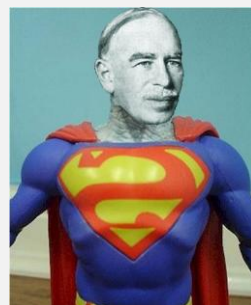
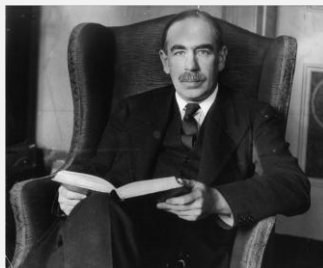


Titre III.

Analyse keynésienne

J.M. KEYNES (1883 - 1946)

III. L'analyse keynésienne



J.M. KEYNES (1883 - 1946)

III. L'analyse keynésienne

- Universitaire (Cambridge)
- Homme d'affaire (il dirigea un fond d'investissement et fit fortune)
- Journaliste et politicien (délégation anglaise à Versailles 1919, Bretton Woods en 1946, son plan fut rejeté en faveur de celui proposé par les américains).
- Il fréquenta les milieux artistiques et intellectuels de son époque (club de Bloomsbury)....
- Keynes intervint beaucoup dans le débat public de l'époque (nombreuses altercations avec W. Churchill)

Œuvres majeures :

« Les conséquences économiques de la paix » (1919),

« Traité de la monnaie » (1930),

« **Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie** » (1936).

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

3

L'opposition aux classiques

III. L'analyse keynésienne

Le contexte

Dans les années 1920-1930, la Grande Bretagne est marquée par un fort chômage.

Conviction de Keynes

Les économistes de l'époque se trompent lourdement dans leur analyse du chômage de masse que connaissent les économies occidentales. Ce faisant, ils proposent des remèdes qui ne font qu'aggraver le mal.

En effet, pour les Classiques, le chômage ne peut exister que si les salaires réels ne s'ajustent pas aux déplacements des courbes d'offre et demande de travail. Il faudrait ainsi admettre que la hausse rapide et massive du chômage observée au début des années trente est due à des exigences salariales accrues de la part des travailleurs ou à une baisse de leur productivité. On pensait alors que les prix étaient trop élevés et se posait avec acuité le problème de la compétitivité de l'économie britannique.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

4

L'opposition aux classiques

Deux solutions étaient alors possibles :

1. Une dévaluation de la livre sterling (dont le taux de change avait été fixé, à nouveau, en 1925 à sa valeur d'avant guerre),
2. Une baisse des prix (déflation).

Churchill (alors chancelier de l'échiquier) opta pour la seconde solution et les salaires chutèrent de 38 % entre 1921 et 1928.

Selon Keynes, cette mesure était une **erreur** puisqu'elle signifiait une **baisse du pouvoir d'achat, une baisse de la demande et enfin une baisse de l'investissement**. Lors de la grande crise de 1929, l'économie britannique fut marquée par une forte spéculation contre la parité de la livre sterling. Refusant encore une fois la dévaluation (qui n'intervint qu'en 1931), Churchill lança un ensemble de politiques restrictives à vocation déflationnistes. Celles-ci passaient notamment par **une baisse des allocations chômage** (20 % de la population active connaissait le chômage involontaire), ce qui eut comme **effet dramatique de réduire la demande**.

L'opposition aux classiques

Keynes : économiste de la demande

En choisissant cette voie, il s'éloigne des principes unanimement acceptés de l'analyse économique comme la loi de Say (Rappel: la loi de Say postule l'impossibilité d'une insuffisance générale de la demande) et pose le problème du **No-Bridge**.

Keynes propose donc une nouvelle *Théorie Générale*.

Son ouvrage de 1936 a ainsi mis **la demande au cœur de l'analyse macroéconomique**.

Sur un plan pratique, sa *Théorie Générale* a inspiré les politiques de régulation de la demande qui ont dominé la scène économique jusqu'aux années soixante-dix et constituent encore une référence.

L'opposition aux classiques

III. L'analyse keynésienne

	Néoclassiques	Keynésiens
Consommation	La consommation est une fonction croissante du revenu et une fonction décroissante du taux d'intérêt.	-
Epargne	L'épargne fait l'investissement (car elle permet l'accumulation de capital), elle est un préalable à l'investissement. L'épargne est fonction du taux d'intérêt réel.	-
Investissement	L'investissement est une fonction décroissante du taux d'intérêt réel.	-
Taux d'intérêt	Le taux d'intérêt détermine l'arbitrage entre consommation et épargne, il est le prix de la renonciation à la consommation. Il égalise les volumes globaux d'épargne et d'investissement.	-
Demande de monnaie	La demande de monnaie est une fonction croissante du revenu réel. La demande de monnaie est insensible au taux d'intérêt (celui-ci ne détermine que l'arbitrage entre consommation et épargne).	-
Offre de monnaie	L'offre de monnaie est exogène (elle trouve son origine en dehors de l'activité économique). L'offre de monnaie est entièrement contrôlée par la banque centrale (caractère autonome de la création de monnaie). Modèle du multiplicateur de crédit.	-
Offre et demande de travail	L'offre de travail est une fonction croissante du salaire réel. La demande de travail est une fonction décroissante du salaire réel.	-

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

7

L'opposition aux classiques

III. L'analyse keynésienne

Keynes cherche les lois de formation de l'économie à court terme.

Il se distingue des auteurs classiques par:

- Son rejet de la loi de Say (la dichotomie entre économies réelle et monétaire).
- Son refus d'attribuer les désordres économiques à des causes exogènes (ressources naturelles limitées, etc.) et à des défauts de fonctionnement des mécanismes concurrentiels.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

8

L'opposition aux classiques

Le rejet de la loi de Say

Keynes reprend la relation comptable habituelle décrivant l'usage de la production

$$Y = C + I + G$$

$$\text{Production} = \text{Consommation} + \text{Investissement} + \text{Dépenses Publiques}$$

Mais il en fait une lecture particulière: **la causalité va de la droite vers la gauche. La production est déterminée par la demande globale.**

Vision totalement différente de celle des classiques: pour ces derniers, cette égalité est une **relation d'équilibre** où les deux côtés jouent des rôles symétriques. Le côté gauche représente l'offre de biens tandis que le côté droit représente la demande. Les ajustements de prix doivent assurer l'égalité entre les deux membres de l'équation.

L'opposition aux classiques

Le rejet de la loi de Say

Pour les Classiques, contemporains de Keynes, l'idée que la production puisse être limitée par la demande est particulièrement choquante. En effet, la loi de Say montre que l'offre engendre sa propre demande. C'est d'ailleurs plutôt le côté offre (et le plein emploi des facteurs de production) qui détermine le niveau de la production nationale.

En affirmant le rôle déterminant de la demande, Keynes réfute donc la loi de Say. **Le chômage et la récession peuvent résulter d'une insuffisance de demande globale.** L'analyse macroéconomique doit donc commencer par identifier les facteurs qui déterminent les composantes de la demande globale. L'offre suivra.

Plan

Le schéma de pensée keynésien

La consommation chez Keynes

La loi psychologique fondamentale / Le statut de l'épargne / Une fonction de consommation déstabilisante

L'investissement chez Keynes, le rôle de la confiance

L'investissement comme source d'ajustement / Les déterminants de l'investissement / L'efficacité marginale du capital / L'état de la prévision à long terme (le rôle déstabilisant de la finance moderne)

La théorie keynésienne du taux d'intérêt et la spéculation

L'existence d'une demande de monnaie / Les motifs de la préférence pour la liquidité / La détermination du taux d'intérêt

L'équilibre de sous-emploi et les interventions étatiques

Les interventions de l'Etat / Soutien à la demande / Régulation (des marchés financiers)

Le schéma de pensée keynésien

L'analyse keynésienne se caractérise par les points suivants:

- Une analyse qui se focalise sur le **court terme**
(« *dans le long terme, nous serons tous morts* »).
- Une grande importance accordée à la **demande**, contrairement à l'économie de l'offre mise en avant par les classiques et les néoclassiques.
- Une approche macroéconomique par les agrégats et la réfutation de la microéconomie néoclassique (« **No Bridge** »).
- Analyse en **circuit** (flux) et non pas en stock: exemple des **effets cumulatifs** des multiplicateurs, des accélérateurs.
- **Rôle clé de l'investissement**, non plus comme condition préalable à l'accumulation du capital mais pour compenser les déséquilibres croissants résultant de la décroissance de la consommation (**variable d'ajustement**).

Le schéma de pensée keynésien

L'analyse keynésienne se caractérise par les points suivants:

- Une analyse qui se focalise sur le court terme
(« *dans le long terme, nous serons tous morts* »).
- **PRIX RIGIDES** (négociations salariales, coûts de menu, etc.)
- Une grande importance accordée à la **demande**, contrairement à l'économie de l'offre mise en avant par les classiques et les néoclassiques.
- Une approche macroéconomique par les agrégats et la réfutation de la microéconomie néoclassique (« **No Bridge** »).
- Analyse en **circuit** (flux) et non pas en stock: exemple des **effets cumulatifs** des multiplicateurs, des accélérateurs.
- **Rôle clé de l'investissement**, non plus comme condition préalable à l'accumulation du capital mais pour compenser les déséquilibres croissants résultant de la décroissance de la consommation (**variable d'ajustement**).

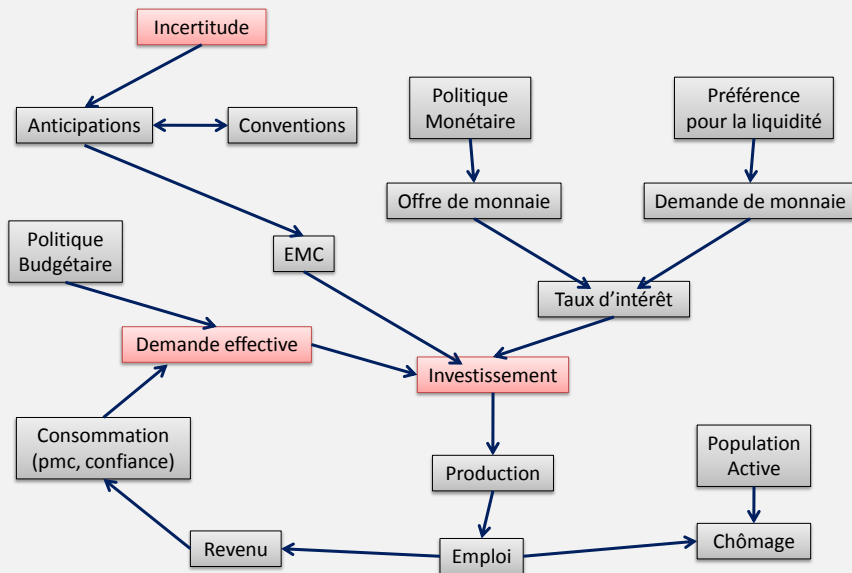
Le schéma de pensée keynésien

L'analyse keynésienne se caractérise par les points suivants:

- La **monnaie** est une nouvelle variable *via* l'endogénéité du taux d'intérêt. La monnaie joue un **rôle réel**, il ne s'agit pas uniquement d'un voile.
- La **Banque Centrale** entre également dans le raisonnement keynésien (la **politique monétaire est un levier d'action**).
- Les **anticipations** ont un impact considérable sur la formation de l'équilibre macroéconomique, notamment dans le niveau de la **demande effective**.
- Rôle important joué par les **dépenses publiques**.
- **Equilibre macroéconomique de sous-emploi, l'équilibre général n'est qu'une situation particulière.**

Le schéma de pensée keynésien

III. L'analyse keynésienne



MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

15

Le schéma de pensée keynésien

III. L'analyse keynésienne

Les différentes variables du schéma de pensée keynésien

- Les **variables exogènes** : elles sont soit de nature psychologique (la préférence pour la liquidité, l'efficacité marginale du capital, la propension à consommer), soit de nature institutionnelle (l'offre de monnaie, les salaires). Keynes accorde une grande importance à la confiance.
- Les **variables endogènes** : la consommation, l'investissement, le taux d'intérêt.

La principale conclusion qui ressort de l'analyse keynésienne c'est le **caractère instable de l'économie**. Celle-ci n'est pas une économie « nirvana » mais elle est caractérisée par un **équilibre de sous-emploi**. Par ailleurs, il est très difficile de sortir de la **logique dépressive des crises**.

