+1}^{n} X_j P_j}{\Sigma_j S_j P_j}$$

$$\Pi = K_1 \frac{X^+}{Z} + K_2 \frac{X^-}{Z}$$

$$K_1 = K_2 + K_3 \qquad \text{et} \qquad \pi = K_1 \frac{X}{Z} - K_3 \frac{X^-}{Z}$$

$$\text{avec} \quad X = X^+ + X^-$$

de récession, également commune aux deux pays, au point que les moyennes des demandes excédentaires, bien qu'en évoluant dans le sens de la baisse demeurent égales ($m_{XA} = m_{XB}$), la différence enregistrée entre les variances de ces demandes excédentaires ($\sigma^2_{XA} > \sigma^2_{XB}$) et celle que l'on constate entre les coefficients K_3 devenus largement positifs ($K_{3A} > K_{3B}$) créent un écart important entre les taux d'inflation nationaux ($\Pi_A > \Pi_B$). Le ralentissement concomitant des dépenses d'investissement est lui-même différent dans les deux pays. En admettant que la période de prospérité était marquée par une égalité des taux de croissance de l'investissement ($\alpha_A = \alpha_B$), la caractéristique de la période de récession est une inégalité ($\alpha_A < \alpha_B$), qui va croissante. Il s'ensuit une réduction de la compétitivité du pays A relativement au pays B dont la manifestation immédiate est un accroissement de l'écart entre les coefficients de dispersion, donc de l'écart entre les taux d'inflation et ainsi de suite. Concrètement dans tel ou tel secteur déterminé, les entreprises du pays A, qui bénéficiait d'une demande légèrement excédentaire en période de prospérité, subissent un excédent d'offre relativement important en période de récession, tandis que les entreprises du pays B passent d'une situation de fort excédent de demande à une situation de faible excédent de demande ou de faible excédent d'offre. L'hypothèse sous-jacente est, évidemment, que les taux de chômage nationaux, qui augmentent en même temps que les taux d'inflation et, également, de façon différenciée (le taux de chômage en A est supérieur au taux de chômage en B), constituent toujours un critère décisif de choix, dans la mesure où les entreprises ne peuvent réaliser des performances à l'exportation qu'en s'appuyant sur un marché intérieur suffisamment développé [40].

Le creusement des écarts de taux d'inflation, l'apparition de déficits ou de surplus commerciaux permanents engendrent nécessairement des variations de change au-delà des limites autorisées par un régime de changes fixes. Pour autant, le flottement des monnaies ne constitue pas une solution dans la mesure où il se produit un mécanisme de surréaction. Celui-ci exprime, dans des économies ouvertes, l'augmentation de la circulation financière au détriment de la circulation industrielle. Aux Etats-Unis, dans les mois qui ont précédé le krach boursier de 1929, le développement de la circulation financière a consisté en une intense spéculation sur le marché financier, entraînant le prix des titres très au-delà du prix du capital réel, qu'ils étaient censés représenter, et créant les conditions d'une crise finan-

40. Cf. G. Haberler [1977].

cière. Actuellement, dans l'ensemble constitué par les économies capitalistes développées, elle consiste en une non moins intense spéculation sur les monnaies, entraînant une surappréciation des unes et, donc, une surdépréciation des autres. Dans un pays à monnaie forte (le pays B dans l'exemple examiné plus haut), on peut ainsi constater une substitution de titres nationaux à des titres étrangers libellés en monnaie faible dans le portefeuille des ménages et des institutions financières, une substitution de liquidités à ces mêmes titres étrangers dans les actifs des ménages et des entreprises, une substitution de crédit étranger au crédit national au passif des entreprises, une augmentation des dépôts en monnaie nationale de la part des non-résidents, une baisse des crédits en monnaie nationale aux non-résidents, des achats de titres nationaux par des non-résidents, enfin une diminution des avoirs propres en devises faibles des banques et une diminution de leurs participations et investissements directs à l'étranger. Dans un pays à monnaie faible (le pays A dans l'exemple retenu) ce sont des comportements exactement opposés que l'on pourra constater.