Question : Qu'est ce qui fait que l'on peut avoir chez Keynes, un équilibre de sous-emploi ?

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

16

Le schéma de pensée keynésien

Question : Qu'est ce qui fait que l'on peut avoir chez Keynes, un équilibre de sous-emploi ?

Ce qui détermine la production (et donc l'investissement), c'est la **demande effective**. Or, celle-ci est fortement marquée par l'**incertitude**, ce qui la conduit à ne pas forcément atteindre le niveau de production qui autoriserait le plein-emploi.

Définition: La demande effective est la demande qu'anticipent les entrepreneurs *ex ante* (demande de biens de production et de consommation). Cette demande correspond à un seuil au-dessus duquel les entrepreneurs ne prendront pas le risque d'embaucher et de produire par crainte d'une insuffisance de la demande.

Le schéma de pensée keynésien

Conséquence de cette définition

Si la demande effective est insuffisante, il n'y aura pas d'embauche de la part des entrepreneurs et, a fortiori, du chômage involontaire (i.e. de nombreux travailleurs accepteraient des emplois aux conditions offertes par le marché mais les entreprises n'ont pas une demande de travail suffisante).

On s'écarte ainsi du chômage volontaire présenté par les économistes classiques!

La demande est centrale pour expliquer l'existence d'équilibre de sous-emploi.

Il convient alors de s'intéresser à l'analyse des composantes de la demande, i.e. **aux deux variables endogènes du schéma de pensée keynésien**:

- **Consommation**
- **Investissement**

La consommation chez Keynes

La fonction de consommation

La fonction de consommation décrit la demande de biens de consommation par les ménages. La démarche ici n'est pas, comme en microéconomie, d'étudier comment les demandes des différents biens dépendent de leurs prix relatifs. On se place au niveau macroéconomique, et l'on souhaite déterminer le niveau de la **consommation globale**.

Le principal facteur explicatif de la consommation est alors le niveau du revenu national. La fonction de consommation exprime donc la consommation comme une fonction du revenu national, ou plus précisément du revenu disponible après impôts :

$$Y_{net} = Y - T$$

La consommation chez Keynes

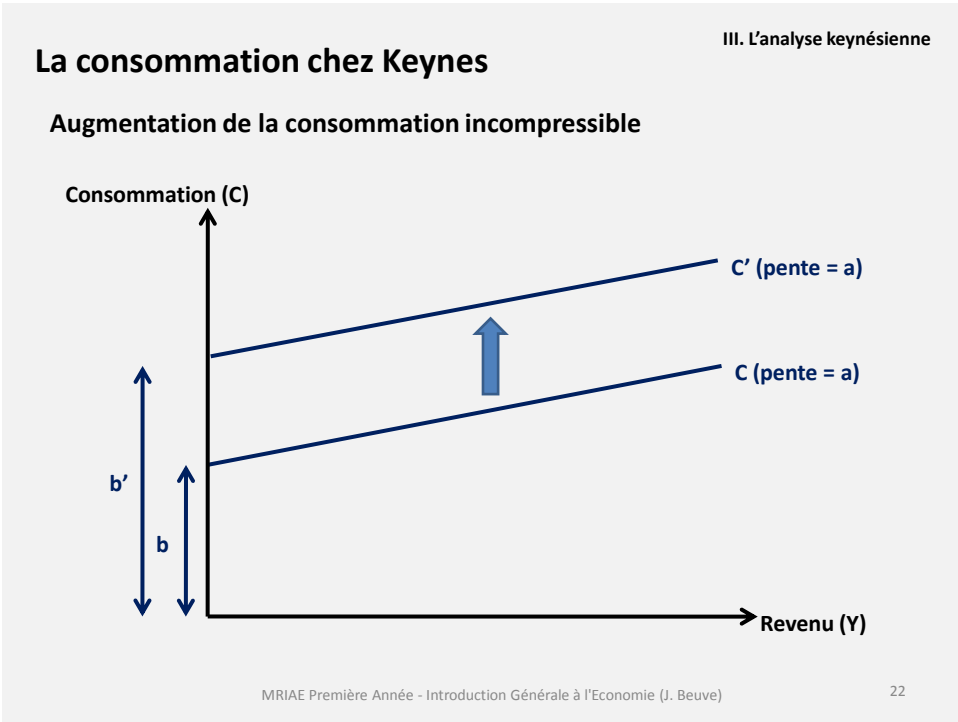
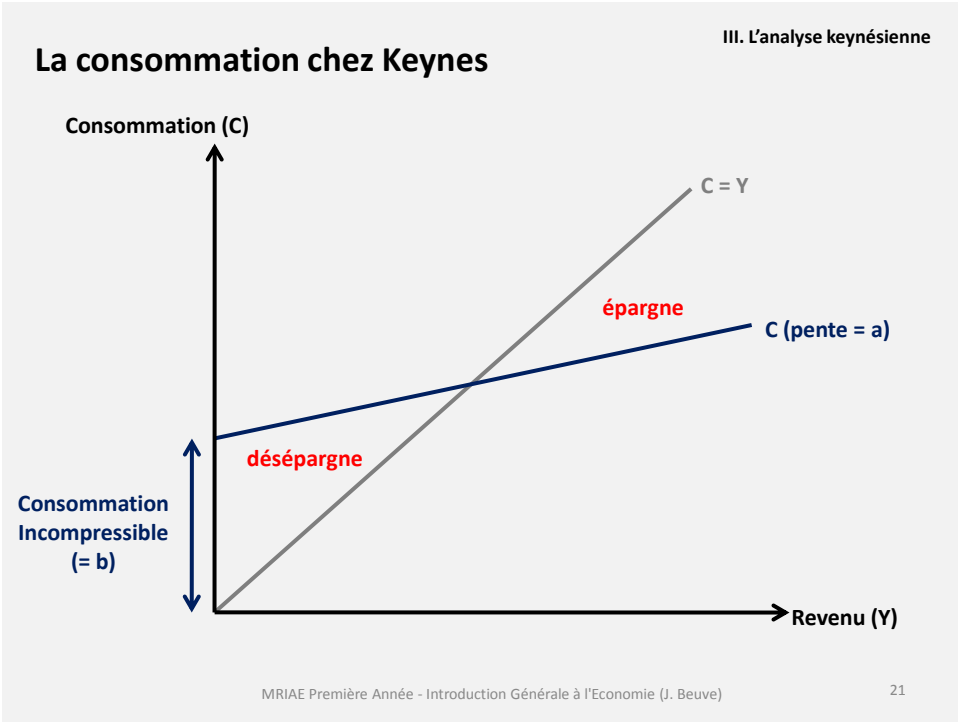
La loi psychologique fondamentale

Déterminer la somme qui doit être dépensée pour la consommation lorsque l'emploi est d'un volume donné revient à étudier la relation entre la consommation et le revenu qui correspond à ce volume d'emploi (puisque le revenu est déterminé par le volume d'emploi). Cette relation entre le revenu et la dépense de consommation est la propension à consommer. C'est une **fonction stable**.

La fonction de consommation keynésienne se caractérise par la « **loi psychologique fondamentale** » qui dit que la consommation augmente avec le revenu, mais dans une moindre proportion :

$$C = a.Y_{net} + b$$

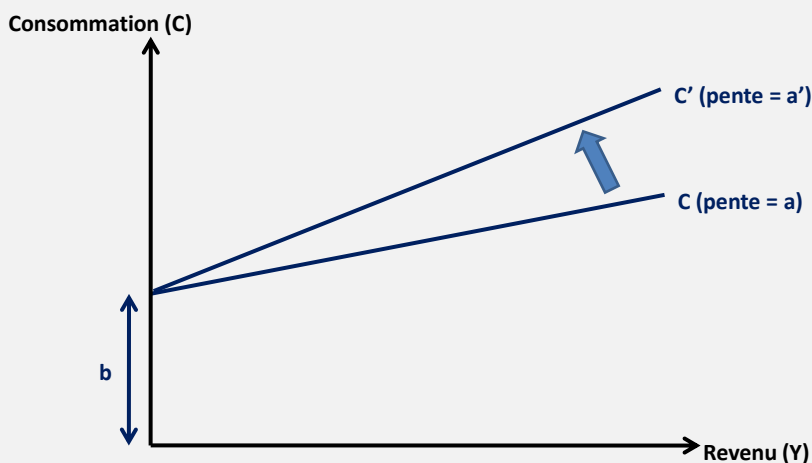
Avec **a** la **propension marginale à consommer** ($0 < a < 1$) et **b** le **niveau de consommation incompressible**.



La consommation chez Keynes

III. L'analyse keynésienne

Augmentation de la propension marginale à consommer



MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

23

La consommation chez Keynes

III. L'analyse keynésienne

La loi psychologique fondamentale

Cette loi psychologique fondamentale a des implications importantes en termes de politiques économiques : elle met en évidence la possibilité d'un **effet multiplicateur**.

Effet multiplicateur : une augmentation de revenu se traduit par une augmentation de la demande adressée à d'autres personnes qui, par de nouvelles augmentations de revenus, va elle-même entraîner une nouvelle demande.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

24

La consommation chez Keynes

III. L'analyse keynésienne

L'effet multiplicateur

	+ ΔY	PMC	+ ΔY	PMC	+ ΔY	PMC
Revenu 1	100	0.7	100	0.5	100	0.3
Demande 1 = Revenu 2	70		50		30	
Demande 2 = Revenu 3	49		25		9	
Demande 3 = Revenu 4	34.3		12.5		2.7	
Demande 4 = Revenu 5	24		6.25		0.8	
Demande 5 = Revenu 6	16.8		3.1		0.2	
Demande 6 = Revenu 7	11.8		1.6		0.1	
Demande 7 = Revenu 8	8.2		0.8		0	
Demande 8 = Revenu 9	5.8		0.4		0	
Demande 9 = Revenu 10	4		0.2		0	
Demande 10 = Revenu 11	2.8		0.10		0	
Demande 11 = Revenu 12	2		0		0	
Demande 12 = Revenu 13	1.4		0		0	
Demande 13 = Revenu 14	1		0		0	
Demande 14 = Revenu 15	0.7		0		0	
Demande 15 = Revenu 16	0.5		0		0	

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Économie (J. Beuve)

25

La consommation chez Keynes

III. L'analyse keynésienne

La loi psychologique fondamentale

De fait, l'effet multiplicateur sera **d'autant plus fort que la propension à consommer est forte.**

Implications en termes de politique économique: une politique fiscale de relance de la demande aura plus d'effets en termes de consommation si elle cible les ménages à bas revenu (les ménages « pauvres » consommeront une part plus importante de leurs revenus que ne le feront les ménages « riches »).

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Économie (J. Beuve)

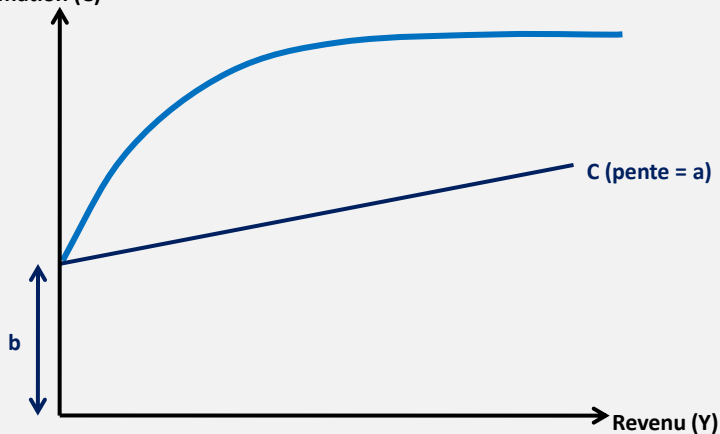
26

La consommation chez Keynes

Simplification

Il serait plus correct de considérer que la propension marginale à consommer est une fonction décroissante du revenu (forme concave de la courbe)

Consommation (C)



MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

27

La consommation chez Keynes

La consommation

	Néoclassiques	Keynésiens
Consommation	La consommation est une fonction croissante du revenu et une fonction décroissante du taux d'intérêt.	La consommation est une fonction croissante du revenu courant. Elle dépend de la propension à consommer. (loi psychologique fondamentale)

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

28

Le statut de l'épargne

III. L'analyse keynésienne

Chez les classiques, l'épargne est fonction croissante du taux d'intérêt. Pour Keynes, elle est **une fonction croissante du revenu**. Ainsi, le taux d'intérêt ne joue aucun rôle dans le partage initial du revenu: l'épargne est un « **résidu** ».

Il n'y a pas d'arbitrage (entre consommation et épargne) et une fois l'acte de consommation réalisé, les agents choisissent la manière dont ils placent ce « résidu » : liquidité ou valeurs mobilières (actions et/ou obligations).

Keynes considère donc l'épargne comme **un frein dans le mécanisme du multiplicateur** (par opposition aux classiques qui la considère comme une vertu publique qui permet d'assurer le financement de l'investissement).

Le statut de l'épargne

III. L'analyse keynésienne

Consommation et épargne

La fonction de consommation décrit la manière dont les ménages partagent leur revenu entre consommation et épargne. Elle définit donc implicitement une fonction d'épargne.

$$(1) \quad Y = C + S + T$$

$$(1) \Leftrightarrow Y - T = C + S = Y_{\text{net}}$$

Or,

$$(2) \quad C = a.Y_{\text{net}} + b$$

De (1) et (2) \rightarrow (3)

$$(3) \quad a.Y_{\text{net}} + b + S = Y_{\text{net}}$$

$$(3) \Leftrightarrow S = Y_{\text{net}} - a.Y_{\text{net}} - b = (1 - a).Y_{\text{net}} - b$$

Le statut de l'épargne

III. L'analyse keynésienne

Consommation et épargne

$$S = s \cdot Y_{\text{net}} - b \quad \text{avec } s \text{ la propension à épargner}$$

α = propension à consommer

$s = (1 - \alpha)$ = propension à épargner

Les deux propensions sont toutes deux positives et inférieures à l'unité.

Le statut de l'épargne

III. L'analyse keynésienne

L'épargne

	Néoclassiques	Keynésiens
Epargne	<p>L'épargne fait l'investissement (car elle permet l'accumulation de capital), elle est un préalable à l'investissement.</p> <p>L'épargne est fonction du taux d'intérêt réel.</p>	<p>L'investissement fait l'épargne (une augmentation des dépenses sous forme d'investissements entraîne une augmentation des revenus des ménages et donc l'augmentation de l'épargne globale).</p> <p>L'épargne est un résidu, c'est la partie du revenu qui n'est pas consommée.</p> <p>L'épargne est fonction du revenu.</p>

Résolution du modèle

Si l'on reporte l'expression de la fonction de consommation ($C = a.Y + b$) dans la demande effective ($Y = C + I + G$), on obtient :

$$Y = a.Y + b + I + G$$

Cette équation ne fait intervenir qu'une seule inconnue : Y !!

La transformation de l'équation donne:

$$Y = [1 / (1 - a)] \times (b + I + G)$$

L'emploi s'en déduit. Il se fixe tout simplement au niveau requis pour assurer la production. **Mais...**

... rien n'assure que ce niveau corresponde au plein-emploi. Il a, selon Keynes, toutes les chances de lui être inférieur.

Résolution du modèle

Le modèle keynésien décrit ainsi une situation d'équilibre très différente de l'équilibre classique.

Par insuffisance de la demande effective, l'économie peut se trouver bloquée dans une situation déprimée avec sous-emploi. **L'équilibre keynésien s'accompagne alors de chômage involontaire.**

La formule donnant le revenu d'équilibre peut être interprétée en détail. Le niveau de revenu apparaît comme le produit de deux termes:

- 1. Le multiplicateur keynésien : $1 / (1 - a)$.**
- 2. La demande autonome : $b + I + G$.**

Résolution du modèle

Le modèle keynésien décrit ainsi une situation d'équilibre très différente de l'équilibre classique.

Le multiplicateur keynésien est supérieur à l'unité, puisque son dénominateur est inférieur à l'unité. Ceci justifie l'appellation de multiplicateur.

Ce multiplicateur s'applique à la demande autonome : partie autonome de la consommation + investissement + dépenses publiques.

Exemple : Si a (propension à consommer) = 0,6 ; le multiplicateur vaut 2,5 (= $1/0,4$). Une augmentation de 100 de la demande autonome conduit à une augmentation de 250 de la production.

Le chômage keynésien

La vision keynésienne du chômage est très différente de la vision classique.

Le chômage n'est pas dû à un problème de rentabilité insuffisante et à un coût du travail trop élevé. Il est dû à une insuffisance de la demande effective. **Il y a du chômage parce que la demande effective est insuffisante.**

Question : Pourquoi donc la demande effective est-elle insuffisante ?

Réponse de Keynes: parce qu'il y a du chômage.

➔ **Spirale du chômage...**

Le chômage keynésien

L'insuffisance de la demande sur le marché des biens amène les entreprises à réduire l'emploi. Elle est donc responsable d'une insuffisance de la demande de travail. Les ménages, souhaiteraient travailler plus mais ne le peuvent pas. La faiblesse de leurs revenus salariaux les amène à réduire leur demande de biens de consommation. C'est maintenant l'insuffisance de la demande de travail qui est responsable de l'insuffisance de biens. **Les déséquilibres sur les deux marchés se renforcent ainsi.** Un cercle vicieux est responsable de la situation de sous-emploi et de sous-production.

En termes économiques, **le chômage résulte d'un problème de coordination des décisions des agents.** La main invisible du marché, censée résoudre tous les problèmes de coordination des économies, ne parvient pas à jouer son rôle. Les décisions des entreprises et celles des consommateurs sont mal coordonnées. Elles laissent l'économie bloquée dans un état déprimé d'utilisation des ressources.

Le chômage keynésien

Cette analyse du chômage rejoint la vision générale de Keynes et sa conviction que le système de marché ne parvient pas toujours à s'autoréguler.

Keynes développe des idées similaires en insistant sur l'importance du multiplicateur. Celui-ci n'est pas seulement un coefficient permettant de passer de la demande autonome au niveau du revenu.

De manière plus profonde, le multiplicateur exprime pour Keynes le fonctionnement naturel d'une économie de marché et sa tendance à s'engager dans des processus cumulatifs.

Ceci explique que la production nationale et l'emploi réagissent fortement aux variations de la demande autonome. Les fluctuations de l'investissement, en particulier, engendrent des fluctuations de grande ampleur de la production. Elles sont à l'origine des difficultés de l'économie capitaliste.

L'égalité Epargne = Investissement

III. L'analyse keynésienne

Comme chez les classiques, l'égalité de l'épargne et de l'investissement (équilibre sur le marché financier) est une autre façon d'exprimer l'égalité de la production et de la demande globale (équilibre sur le marché des biens). On peut donc, ici aussi, utiliser cette égalité pour calculer le niveau d'équilibre du revenu.

De la définition de l'épargne $S = Y - T - C$ et de l'égalité production-demande $Y = C + I + G$ on déduit :

$$S = I + (G - T)$$

Il s'agit de la relation d'égalité de l'épargne et de l'investissement privé, auquel on ajoute le déficit public (rappel : un déficit public signifie que l'Etat dépense plus qu'il ne gagne et représente donc une épargne négative du secteur public).

On a précédemment défini la fonction de consommation comme étant la manière dont les ménages partagent leur revenu entre consommation et épargne. On a également précisé que cette fonction définit donc implicitement une fonction d'épargne.

$$S(Y - T) = Y - T - C(Y - T)$$

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

39

L'égalité Epargne = Investissement

III. L'analyse keynésienne

Pour des niveaux donnés de l'investissement, des dépenses publiques et des impôts, le niveau de revenu d'équilibre est déterminé par l'équation suivante :

$$S(Y - T) = I + G - T$$

Si on suppose (dans un souci de simplification) que les impôts sont nuls ($T = 0$), l'équation devient :

$$S(Y) = I + G$$

Soit, avec notre spécification de la fonction d'épargne :

$$sY - b = I + G$$

La solution de cette équation est

$$Y = (1/s) \times (b + I + G)$$

On retrouve évidemment la même solution que précédemment, mais le multiplicateur est écrit, de manière équivalente, comme l'inverse de la propension à épargner :

$$(1 / 1 - a) = (1 / s)$$

L'égalité de l'épargne et de l'investissement est donc au centre de l'analyse keynésienne, comme de l'analyse classique.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

40

L'égalité Epargne = Investissement

Mais cette égalité est assurée de manière très différente dans ces deux théories.

Selon **les Classiques**, l'égalité prend la forme : $S(r) = I(r) + G - T$

C'est le taux d'intérêt qui assure l'égalisation de l'épargne et de l'investissement. Plus que l'équilibre du marché des biens, l'égalité exprime celui du marché financier c'est-à-dire la rencontre entre l'offre de fonds des épargnants et la demande de fonds des entreprises et de l'Etat. Les classiques reconnaissent que le revenu influence le niveau d'épargne (comme le suppose Keynes) mais considèrent ce fait comme secondaire, puisque ce revenu est fixé à son niveau de plein-emploi (et apparaît donc comme prédéterminé).

La question importante est celle de son partage entre consommation et épargne (i.e. partage de la production nationale entre consommation et investissement). Le rôle du taux d'intérêt est donc d'accorder desirs d'épargne et occasions d'investissement.

L'égalité Epargne = Investissement

Mais cette égalité est assurée de manière très différente dans ces deux théories.

Selon **Keynes**, au contraire, l'égalité prend la forme : $S(Y - T) = I + G - T$

C'est au niveau de revenu Y qu'il revient d'assurer l'égalisation de l'épargne et de l'investissement. Keynes concède aux Classiques que le taux d'intérêt est l'un des déterminants de l'épargne et de l'investissement. Mais ce n'est pour lui qu'un élément secondaire. Dans une économie de sous-emploi, l'essentiel de l'ajustement se fait par les modifications du revenu national, i.e. de la production.

Les conséquences en sont dramatiques puisque ces variations de la production s'accompagnent de variations du niveau d'emploi et donc de chômage.

Le monde classique, où les ajustements s'opèrent de manière indolore par les prix et les taux d'intérêt, laisse la place au monde keynésien, où le niveau d'emploi devient la variable d'ajustement principale.

L'importance de l'investissement

III. L'analyse keynésienne

La conclusion majeure qui ressort de la fonction de consommation keynésienne est...

... son rôle déséquilibrant

Le revenu distribué est lié à la production. Or, en vertu de la loi psychologique fondamentale, le revenu n'est pas entièrement dépensé et il y a alors des biens qui restent invendus.

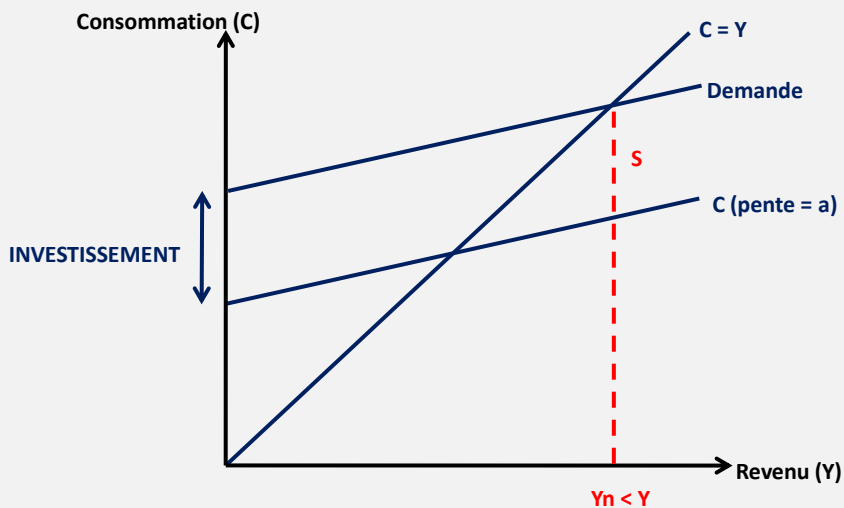
Il faut donc combler cet écart entre production et consommation. C'est alors qu'intervient l'investissement.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

43

L'importance de l'investissement

III. L'analyse keynésienne



MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

44

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

L'investissement comme source d'ajustement

Il faut toujours augmenter l'investissement pour « combler l'écart entre le revenu net et la consommation » résultant de la loi psychologique fondamentale.

Cette caractéristique propre à la dynamique capitaliste est **source de déséquilibre** et représente un problème croissant. L'investissement est donc une **variable clé dans l'analyse keynésienne**, non plus comme moteur de l'accumulation comme chez les classiques, mais comme **source d'ajustement pour maintenir l'emploi**.