Au total, des mouvements de capitaux correspondant à des comportements de restructuration des portefeuilles d'actifs des agents économiques des différents pays et traduisant l'augmentation de la quantité de monnaie disponible pour financer une activité de caractère spéculatif — et non pas simplement une offre excédentaire de monnaie — sont responsables de ces variations de change qui vont au-delà de ce que justifieraient les écarts entre les taux d'inflation nationaux. L'aspect cumulatif des spéculations monétaires apparaît donc ; il est confirmé par une étude récente sur les taux d'intérêt qui montre qu'« en moyenne, les emprunts en devises fortes sont toujours plus coûteux que ceux en devises faibles » et que « symétriquement, il est en moyenne plus rémunérateur (en dépit de taux d'intérêt nominaux plus faibles) de constituer des avoirs en devises fortes et de s'y tenir ». « Une telle constatation, ajoute l'auteur de cette étude, conduit à penser que les devises fortes font l'objet d'une prime systématique sur les marchés des changes et inversement pour les devises faibles. [41] »

Le problème que pose ce mécanisme de surréaction en régime de changes flottants est qu'il peut avoir des effets aggravants sur les déséquilibres réels, en contribuant à la mise en place d'un « cercle vicieux » dépréciation du change — hausse des prix dans les pays subissant un déficit de leur balance des paiements, avec toutes les

41. J. Peyrelavade [1978], p. 1108.

conséquences que cela aura sur la production et l'emploi. Le processus envisagé est le suivant : une dépréciation du change due initialement à un déséquilibre de la balance commerciale se traduit par une hausse du coût des produits importés rapidement répercutée sur les prix des biens domestiques techniquement liés aux importations ; l'augmentation de l'indice des prix favorise alors les augmentations de salaires ; et, finalement, une nouvelle diminution de la compétitivité exige une nouvelle dépréciation [42]. En fait les disparités internationales des taux d'inflation et des taux de chômage ne peuvent que s'accroître puisque les effets réels des mouvements de change sont d'amplifier sans cesse davantage les différences structurelles entre les pays telles qu'elles sont appréhendées par les variances des demandes excédentaires. Lorsque le flottement des monnaies s'est imposé après une longue période de parités fixes du fait des disparités économiques internationales croissantes, il a pu apparaître comme un substitut au protectionnisme ; mais à mesure que le temps passe sans que les événements, qui l'ont fait naître, aient disparu, il devient le prélude de ce protectionnisme, dont on sait qu'il débouche nécessairement sur une réduction des échanges et une nouvelle aggravation des déséquilibres réels qui prend alors la forme d'une dépression généralisée.

CONCLUSION

L'augmentation du taux de chômage dans une économie en récession est étroitement liée au ralentissement de l'activité d'investissement et, donc, à une préférence accrue pour la liquidité entendue au sens le plus large d'une augmentation de la circulation financière au détriment de la circulation industrielle. L'explication de ces mouvements conjoints de l'emploi, de l'investissement et de la monnaie réside dans la domination d'effets de structure. L'importance relative accrue des secteurs en situation d'offre excédentaire qu'implique une diminution de la moyenne et un accroissement de la variance des demandes excédentaires, l'asymétrie des mouvements de prix, qu'il faut attribuer à la forte augmentation des coefficients de réaction de prix aux excédents de demande, entraînent la hausse simultanée des taux d'infla-

42. Cf. R. Dornbusch et P. Krugman [1976], p. 563-575.

tion et des taux de chômage nationaux. Les disparités structurelles internationales, mesurées par des différences de coefficients de dispersion des demandes excédentaires, contribuent de façon décisive à un creusement des écarts de taux d'inflation, des écarts de taux de chômage et, finalement, des écarts de compétitivité. Mais ces effets de structure devenus dominants sont, en fait, assujettis à un processus d'investissement, en ce sens que seul le ralentissement de la croissance de l'investissement en capital fixe explique cette domination. Par ailleurs, la relative autonomie des phénomènes monétaires par rapport aux phénomènes réels, qui ressort du statut reconnu à la monnaie dans l'analyse et que révèle la surréaction des changes, participe de l'émergence de « cercles vicieux » dans les pays où les demandes excédentaires sont les plus dispersées et où par voie de conséquence la monnaie est faible.