C'est cette variable qui doit permettre de se rapprocher du plein-emploi en faisant coïncider le niveau de la demande avec le niveau de la production de plein emploi (abstraction faite des dépenses publiques).

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

L'investissement comme source d'ajustement

Pour Keynes, le niveau d'investissement, s'il dépend de facteurs objectifs comme le taux d'intérêt, est aussi fortement influencé par des **facteurs subjectifs inobservables**.

Il dépend des anticipations des entrepreneurs concernant le futur :

- Quelles sont les perspectives économiques ?
- Quelle sera la demande future pour leur produit ? (**demande effective**)
- Quel sera alors le rendement de leur investissement ? (**EMC**)

Aucune réponse exacte ne peut être donnée à ces questions. Le degré d'optimisme ou de pessimisme des entrepreneurs influence le niveau de l'investissement, qui fluctue donc de manière difficilement prévisible. Cette **volatilité de l'investissement** est pour Keynes l'une des causes principales des fluctuations macroéconomiques.

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

Les déterminants de l'investissement

Le comportement d'investissement de l'entrepreneur résulte d'une **confrontation entre le taux d'intérêt et l'efficacité marginale du capital**. Si la propension à consommer est stable, c'est ce comportement d'investissement qui détermine le niveau d'emploi.

Pour Keynes, il n'existe pas de dichotomie entre sphères réelle et monétaire : il étudie un régime monétaire de production.

Analyse fortement influencée par **K. Wicksell** (1851-1926), *Interest and Prices* (1898).

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

Les déterminants de l'investissement

Analyse fortement influencée par **K. Wicksell** (1851-1926), *Interest and Prices* (1898).

Wicksell : il n'existe non **pas un, mais deux taux d'intérêt**, le « *réel* » qui est déterminé par la banque centrale, et le « *naturel* » qui reflète la vraie valeur productive du capital. Dès lors que ces deux taux sont différents il existe des cycles monétaires de natures expansionniste ou restrictive.

Cette distinction entre rendements réel et monétaires, se retrouve dans l'analyse keynésienne de l'investissement.

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

L'efficacité marginale du capital

Le paramètre qui explique l'investissement chez Keynes est **l'efficacité marginale du capital (e)**.

Définition: C'est le taux qui met en relation le rendement attendu avec le prix d'offre du capital (qui peut être assimilé à son coût de remplacement).

Autrement dit, il s'agit du taux d'actualisation qui, appliqué à la série des marges bénéficiaires futures, rend le montant actualisé de ces marges égal au montant de l'investissement. Ce montant de l'investissement est appelé le prix d'offre du capital, i.e. « le prix qui est juste suffisant pour décider un fabricant à produire une unité nouvelle supplémentaire de ce capital » (coût de remplacement = prix courant) :

$$I_0 = \sum (B_t - C_t) / (1 + e)^n$$

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

L'efficacité marginale du capital

Point théorique : distinction entre capitalisation et actualisation.

100 € ————— CAPITALISATION —————> ?

Aujourd'hui

Dans le futur

? ← ACTUALISATION ————— 100 €

Confiance et investissement

L'efficacité marginale du capital

Capitalisation

Taux d'intérêt = 10 %

100 euros en période 1 vaut 110 euros en période 2; 121 en période 2; 133.1 en période 3; etc.

$$110 = 100 \times 1,1$$

$$121 = 100 \times 1,1 + (100 \times 0,1) \times 1,1 = 100 \times (1,1)^2$$

Etc.

Actualisation

Taux d'intérêt = 10 %

100 euros en période 3 vaut 90,91 en période 2; 82,64 en période 2; 75,13 en période 3; etc.

$$90,91 = 100 / 1,1$$

$$82,64 = 100 / 1,1 + (100 / 0,1) / 1,1 = 100 / (1,1)^2$$

Etc.

Confiance et investissement

L'efficacité marginale du capital

Le paramètre qui explique l'investissement chez Keynes est **l'efficacité marginale du capital (e)**.

Définition: C'est le taux qui met en relation le rendement attendu avec le prix d'offre du capital (qui peut être assimilé à son coût de remplacement).

Autrement dit, il s'agit du taux d'actualisation qui, appliqué à la série des marges bénéficiaires futures, rend le montant actualisé de ces marges égal au montant de l'investissement. Ce montant de l'investissement est appelé le prix d'offre du capital, i.e. « le prix qui est juste suffisant pour décider un fabricant à produire une unité nouvelle supplémentaire de ce capital » (coût de remplacement = prix courant) :

$$I_0 = \sum (B_t - C_t) / (1 + e)^n$$

B = bénéfices ; C = coûts ; B-C = marges bénéficiaires ; I₀ = montant de l'investissement en t₀ ; n = nombre de périodes

Confiance et investissement

L'efficacité marginale du capital

L'EMC est donc un indicateur de la rentabilité anticipée d'un investissement.

Le montant de l'investissement est ensuite déterminé par comparaison de l'EMC (e) avec le taux d'intérêt (r) fixé par la Banque Centrale (Offre de monnaie = Demande de monnaie, cf. ultérieurement).

$e > r \rightarrow$ investissements

$e < r \rightarrow$ pas d'investissements

Dès lors que les rendements escomptés sont suffisants, l'EMC sera supérieure à r , et on investira.

Problème :

- Tendance à la baisse de e
- Composante psychologique de e

Confiance et investissement

L'efficacité marginale du capital

Une augmentation de l'investissement s'accompagne d'une baisse de l'EMC.

Keynes souligne deux raisons à cela:

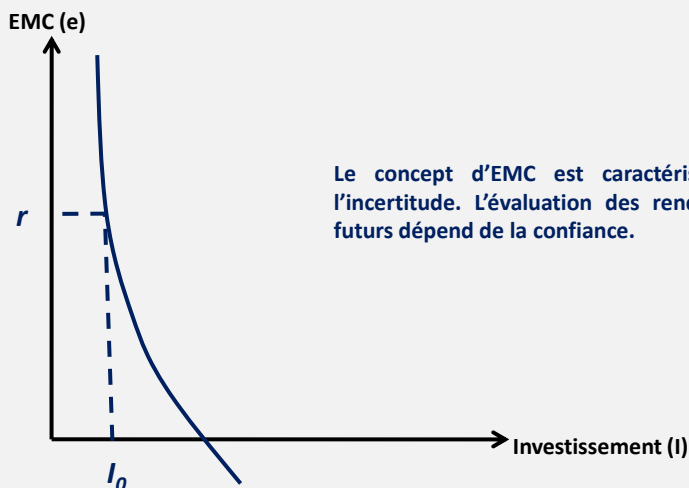
- Le rendement escompté du capital diminue lorsque sa quantité augmente (hypothèse habituelle de la productivité marginale décroissante du capital). Les projets d'investissements sont de moins en moins rentables
i.e. e diminue
- La compétition autour des ressources servant à produire le capital tend à faire augmenter son prix d'offre.
i.e. I_0 augmente

L'entrepreneur qui investit voit donc décroître la rentabilité de l'investissement additionnel. Il est néanmoins incité à investir tant que l'investissement additionnel rapporte plus que ce qu'il ne coûte, c'est-à-dire tant que l'EMC reste supérieur au taux d'intérêt. Lorsque l'EMC rejoint le taux d'intérêt, l'entrepreneur cesse d'investir.

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

L'efficacité marginale du capital



MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

55

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

L'efficacité marginale du capital

L'incitation à investir, et donc le flux effectif d'investissement, dépendent de la comparaison de ces deux éléments essentiels que sont l'EMC et le taux d'intérêt.

Il convient donc d'en dresser les déterminants.

- Déterminants de l'EMC : **l'état de la prévision à long terme.**
- Déterminants du taux d'intérêt : **demande de monnaie et spéculation.**

D'après Keynes, ces déterminants sont marqués par l'**incertitude** et sont donc, *a fortiori*, potentiellement **porteur de crise**.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

56

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

L'état de la prévision à long terme (le rôle déstabilisant de la finance moderne)

L'EMC dépend de la relation entre prix d'offre du capital et son rendement escompté.

Question : qu'est ce qui détermine le rendement escompté d'un capital?

Réponse : l'état de la prévision à long terme.

Définition : l'état de la prévision à long terme est la manière dont les entrepreneurs modifient leur perception de la situation économique et y réagissent.

On retrouve dans l'état de la prévision à long terme l'importance de l'**incertitude** et de la **confiance**. Keynes insiste également sur le **rôle néfaste et perturbant joué par la finance « moderne » et la spéculation**.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

57

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

L'état de la prévision à long terme (le rôle déstabilisant de la finance moderne)

L'évaluation des rendements escomptés (indispensable au calcul de l'EMC) se base:

- Sur des faits actuels (plutôt bien connus, faible incertitude)
- Sur des événements futurs sur lesquels on ne peut établir que des conjectures : plus grande incertitude et donc, a fortiori, une confiance potentiellement plus faible sur la qualité des anticipations.

De fait, l'évaluation qui est faite des marchés (qu'ils soient « commerciaux » ou financiers) repose sur des conventions.

Keynes relève deux grandes conventions reconnues par les marchés :

- La première « réside dans l'hypothèse que l'état actuel des affaires continuera indéfiniment à moins qu'on ait des raisons définies d'attendre un changement ».
- La seconde convention précise que « l'évaluation actuelle du marché, de quelque façon qu'elle ait été formée, est la seule correcte ». Ces croyances sont le fruit de la psychologie de masse, des normes retenues par la société (mouvements moutonniers).

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

58

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

L'état de la prévision à long terme (le rôle déstabilisant de la finance moderne)

Les conventions viennent ainsi remplacer l'information défailante et ont une influence primordiale sur l'évolution des cours ainsi que le niveau anticipé de l'EMC.

Problème: ces conventions sont nettement marquées par « **l'état de la confiance** » de la société et ont pour effet de renforcer « **l'incertitude radicale** » des rendements futurs réels.

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

Le rôle déstabilisant de la finance moderne

Avant de mener une analyse critique de la finance qu'il observe (rappelons que Keynes fut témoin du « jeudi noir » et de la « Grande dépression » et qu'il exerça également dans un fond d'investissement avec lequel il perdit énormément puis un autre avec lequel il fit fortune), Keynes souligne néanmoins que la multiplication des bourses et l'accroissement de la liquidité ont permis au capitalisme de se développer et présentaient un rôle social en cela qu'ils avaient été bénéfiques pour l'investissement.

La liquidité des marchés financiers (possibilité de pouvoir transformer les titres en monnaie sans délais, sans coûts et sans risques) permet en effet d'avoir accès à une grande quantité de financement qui n'aurait pas été disponible autrement.

Toutefois Keynes s'efforce d'expliquer que l'évolution de la bourse n'a cessé de fragiliser la fonction d'investissement.

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

Déconnexion entre les détenteurs de capitaux (les propriétaires) et les dirigeants de l'entreprise

La finance moderne suppose une déconnexion entre les détenteurs de capitaux (les propriétaires) et les dirigeants de l'entreprise.

Les détenteurs de capitaux disposent ainsi de **titres liquides** et peuvent décider, en fonction de l'évaluation quotidienne du *Stock Exchange*, de récupérer leurs liquidités.

→ **Risque permanent** au dessus des entreprises (renforce l'incertitude et encourage les comportements court-termistes de maximisation de la valeur).

Ce risque est d'autant plus prégnant que les évolutions sur les marchés financiers sont dictées par des **conventions**. L'évaluation conventionnelle, fruit de la psychologie collective d'un grand nombre d'individus ignorants, expose les marchés financiers à des variations violentes (revirement soudain de l'opinion) quand bien même les informations reçues initialement n'auraient que peu de liens avec l'influence réelle sur les rendements escomptés.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

61

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

Le comportement des spéculateurs

Keynes souligne l'existence deux types de comportements sur les marchés financiers :

1. **Comportement d'entreprise** : vise la pérennité économique à long terme.
2. **Comportement de spéculation** : cherche à « battre le marché » (à l'aide d'une meilleure information, ou par des moyens frauduleux), rendement à court terme.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

62

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

Le comportement des spéculateurs

→ Mouvements moutonniers: métaphore du concours de beauté.

Sur les marchés financiers, les prix des titres ne sont pas déterminés par leur valeur intrinsèque mais plutôt par la perception qu'en ont les acteurs du marché.

→ Prix des titres = f (perspectives de croissance de l'entreprise, des attentes sur son résultat et sur le marché dans lequel elle évolue, etc.)

Meilleure stratégie pour l'investisseur = deviner ce que les autres pensent.

→ Le prix d'un titre est ainsi déterminé par un mécanisme auto-référent fondé sur ce que chacun pense que les autres pensent que les autres pensent *ad infinitum*.

L'analogie du concours de beauté

Pour illustrer ce mécanisme, Keynes le rapproche des concours de beauté organisés par un journal londonien de l'époque, consistant à élire les plus belles jeunes femmes parmi une centaine de photographies publiées. Le gagnant est le lecteur dont la sélection se rapproche au mieux des cinq photographies les plus choisies. En d'autres termes, le gagnant est celui s'approchant au mieux du consensus global.

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

Le comportement des spéculateurs

→ Mouvements moutonniers: métaphore du concours de beauté.

Pour remporter ce jeu = illogique de raisonner uniquement selon ses goûts personnels. Il faut déterminer le consensus de tous les autres lecteurs : en déroulant le raisonnement, on comprend que le choix des lecteurs se porte uniquement sur les candidates qu'il pense que les autres éliront, ceux-là même choisissant celles qu'ils pensent que les autres éliront, et ce à l'infini.

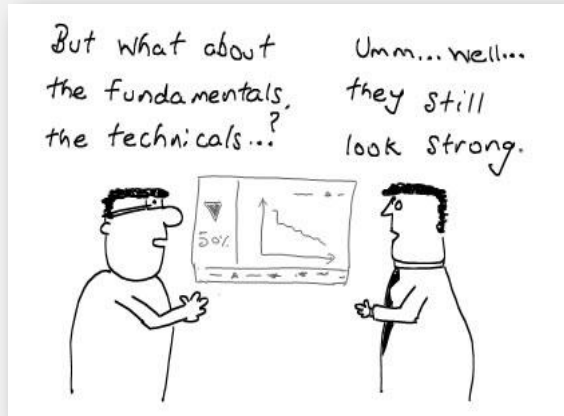
Analogie faite par Keynes avec les prix des titres financiers : leurs valeurs dépend plus de représentations et d'anticipations que de fondements réels. Les acteurs du marché financier en arrivent à ignorer les fondamentaux et essaient à la place de prédire ce que fera le marché.

→ Cet argument remet en cause l'idée selon laquelle les marchés financiers parviendraient à une allocation des capitaux efficace, les acteurs fructueux étant soit juste chanceux, soit ceux ayant les plus grandes capacités à anticiper la psychologie de masse.

Confiance et investissement

Le comportement des spéculateurs

→ **Mouvements moutonniers: métaphore du concours de beauté.**



MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

67

Confiance et investissement

Le comportement des spéculateurs

→ **Mouvements moutonniers: métaphore des esprits animaux.**

- Bears** = comportement de défiance, attaque de haut en bas (anticipations à la baisse)
- Bulls** = comportement de confiance, attaque de bas en haut (anticipations à la hausse)



MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

68

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

Le comportement des spéculateurs

La bonne santé des marchés financiers dépend donc de la confiance des agents qui y prennent place (entreprises, investisseurs, petits porteurs, investisseurs institutionnels, spéculateurs).

→ Importance cruciale de l' « état de la confiance ».



MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

69

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

Etat de la confiance et état du crédit

L'«état de la confiance» est également relatif à l'«état du crédit»:

La plus ou moins grande accessibilité du crédit est à la fois une conséquence et un indicateur de la confiance.

En période de difficultés financières, le crédit se resserre et ce resserrement rend d'autant plus difficile un éventuel redémarrage.

Exemple: le fait qu'une banque puisse refuser un crédit à une entreprise pourtant dotée d'une bonne vitalité économique aura de fortes répercussions sur le niveau de son cours et donc le niveau de l'EMC. Cette idée est fortement présente chez les postkeynésiens, notamment via le concept de «**credit crunch**».

Pour mieux cerner le rôle néfaste de la spéculation, il est opportun de s'intéresser à la théorie keynésienne du taux d'intérêt; et, de fait, au rôle de la monnaie chez Keynes.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

70

Confiance et investissement

III. L'analyse keynésienne

L'investissement

	Néoclassiques	Keynésiens
Investissement	L'investissement est une fonction décroissante du taux d'intérêt réel.	L'investissement est fonction de l'écart entre efficacité marginale du capital et le taux d'intérêt. L'investissement est donc une fonction décroissante du taux d'intérêt réel et dépend des anticipations de profits futurs faites par les entreprises (demande effective).

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

71

Taux d'intérêt et spéculation

III. L'analyse keynésienne

L'existence d'une demande de monnaie

Dans la *Théorie Générale*, Keynes rompt avec la théorie quantitative.

La préférence pour la liquidité des individus les conduit à formuler **une demande de monnaie** qui participe à la détermination du taux d'intérêt.

- ❑ **Théorie classique du taux d'intérêt** : taux qui égalise l'épargne globale à l'investissement global.

Cette théorie ne prend en compte qu'une des composantes de la préférence pour le présent (l'équivalent monétaire actualisé).

- ❑ **Théorie keynésienne du taux d'intérêt** : taux qui représente la préférence pour la liquidité des ménages.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

72

Taux d'intérêt et spéculation

L'existence d'une demande de monnaie

L'individu qui renonce à une consommation immédiate constitue une épargne (**résidu**).

Il choisit ensuite la manière dont il la conserve :

- Soit il la conserve sous forme de monnaie.
- Soit il s'en sert pour effectuer des placements en vue d'obtenir une rémunération (achat de titres).

Ce choix de la répartition de l'épargne entre monnaie et titres reflète **la préférence** de l'individu pour **la liquidité**. Pour Keynes, le taux d'intérêt n'est pas la récompense pour la renonciation à la consommation présente, **c'est le prix de la renonciation à la liquidité**.

Taux d'intérêt et spéculation

L'existence d'une demande de monnaie

Taux d'intérêt = prix de la renonciation à la liquidité

Keynes prend en considération l'usage de la monnaie comme réserve de richesse. L'épargnant est confronté à des incertitudes quant à l'évolution du taux d'intérêt et l'usage de la monnaie qu'il peut être amené à faire dans le futur. Donc plutôt que de placer l'intégralité de son épargne, il choisit volontairement de maintenir une réserve de liquidité, quitte à supporter un coût d'opportunité.

Taux d'intérêt et spéculation

III. L'analyse keynésienne

Les motifs de la préférence pour la liquidité

La préférence pour la liquidité est gouvernée par trois motifs :

1. **Transaction** : « *besoin de monnaie pour la réalisation courante des échanges personnels et professionnels* ».
2. **Précaution** : « *désir de sécurité en ce qui concerne l'équivalent futur en argent d'une certaine proportion de ses ressources totales* ». Ce motif renvoie à l'incertitude sur les dépenses qui pourront être engagées dans le futur.
3. **Spéculation** : « *désir de profiter d'une meilleure connaissance que celle du marché de ce que réserve l'avenir* ».

Taux d'intérêt et spéculation

III. L'analyse keynésienne

Préférence pour la liquidité et demande de monnaie

Les deux premiers motifs sont sensibles à l'activité économique et au niveau des revenus. Le motif de spéculation est lui sensible aux variations du taux d'intérêt.

D'où la formulation suivante de la demande de monnaie :

$$M^d = L_1(Y) + L_2(r)$$

Taux d'intérêt et spéculation

Préférence pour la liquidité et demande de monnaie

Si le revenu augmente, l'individu va consommer davantage. Il va donc demander plus de monnaie à des fins de dépenses.

Soit $L_1(Y)$ fonction croissante de Y

→ Donc quand Y augmente, $M^d (= L_1(Y) + L_2(r))$ augmente

Si le taux d'intérêt augmente, le prix de la renonciation à la liquidité est plus important. L'individu est donc incité à demander moins de monnaie liquide et au contraire à favoriser les placements.

Soit $L_2(r)$ fonction décroissante de r

→ Donc quand r augmente, $M^d (= L_1(Y) + L_2(r))$ diminue

Taux d'intérêt et spéculation

Demande de monnaie

	Néoclassiques	Keynésiens
Demande de monnaie	<p>La demande de monnaie est une fonction croissante du revenu réel.</p> <p>La demande de monnaie est une fonction croissante du niveau général des prix.</p> <p>La demande de monnaie est insensible au taux d'intérêt (celui-ci ne détermine que l'arbitrage entre consommation et épargne).</p>	<p>La demande de monnaie est une fonction croissante du revenu réel.</p> <p>La demande de monnaie est une fonction croissante du niveau général des prix.</p> <p>La demande de monnaie est une fonction décroissante du taux d'intérêt.</p> <p>Rappel : Un taux d'intérêt faible accroît directement la demande de monnaie pour motif de spéculation et indirectement la demande de monnaie pour motifs de précaution et de transaction.</p>

Taux d'intérêt et spéculation

III. L'analyse keynésienne

L'offre de monnaie

	Néoclassiques	Keynésiens
Offre de monnaie	<p>L'offre de monnaie est exogène (elle trouve son origine en dehors de l'activité économique). L'offre de monnaie est entièrement contrôlée par la banque centrale (caractère autonome de la création de monnaie). Modèle du multiplicateur de crédit.</p>	<p>L'offre de monnaie est endogène. L'offre de monnaie de la banque centrale est dépendante des demandes des agents et des crédits octroyés par les banques (la création de monnaie se fait à l'initiative des banques de second rang, la banque centrale est prêteur en dernier ressort). Modèle du diviseur de crédit.</p>

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

81

Taux d'intérêt et spéculation

III. L'analyse keynésienne

La détermination du taux d'intérêt

Dans le schéma de pensée keynésien le taux d'intérêt s'établit sur le marché monétaire **lorsque la demande et l'offre de monnaie s'égalisent**.

Si l'offre de monnaie est fixée de manière exogène par les autorités, les différents motifs qui composent la demande de monnaie varient selon les variables endogènes. Ils sont également marqués par la psychologie individuelle et collective.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

82

Taux d'intérêt et spéculation

Lien avec le rôle déstabilisant de la finance moderne

L'existence des marchés financiers donne un rôle considérable au motif de spéculation:

En période de croissance, la stabilité de la consommation et le climat de confiance libèrent une quantité grandissante de monnaie pour le motif de spéculation. Celui-ci peut d'autant plus y répondre que les bas taux d'intérêt qui ont tiré la croissance rendent peu attractifs le rendement des obligations (**effet balançoire**). Les acheteurs se tournent alors vers les actions et tentent de battre le marché.

Effet balançoire: une obligation X d'une valeur de 1 000 euros en rapporte 80 (taux de rendement égal à 8%). Si le taux d'intérêt courant passe à 10%, plus personne ne voudra d'une obligation rapportant 8%. Comme X rapporte 80 euros, il faut que son prix baisse à 800 euros pour que son rendement atteigne 10%. Conclusion: quand les taux montent, les cours des obligations baissent.

Mais...

Taux d'intérêt et spéculation

Lien avec le rôle déstabilisant de la finance moderne

... dès lors que la « bulle » éclate, la demande de monnaie chute du fait du recul du motif de spéculation.

Cela fait augmenter le taux d'intérêt. Cette hausse engendre de fait un déclassement de nombreux projets d'investissements (la barre que doit franchir l'EMC est plus haute). La spirale dépressive s'installe.

Lorsque la crise est bien réelle et l'état de la confiance marqué par le pessimisme, **la préférence pour la liquidité associée au motif de précaution augmente.** A offre de monnaie donnée, il faut donc que les deux autres composantes de la demande de monnaie voient leurs parts relatives baisser. Cela se traduit notamment par un recul des transactions, ce qui a pour conséquence de déprimer encore plus « l'état de la confiance » et d'abaisser la propension à consommer.