Ce diagnostic relatif aux traits principaux d'une économie en récession commande naturellement les principes d'une politique économique adéquate. Il est certes illusoire de croire dans l'efficacité de la seule politique monétaire dans la mesure où elle n'a aucune prise sur le comportement d'investissement, y compris lorsqu'elle permet une baisse des taux d'intérêt [43] ; mais il serait également vain de s'en tenir à une politique globale. La question posée est celle des moyens d'action sur les structures sectorielles de l'offre et de la demande.

JEAN-LUC GAFFARD
Université Louis-Pasteur
Strasbourg

43. Sur ce sujet, cf. J. L. GAFFARD [1979b].

BIBLIOGRAPHIE

[1976] BARRO R. et GROSMAN H., « Money, Employment and Inflation », Cambridge U.P.

[1976] BÉNASSY J. P., « Théorie keynésienne du déséquilibre dans une économie monétaire », CNRS, Paris.

[1977] BOURGUINAT H., *Le flottement des monnaies,* PUF, Paris.

[1965] CLOWER R., « The Keynesian Counterrevolution : a Theoretical Appraisal » dans F. HAHN et F. P. R. BRECHLING Eds, « The Theory of Interest Rates », Macmillan, Londres.

[1969] CLOWER R., « A Reconsideration of Microfoundations of Monetary Theory », *Western Economic Journal,* 1967, Repr. dans R. CLOWER Ed., « Monetary Theory ».

[1978] COULBOIS P., « Les changes flottants : un bilan », Eurépargne.

[1972] DAVIDSON P., *Money and the Real World,* Macmillan, Londres, 1re ed.

[1976] DORNBUSCH R. et KRUGMAN P., « Flexible Exchange Rates in the Short Run », Brookings Papers on Economic Activity.

[1973] FITOUSSI J. P., *Inflation, Equilibre et chômage,* Cujas, Paris.

[1978] GAFFARD J. L., *Efficacité de l'investissement, croissance et fluctuations,* Cujas, Paris.

[1979a] GAFFARD J. L., « L'hypothèse de linéarité dans l'analyse de la croissance et des fluctuations », Miméo B.E.T.A. Strasbourg.

[1979b] GAFFARD J. L., « Monnaie, intérêt, investissement », Miméo B.E.T.A. Strasbourg. A paraître Cahiers de l'ISMEA 1979.

[1971] GROSSMAN H., « Money, Interest and Prices in Market Disequilibrium », *Journal of Political Economy.*

[1977] HABERLER G., « Survey of Circumstances Affecting the Location of Production and International Trade as Analysed in the Theoretical Literature » dans B. OHLIN Ed., *The International Allocation of Economic Activity,* Macmillan, Londres.

[1977] HAHN F. H., « Keynesian Economics and General Equilibrium Theory : Reflections on some current Debates » dans G. C. HARCOURT Ed., *The Microeconomic Foundations of Macroeconomics,* Macmillan, Londres.

[1968] KEYNES J. M., *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la Monnaie,* Payot, Paris (1re ed. anglaise 1936).

[1971] KEYNES J. M., *A Treatise on Money,* 2 vol., Macmillan, Londres (1re ed. anglaise 1931).

[1973] KEYNES J. M., *The General Theory and After, Part I Preparation,* Collected Writings, vol. 13, D. MOGGRIDGE ed., Macmillan, Londres.

[1973] KEYNES J. M., *The General Theory and After, Part II Defence and Development,* Collected Writings, vol. 14, D. MOGGRIDGE ed., Macmillan, Londres.

[1968] LEIJONHUFVUD A., « On Keynesian Economics and the Economics of Keynes », Oxford U.P.

[1977] MALINVAUD E., « A Theory of Unemployment Reconsidered », Blackwell, Oxford.

[1972] PATINKIN D., *Monnaie, Intérêt et Prix,* PUF, Paris (2e ed. anglaise 1965).

[1978] PEYRELEVADE J., « Taux d'Intérêt et Taux de Change », Banque.

[1938] ROBERTSON D., « Mr Keynes and Finance », *Economic Journal.*
[1940] ROBERTSON D., « Essays on Monetary Theory », Staples, Londres.
[1971] SHACKLE G. L. S., « Les théories récentes sur la nature et le rôle de l'intérêt » dans R. THORN, *Théorie Monétaire,* Dunod, Paris (1re version anglaise 1961).
[1978] TREVITHICK J., « Recent Developments in the Theory of Employment », *Scottish Journal of Political Economy.*