Taux d'intérêt et spéculation

III. L'analyse keynésienne

Le taux d'intérêt

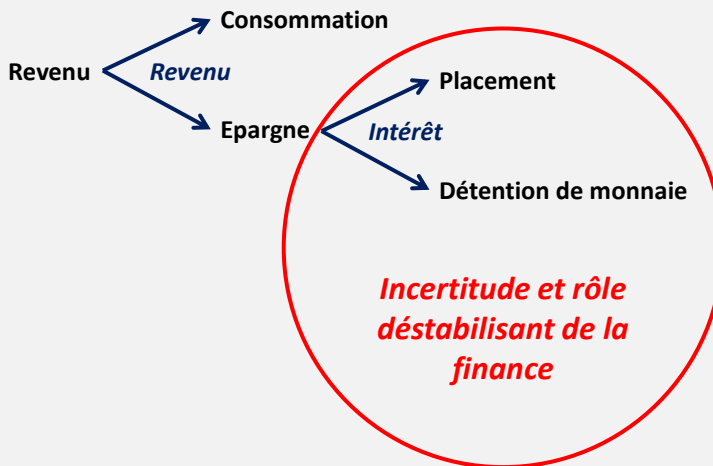
	Néoclassiques	Keynésiens
Taux d'intérêt	<p>Le taux d'intérêt détermine l'arbitrage entre consommation et épargne, il est le prix de la renonciation à la consommation.</p> <p>Il égalise les volumes globaux d'épargne et d'investissement.</p> <p>Le taux d'intérêt n'a pas d'effet sur l'activité.</p>	<p>Le taux d'intérêt est le prix exigé par les épargnants pour renoncer à la liquidité.</p> <p>Il détermine l'arbitrage entre thésaurisation, investissement ou placement financiers.</p> <p>Une baisse du taux d'intérêt stimule l'investissement et décourage les placements financiers (et inversement).</p>

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

85

Taux d'intérêt et spéculation

III. L'analyse keynésienne



MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

86

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Retour sur l'équilibre de sous-emploi

En insistant sur le poids que jouent les **anticipations** dans les décisions d'investissements (demande effective) Keynes montre que les considérations de court et de long termes qui participent à déterminer l'EMC font peser un lourd tribut sur l'investissement.

La spéculation joue de fait un rôle déstabilisant.

Les variations de l'EMC peuvent au final être considérables selon l'état des prévisions et de la confiance. Cela rend **le niveau de l'investissement instable**, ce qui est d'autant plus dommageable à l'économie qu'il joue un rôle fondamental : celui de l'ajustement.

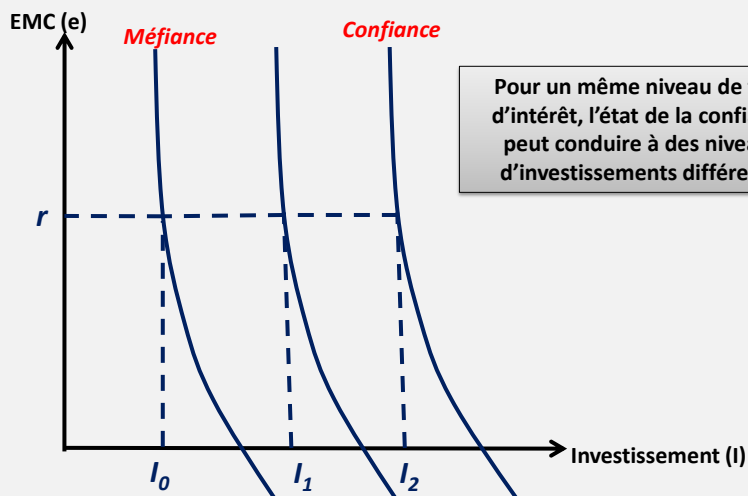
MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

87

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Etat de la confiance et niveau d'investissement



MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

88

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Retour sur l'équilibre de sous-emploi

Si l'investissement est, en l'état du capitalisme, fortement instable, il y a donc de faibles chances pour que la demande effective soit égale à la demande réelle qui permettrait le plein emploi : **l'équilibre est alors de sous-emploi.**

Conclusion opposée à la loi de Say : il peut exister des situations de plein-emploi, il s'agirait de celles de l'équilibre général walrassien qui se refléteraient dans une relation particulière entre la propension à consommer et l'EMC.

Mais pour Keynes : « **le plein emploi ou même une situation voisine est rare autant qu'éphémère** ». La norme est l'exception.

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Retour sur l'équilibre de sous-emploi

D'un point de vue épistémologique, Keynes se démarque de ses prédécesseurs.

- Pour Say et les Classiques anglais la croissance était sans crise.
- Pour Malthus et Marx, il existait de nombreuses crises au sein même du capitalisme, ce qui annihilait la croissance.
- Pour **Keynes**, il existe de la croissance mais aussi de nombreux facteurs de crise et de sous-emploi.

Il y a une même une **stabilité du déséquilibre.**

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Les raisons de la stabilité du déséquilibre

- Les interdépendances entre EMC et taux d'intérêt ont des **effets dépressifs et cumulatifs** dont il est très difficile de se séparer.
- Le multiplicateur perd en importance avec les **fuites de la consommation** : effets d'éviction liés aux importations et à l'épargne.
- Contrairement aux Classiques pour qui les ajustements peuvent s'effectuer par les prix, Keynes souligne **leur manque de flexibilité**.

Par exemple, les salaires ne sont pas déterminés par la productivité marginale du travail ou par l'égalisation entre l'offre et la demande de travail ; ils sont de nature institutionnelle. Ils sont ainsi sensibles à la hausse mais peu flexibles à la baisse (importance des syndicats, insiders/outsideers) : « *insuffisante fluidité de l'économie réelle qui se traduit par une relative inertie des salaires et une faible vitesse d'ajustement de l'emploi* ».

- La demande effective est insuffisante et trop **volatile** : « *l'insuffisance de la demande effective met un frein au progrès de la production alors que la productivité marginale du travail est encore supérieure à sa désutilité* ».

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

La stabilité du déséquilibre

De plus, Keynes précise que **la vision erronée qu'a la société du taux d'intérêt tend également à compliquer les sorties de crise**. Son acceptation généralisée au sein de la société explique son inertie et bien souvent ses effets néfastes sur le niveau de l'emploi : « *le niveau établi par convention est censé avoir une base objective beaucoup plus résistante qu'une convention et il ne vient à l'idée ni du public ni de l'autorité d'établir un lien entre l'existence d'une gamme inadéquate de taux d'intérêts et l'impossibilité pour l'emploi d'atteindre son niveau optimum* ».

Il est donc d'autant plus dur de sortir de la crise que bien souvent, à une chute de l'EMC vient s'ajouter une hausse du taux d'intérêt. On a également vu que propension à consommer et EMC étaient deux paramètres psychologiques étroitement liés, notamment durant les phases dépressives. L'effet conjugué de ces relations aggrave au final l'importance des crises.

L'intervention de l'Etat

La stabilité du déséquilibre

De fait, Keynes ne croit pas que l'économie de marché soit autorégulée et guidée par une quelconque « main invisible ». Si des raisons de croire que l'équilibre microéconomique est valable existent, la transposition des résultats à l'échelle de la société est rendue impossible par le «*no bridge*». A ce niveau, l'état de la confiance et l'incertitude radicale importent plus.

Keynes refuse donc le « laissez-faire » et la notion d'état minimum. Une place est ainsi réservée pour l'acteur étatique dans son analyse.

L'intervention de l'Etat

Le fonctionnement spontané de l'économie ne garantit pas un niveau satisfaisant de demande globale.

Celle-ci a de multiples raisons de fluctuer:

- L'investissement varie au gré de l'optimisme ou du pessimisme des entrepreneurs.
- La propension à consommer peut changer pour des raisons subjectives.

L'Etat doit donc s'appliquer à compenser ces variations pour maintenir aussi stable que possible la demande globale. Toute baisse de l'investissement privé ou tout fléchissement exogène de la consommation devrait être immédiatement compensé par une augmentation des dépenses publiques, afin d'étouffer toute amorce de récession.

Inversement, L'Etat doit empêcher la demande globale de s'élever au dessus du niveau assurant le plein-emploi. La hausse des prix viendrait en effet se substituer à la hausse réelle du niveau de production devenue impossible. Une demande effective trop importante créerait donc de l'**inflation**.

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Le soutien de la demande

Le processus de multiplication fonctionne quelle que soit l'impulsion initiale!

Elle peut être une augmentation de l'investissement, des dépenses publiques ou de la consommation autonome. L'important est qu'elle conduise à une distribution de revenus supplémentaires qui actionnera le processus de multiplication.

La dépense publique et l'investissement n'interviennent, dans la théorie keynésienne, que **comme composantes de la demande effective**. Leur utilité sociale ou leur efficacité productive n'y jouent aucun rôle. Mieux vaut bien entendu qu'elles soient présentes mais, à défaut, on peut se contenter de construire des pyramides ou d'empiler des armements inutiles. L'effet multiplicateur reste le même. Comme le disait Keynes, une politique de relance pourrait consister à payer des chômeurs à creuser des trous et à les reboucher. L'effet multiplicateur resterait le même.

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Le soutien de la demande

Les dépenses gouvernementales sont bien fondamentales. Elles sont en effet une des composantes de la demande et permettent d'accroître les revenus, la consommation, l'emploi. **Les dépenses gouvernementales sont alors un moyen de pallier la trop forte variabilité de l'EMC et des investissements.** L'état est censé mieux connaître les besoins sociaux et dispose d'une information de meilleure qualité. Il sait donc où orienter ses investissements. Il peut également intervenir dans les négociations institutionnelles telles que la fixation des normes salariales (rendre en quelque sorte les ajustements parfois nécessaires plus flexibles).

L'état pouvait **stimuler la consommation en ciblant les ménages à bas revenus** (politiques fiscales, politiques d'aides à la personne). Il s'agit alors de réduire les inégalités économiques pour atteindre le plein emploi. Notons que les préoccupations de justice sociale ne sont pas absentes chez Keynes, mais elles n'occultent pas autant l'efficacité économique.

L'intervention de l'Etat

Politique budgétaire

Le moyen le plus simple dont dispose l'Etat pour stimuler la demande consiste à **augmenter les dépenses publiques**. En effet, une augmentation de ces dépenses exerce un effet multiplicateur sur l'activité économique.

L'Etat dispose, *a priori*, de trois moyens de financer ses dépenses publiques :

- 1. Prélever des impôts.**
- 2. Accepter temporairement un déficit budgétaire**
- 3. Emettre de la monnaie.**

L'intervention de l'Etat

Politique budgétaire

1. Prélever des impôts, ce qui constitue pour lui le seul moyen d'équilibrer véritablement son budget.

2. Accepter temporairement un déficit budgétaire. Il s'endette alors sur le marché financier.

Le problème, dans ce cas, est que l'Etat devra en principe rembourser un jour les sommes empruntées ou, au minimum, limiter la croissance de la dette publique. Les Classiques souhaitent généralement que l'Etat équilibre son budget et que les dépenses publiques n'excèdent pas les recettes fiscales. Keynes, au contraire, pense que la question du déficit budgétaire n'a qu'une importance secondaire face aux problèmes du chômage et de la dépression. L'Etat ne doit pas hésiter à effectuer des dépenses publiques et à les financer par emprunt.

3. Emettre de la monnaie. Il fait « tourner la planche à billets » et utilise la monnaie ainsi créée pour financer ses dépenses. Les limites tiennent ici au risque d'inflation et de perte de valeur de la monnaie.

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

L'équilibre de référence

La fonction de consommation est:

$$C = a.(Y-T) + b$$

Les impôts sur le revenu (T), les dépenses publiques (G) et l'investissement (I) sont exogènes.

Application numérique :

$$a = 2/3$$

$$b = 1000$$

Situation initiale :

$$I = 2000$$

$$G = 3000$$

$$T = 3000$$

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

99

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

L'équilibre de référence

Le budget de l'Etat est équilibré. La production est déterminée par la demande effective:

$$Y = a.(Y-T) + b + I + G$$

Le revenu d'équilibre est la solution de cette équation, soit:

$$Y = [1/(1-a)] \times [b + I + G - aT]$$

Le multiplicateur est toujours égal à $1/1-a$ mais il convient désormais de soustraire aT à la demande autonome. Le prélèvement fiscal diminue en effet le revenu disponible de T et donc la consommation d'un montant égal à aT . Les impôts agissent sur l'économie en réduisant la demande autonome de ce montant.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

100

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

L'équilibre de référence

Application numérique :

$$\text{Si } a = 2/3 ; \text{ alors } 1/1-a = 3$$

Situation initiale :

$$b = 1000 ; I = 2000 ; G = 3000 ; T = 3000$$

$$Y = 3 \times [1000 + 2000 + 3000 - (2/3) \times 3000]$$

$$\mathbf{Y = 12000}$$

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

101

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Hausse des dépenses publiques financée par emprunt

L'Etat augmente ses dépenses publiques sans augmenter les impôts. Il accepte donc un déficit budgétaire qu'il finance grâce à un emprunt.

Les variables b , I et T restent constantes, une augmentation ΔG des dépenses publiques implique donc une augmentation du revenu.

$$\mathbf{\Delta Y = (1/1-a) \times \Delta G}$$

Soit, si $\Delta G = 300$; alors $\Delta Y = 900$. Les impôts restent constant, le déficit budgétaire augmente également de 300.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

102

L'intervention de l'Etat

Hausse des dépenses publiques financée par emprunt

	Y	C	I	G	T	Déficit budgétaire
Situation initiale	12000	7000	2000	3000	3000	0
Nouvel équilibre	12900	7600	2000	3300	3000	300
Variations	+ 900	+ 600	/	+ 300	/	+ 300

La hausse exogène des dépenses publiques stimule la demande et exerce un effet multiplicateur sur l'activité.

La rançon de cette politique de relance est l'acceptation d'un déficit budgétaire.

L'intervention de l'Etat

Baisse des impôts

Un autre moyen de relancer l'économie consiste à baisser les impôts. La baisse des impôts augmente le revenu disponible et stimule la consommation. La hausse de cette dernière exerce un effet multiplicateur sur la production nationale.

Double bénéfice : les impôts baissent et l'activité repart.

Inconvénient : le déficit budgétaire se creuse.

Il en irait différemment si la baisse des impôts s'accompagnait d'une baisse des dépenses publiques. Mais l'effet de relance disparaîtrait alors et on aurait affaire à une politique d'une tout autre inspiration (**classique plutôt que keynésienne**).

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Baisse des impôts

L'Etat baisse les impôts. Il accepte donc un déficit budgétaire.

Les variables b , I et G restent constantes, une diminution $-\Delta T$ des impôts implique donc une augmentation du revenu.

$$\Delta Y = (-a/1-a) \times -\Delta T$$

Soit, si $-\Delta T = 300$; alors $\Delta Y = 600$. Les dépenses publiques restent constantes, le déficit budgétaire augmente également de 300.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

105

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Baisse des impôts

	Y	C	I	G	T	Déficit budgétaire
Situation initiale	12000	7000	2000	3000	3000	0
Nouvel équilibre	12600	7600	2000	3000	2700	300
Variations	+ 600	+ 600	/	/	- 300	+ 300

La baisse des impôts stimule la consommation, et donc l'activité. Mais elle se traduit par un déficit budgétaire. On notera que l'effet total sur la consommation ne se réduit pas à l'effet initial de la baisse d'impôts. L'effet induit de la hausse du revenu s'y ajoute.

La hausse de la consommation est finalement $\Delta C = a\Delta Y - a\Delta T = 400 + 200 = 600$

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

106

L'intervention de l'Etat

Hausse des dépenses publiques financée par une hausse des impôts

Supposons maintenant que les autorités tentent de pratiquer une relance tout en maintenant l'équilibre du budget de l'Etat. Elles augmentent les impôts en même temps qu'elles augmentent les dépenses publiques.

Les variables b , l restent constantes, mais $\Delta G = \Delta T$

$$\begin{aligned}\Delta Y &= (1/1-a) \times \Delta G + (-a/1-a) \times \Delta T \\ \Leftrightarrow \Delta Y &= (1/1-a) \times \Delta G + (-a/1-a) \times \Delta G \\ \Leftrightarrow \Delta Y &= \Delta G [(1/1-a) + (-a/1-a)] \\ \Leftrightarrow \Delta Y &= \Delta G\end{aligned}$$

Le multiplicateur de budget équilibré est égal à l'unité. Ce résultat est connu comme le **théorème de Haavelmo**.

L'intervention de l'Etat

Hausse des dépenses publiques financée par une hausse des impôts

Le théorème de Haavelmo traduit le jeu de deux forces opposées:

- **D'un côté**, la hausse des dépenses publiques stimule l'économie.
- **De l'autre**, la hausse des impôts la freine.

Mais le premier effet l'emporte sur le second. Le multiplicateur en effet n'est pas nul, mais égal à l'unité. L'effet de relance ne disparaît pas, mais se réduit à l'impulsion initiale.

A la première étape, la hausse des dépenses publiques se traduit, toutes choses égales par ailleurs, par une hausse égale de la demande effective et de la production. Mais le revenu disponible des ménages subit deux influences contradictoires. D'un côté, le revenu national augmente d'un montant qui, à ce stade, est égal au supplément de dépenses publiques. De l'autre, les impôts augmentent d'un montant de nouveau égal au supplément de dépenses publiques. Le revenu disponible reste donc inchangé. Il n'y a donc aucun effet induit sur la consommation. Celle-ci reste constante. **En définitive, seul subsiste l'effet direct de l'augmentation de demande. Tous les effets induits sont annulés.**

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Hausse des dépenses publiques financée par un impôt sur le revenu

On suppose ici que les autorités ne fixent plus directement le montant global des impôts prélevés mais, ce qui est plus réaliste, qu'elles fixent un taux d'imposition et constatent a posteriori le niveau des recettes fiscales qu'ils induisent.

On obtient ainsi un modèle beaucoup plus pertinent pour l'analyse des politiques budgétaires.

Le taux d'imposition t s'applique sans distinction à tous les revenus. Les recettes fiscales sont donc égales à $T = t.Y$. Les agents conservent une proportion $1 - t$ de leur revenu et leur revenu disponible devient $Y - T = (1-t).Y$

L'égalité de la production et de la demande effective prend la forme:

$$Y = a(1-t).Y + b + I + G$$

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

109

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Hausse des dépenses publiques financée par un impôt sur le revenu

Si l'égalité de la production et de la demande effective prend la forme :

$$Y = a(1-t).Y + b + I + G$$

Le revenu d'équilibre devient :

$$Y = [1 / 1-a.(1-t)] \times [b + I + G]$$

L'expression du multiplicateur devient:

$$1 / 1-a.(1-t) < 1 / (1-a)$$

Sa nouvelle valeur est inférieure à celle du multiplicateur simple.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

110

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Hausse des dépenses publiques financée par un impôt sur le revenu

Application numérique :

$$a = 2/3$$

$$t = 1/4$$

$$b = 1000$$

Situation initiale :

$$I = 2000$$

$$G = 3000$$

$$T = 3000$$

Nouvelle valeur du multiplicateur:

$$1 / 1 - (2/3) \cdot (1 - (1/4)) = 1 / 1 - (2/3) \cdot (3/4) = 1 / 1 - 0,5 = 1 / 0,5 = 2$$

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

111

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Hausse des dépenses publiques financée par un impôt sur le revenu

Les variables b , I restent constantes, une augmentation ΔG des dépenses publiques implique donc une augmentation du revenu.

$$\Delta Y = (1/1-a \cdot (1-t)) \times \Delta G$$

Soit, si $\Delta G = 300$; alors $\Delta Y = 600$. Les impôts augmentent et le déficit budgétaire augmente également de 150.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

112

L'intervention de l'Etat

Hausse des dépenses publiques financée par un impôt sur le revenu

	Y	C	I	G	T = tY	Déficit budgétaire
Situation initiale	12000	7000	2000	3000	3000	0
Nouvel équilibre	12600	7300	2000	3300	3150	300
Variations	+ 600	+ 300	/	+ 300	+ 150	+ 150

La hausse des dépenses publiques constitue une hausse de la demande effective qui conduit à une augmentation de la production et du revenu national. Celle-ci implique maintenant une hausse des impôts puisque ceux-ci sont assis sur le revenu et que le taux d'imposition reste constant.

L'intervention de l'Etat

Hausse des dépenses publiques financée par un impôt sur le revenu

La hausse des dépenses publiques constitue une hausse de la demande effective qui conduit à une augmentation de la production et du revenu national. Celle-ci implique maintenant une hausse des impôts puisque ceux-ci sont assis sur le revenu et que le taux d'imposition reste constant.

La hausse des impôts vient réduire l'effet de relance. Le multiplicateur et l'augmentation de l'activité sont inférieurs à ce qu'ils étaient dans d'une hausse des dépenses publiques financée par emprunt. En revanche, le déficit budgétaire se creuse moins.

La politique de relance se révèle donc moins efficace que dans le cas d'un impôt fixe, mais son coût pour les finances de l'Etat est plus faible.

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Un multiplicateur plus faible est-il une mauvaise chose ?

Réponse :

→ pas véritablement.

Inconvénient: politique de relance par les dépenses publiques est moins efficace.

Avantage : avant d'être un outil de politique économique, le multiplicateur keynésien décrit la manière dont une économie réagit à des chocs de demande spontanés.

Les éléments autonomes de la demande fluctuent de manière imprévisible, au gré des anticipations des investisseurs ou des épargnants, ou encore de leurs changements de préférences. Le multiplicateur keynésien montre comment ces fluctuations s'amplifient et se répercutent finalement sur le niveau de la demande globale et donc de la production et de l'emploi. Une économie ayant un fort multiplicateur est animée de fortes fluctuations. Le niveau de la production y est moins stable.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

115

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Le jeu des stabilisateurs automatiques

Les impôts sur le revenu constituent un **stabilisateur automatique**.

Dès qu'une dépression s'amorce et que la production commence à fléchir, les recettes fiscales diminuent. Ceci freine la baisse du revenu disponible et soutient l'économie.

Au contraire, dès qu'une reprise de l'activité s'esquisse, les impôts rentrent plus dans les caisses de l'Etat. La consommation est freinée, ce qui modère l'intensité de la reprise.

Les recettes fiscales sont ainsi très sensibles à la conjoncture. Elles sont en phase avec l'activité économique, élevées quand l'économie va bien et faibles quand elle va mal. Ce mécanisme des stabilisateurs automatiques doit être pris en compte dans le réglage de la politique budgétaire.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

116

L'intervention de l'Etat

Le jeu des stabilisateurs automatiques

L'existence d'un déficit budgétaire ne signifie pas nécessairement que la politique budgétaire est expansionniste.

Elle peut simplement refléter une conjoncture déprimée, entraînant de faibles rentrées fiscales.

Les responsables de la politique budgétaire doivent donc savoir si elles souhaitent ajouter une impulsion au jeu normal des stabilisateurs économiques.

Elles peuvent être amenées à creuser volontairement un déficit budgétaire déjà existant ou, dans la situation opposée, vouloir conforter des excédents budgétaires qu'elles savent n'être que conjoncturels, et donc temporaires.

L'intervention de l'Etat

Politique monétaire

La politique monétaire consiste à agir sur la quantité de monnaie en circulation, notamment en manipulant les taux d'intérêts.

Baisse des taux (accroissement de la MM):

Une **baisse** du taux d'intérêt rend **les emprunts moins coûteux** pour les entreprises qui vont **accroître leur investissement**. Il y a en effet **plus de chance** que l'EMC soit supérieur au taux d'intérêt si ce dernier est faible (le volume de projets d'investissement rentables **augmente**).

Une **baisse** des taux d'intérêt **augmente** donc le niveau de demande globale.

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Politique monétaire

La politique monétaire consiste à agir sur la quantité de monnaie en circulation, notamment en manipulant les taux d'intérêts.

Hausse des taux (réduction de la MM):

Une **hausse** du taux d'intérêt rend **les emprunts plus coûteux** pour les entreprises qui vont **réduire leur investissement**. Il y a en effet **moins de chance** que l'EMC soit supérieur au taux d'intérêt si ce dernier est faible (le volume de projets d'investissement rentables **diminue**).

Une **hausse** des taux d'intérêt **réduit** donc le niveau de demande globale.

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Politique monétaire de relance et inflation

Le principal inconvénient de la politique monétaire comme levier d'action de relance économique est l'inflation.

Conformément aux enseignement de la théorie quantitative de la monnaie, le niveau des prix augmente quand la masse monétaire en circulation augmente.

Pour Keynes, l'inflation est un moindre mal et il vaut mieux de l'inflation que du chômage.

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Le marché du travail

Pour Keynes, le niveau d'emploi est déterminé de manière très différente. Il dépend du niveau de la demande effective. La situation du marché des biens devient l'élément crucial dans la détermination du niveau d'emploi. Le salaire réel n'a qu'une influence indirecte. Ses effets sur l'emploi dépendent de son action sur la demande effective.

Or une hausse des salaires augmente le revenu des travailleurs. Elle peut donc stimuler la consommation et exercer une influence positive sur le niveau d'emploi. On se retrouve aux antipodes de la pensée classique.

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Le marché du travail

Le niveau des salaires commande le partage entre salaires et profits. Les uns et les autres constituent des revenus pour les ménages. On peut considérer toutefois qu'ils ne sont pas l'objet de la même propension à consommer.

N. Kaldor (un des disciples de Keynes), suppose que la propension à consommer les salaires c_1 est plus élevée que la propension à consommer les profits c_2 .

Keynes avait déjà souligné que la propension à consommer décroît en général avec le niveau du revenu. Les ménages les plus pauvres consomment pratiquement tout leur revenu alors que les plus riches en épargnent une grande part.

On retrouve chez Kaldor une idée du même type puisque les profits n'occupent une place importante que dans les revenus des ménages les plus riches.

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Le marché du travail

Si w désigne le salaire réel et N l'emploi, la masse salariale est wN et la masse des profits est $Y - wN$.

L'égalité de la production et de la demande effective devient:

$$Y = c_1 \cdot wN + c_2 \cdot (Y - wN) + b + I + G$$

$$\Leftrightarrow Y = c_2 \cdot Y + (c_1 - c_2) \cdot wN + b + I + G$$

Comme $c_1 > c_2$; alors $(c_1 - c_2) > 0$.

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Le marché du travail

Comme :

$$Y = c_2 \cdot Y + (c_1 - c_2) \cdot wN + b + I + G$$

On vérifie qu'une hausse du salaire réel augmente la demande effective. Pour des niveaux de production et d'emploi donnés, la hausse du salaire déplace le partage du revenu national à l'avantage des salariés. Leur consommation augmente, alors que celle des actionnaires qui reçoivent les profits diminue. Mais le premier effet l'emporte sur le second puisque la propension à consommer les salaires est supérieure à celle qui s'applique aux profits.

L'intervention de l'Etat

Le marché du travail

On rappelle que l'emploi dépend de la production. En effet, La fonction de production $Y = F(N)$ indique la production qu'il est possible de réaliser avec le niveau d'emploi N .

La fonction réciproque donne l'emploi nécessaire pour assurer la production.

On a ainsi $N = F^{-1}(Y)$. La fonction F^{-1} , comme la fonction F , est croissante : l'emploi nécessaire augmente quand la production augmente.

On se ramène ainsi à une équation dont l'unique inconnue est le niveau de production Y .

$$Y = c_2 \cdot Y + (c_1 - c_2) \cdot w \cdot F^{-1}(Y) + b + I + G$$

La demande effective, qui constitue le membre de droite de cette équation est toujours une fonction croissante de la production (en revanche, elle n'a plus une forme linéaire et n'est donc plus représentée par une droite, mais ceci n'a pas de conséquences importantes).

L'intervention de l'Etat

Le marché du travail

Une hausse du salaire réel w augmente la demande effective, et ce quel que soit le niveau de revenu.

Elle conduit donc à une augmentation de la production et de l'emploi.

Les keynésiens préconisent ainsi une **politique des revenus**.

L'Etat doit agir sur la distribution des revenus, dans un but de justice sociale, évidemment, mais aussi avec des préoccupations macroéconomiques. Dans le cas présent, les deux objectifs vont de pair. Modifier la répartition en faveur des salariés et, plus généralement, des bas revenus constitue un bon moyen de relancer la demande.

Le marché du travail

III. L'analyse keynésienne

L'offre et la demande de travail

	Néoclassiques	Keynésiens
Offre et demande de travail	<p>L'offre de travail est une fonction croissante du salaire réel.</p> <p>La demande de travail est une fonction décroissante du salaire réel.</p>	<p>L'offre de travail est une fonction croissante du salaire nominal.</p> <p>La demande de travail est une fonction décroissante du salaire réel et dépend du niveau de la demande effective.</p>

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

127

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

Simplification faite dans les analyses précédentes des politiques budgétaires

L'hypothèse d'exogénéité de l'investissement, maintenue dans exemples de politiques budgétaires précédents, apparaît particulièrement critiquable.

En effet si les profits sont peu consommés, ils servent surtout à financer l'investissement. Diminuer les profits risque donc d'amener une réduction de l'investissement.

→ **Un conflit surgit donc entre relance de la consommation et relance de l'investissement.**

Par définition, la relance par l'investissement prépare mieux l'avenir. Elle augmente les capacités de production tout en distribuant des revenus. Pourtant, la relance de la consommation apparaît souvent comme un préalable nécessaire. C'est elle qui constitue le meilleur moteur, l'investissement ne se développant que dans un deuxième temps, quand les perspectives économiques se sont améliorées et les entrepreneurs devenus plus optimistes.

MRIAE Première Année - Introduction Générale à l'Economie (J. Beuve)

128

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

La régulation des marchés financiers

L'état doit réguler les marchés financiers afin d'en limiter les risques :
 « On ne peut sans inconvénient abandonner à l'initiative privée le soin de régler le flux de l'investissement ». Keynes préconise ainsi l'instauration d'une taxe sur les mouvements de capitaux afin de réduire les comportements de spéculation. Tobin donnera plus tard son nom à une telle (éventuelle) taxe. Roosevelt avait quant à lui décidé de (re)mettre la spéculation à l'écart de l'épargne des classes moyennes avec le « Glass Steall Act » (1933) qui instaura une séparation entre banque de dépôts et banques de commerce. Les méfaits de la financiarisation ont en effet déjà atteint leur paroxysme lors de la « Grande Dépression ».

L'intervention de l'Etat

III. L'analyse keynésienne

La régulation des marchés financiers

Plus généralement, **l'état a un grand rôle à jouer dans la fixation des croyances et dans l'environnement participant à la formation de « l'état des prévisions à long terme ».**

Certains gouvernements ont historiquement réussi à accroître la confiance, à instaurer une dynamique économique vertueuse (exemple du gouvernement Poincaré en 1928). En suivant l'intérêt général et en produisant des informations valables, le gouvernement participe à augmenter l'efficacité marginale du capital et donc l'investissement.

L'intervention de l'Etat

La régulation des marchés financiers

Keynes insiste sur ce point lors de ses conseils relatifs à la politique monétaire. Cette dernière est en effet vue par l'auteur de la « Théorie Générale » comme un véritable levier d'action. La création monétaire peut permettre de baisser le taux d'intérêt et relancer l'investissement. Mais elle ne saurait suffire si l'EMC est toujours à un niveau bas. C'est typiquement le cas de la « trappe à liquidité ».

En distribuant des revenus directement au ménage, l'état stimule directement la demande effective, amorce une dynamique favorable à une relance de l'investissement. **Il « crée » de la confiance.**

Ce genre d'argument revient à penser que Keynes préférerait l'intervention publique lorsqu'elle agissait par le biais des dépenses publiques et de l'endettement (effet multiplicateur), plus efficaces que la politique monétaire (plus incertaine, mais non neutre).

Commerce extérieur et multiplicateur

Les échanges en économie ouverte

Dans une économie ouverte, une partie de la demande des agents nationaux s'adresse à l'extérieur et prend la forme d'importations. En contrepartie, les exportations représentent une source de demande pour les producteurs nationaux.

L'activité économique nationale peut être tirée par les exportations, comme elle l'est par la consommation, l'investissement ou les dépenses publiques. En revanche, les importations jouent a priori un rôle néfaste pour la production et l'emploi nationaux. Elles viennent se substituer à la production nationale et contribuent à créer des emplois à l'étranger plutôt que dans le pays.

La prise en compte des échanges extérieurs modifie l'analyse keynésienne élémentaire.

Commerce extérieur et multiplicateur

Remarque sur Keynes et le libre échange

Keynes n'était pas un partisan du protectionnisme et il a été, après la deuxième guerre mondiale, l'un des promoteurs de la mise en place du nouveau système monétaire international.

Il était évidemment conscient des gains que procure le commerce international et ne pouvait rejeter totalement l'argumentation classique.

Mais il considérait aussi que les échanges extérieurs pouvaient contribuer aux difficultés d'une économie en situation de sous-emploi.

Le remède qu'il suggérait alors n'était d'ailleurs pas la fermeture des frontières, mais plutôt une dévaluation de la monnaie nationale. Keynes a ainsi fortement pris parti, dès les années 1920, contre la parité élevée de la livre sterling qu'il considérait comme responsable des problèmes de la Grande Bretagne.

Commerce extérieur et multiplicateur

L'impact des échanges extérieurs sur l'économie

L'égalité de la production et de la demande effective prend la forme suivante:

$$Y + M = C + I + G + X \quad (1)$$

ou encore

$$Y = C + I + G + X - M \quad (2)$$

La première relation **(1)** fait apparaître à gauche l'offre importée (les importations) à côté de l'offre nationale, tandis que la demande extérieure (les exportations) vient compléter à droite la demande nationale.

La seconde relation **(2)** est plus adaptée à une analyse keynésienne. Elle fait apparaître à gauche la production nationale, objet principal de l'analyse. C'est l'excédent commercial, différence entre les exportations et les importations, qui vient modifier la demande effective dans le membre de droite.

Commerce extérieur et multiplicateur

La propension marginale à importer

Les exportations et les importations ne jouent pas un rôle symétrique pour un pays de taille réduite. Les importations dépendent fortement du revenu national.

On peut supposer qu'elles lui sont proportionnelles et que l'on a donc :

$$M = mY$$

Le paramètre m est la **propension à importer**.

Commerce extérieur et multiplicateur

La propension marginale à importer

La liaison entre les importations et Y est très rigide. Cela tient aux deux dimensions de cette dernière variable.

En tant que produit national, Y commande des importations de matières premières et de biens intermédiaires. Toute reprise de la production française s'accompagne immédiatement d'importations de pétrole ou de biens d'équipement allemands.

En tant que revenu national, Y commande des importations de biens de consommation. Toute augmentation du revenu national suscite des importations de produits audiovisuels japonais. A priori, les exportations dépendent de manière symétrique du revenu et de l'activité dans le reste du monde. Mais ce Y mondial peut être considéré comme une donnée. Il fluctue sans doute, mais est influencé de manière négligeable par l'activité économique en France. Il est donc légitime de considérer les exportations comme une variable exogène.

Remarque : le taux de change constitue évidemment un autre facteur qui influence les niveaux des importations et des exportations. On suppose ici que l'économie se situe en régime de changes fixes. Le taux de change reste constant et il n'est pas nécessaire de l'explicitier.

Commerce extérieur et multiplicateur

III. L'analyse keynésienne

L'équilibre de référence

On peut déterminer le revenu d'équilibre en économie ouverte.

L'égalité de la production nationale et de la demande effective s'écrit :

$$Y = cY + C + I + G + X - mY$$

On obtient le niveau de production d'équilibre :

$$Y = [1 / (1 - a + m)] \times [b + I + G + X]$$

Le multiplicateur devient donc :

$$1 / (1 - a + m)$$

Il est inférieur au multiplicateur simple ($1 / (1 - a + m) < 1 / (1 - a)$)

Commerce extérieur et multiplicateur

III. L'analyse keynésienne

L'effet d'éviction lié à l'ouverture de l'économie

Cette formule du multiplicateur en économie ouverte éclaire les mécanismes en jeu.

Les importations représentent une fuite dans le circuit du revenu, qui vient s'ajouter à celle que constitue l'épargne.

Le revenu que les agents nationaux consacrent à acheter des biens importés constitue bien une demande supplémentaire, mais celle-ci se manifeste à l'étranger.

Une partie de l'effet du multiplicateur national est réduit.

Commerce extérieur et multiplicateur

Hausse des dépenses publiques financés par emprunt en économie ouverte

Application numérique :

$$a = 2/3$$

$$m = 1/3$$

$$b = 1000$$

Situation initiale :

$$I = 2000$$

$$G = 3000$$

$$M = 6000$$

$$X = 6000$$

Nouvelle valeur du multiplicateur:

$$1 / 1 - (2/3)+(1/3) = 1 / 1 - (1/3) = 1 / (2/3) = 3 / 2 = 1,5$$

Commerce extérieur et multiplicateur

Hausse des dépenses publiques financés par emprunt en économie ouverte

	Y	C	I	G	X	M	Excédent extérieur
Situation initiale	18000	13000	2000	3000	6000	6000	0
Nouvel équilibre	18450	13300	2000	3300	6000	6150	-150
Variations	+ 450	+ 300	/	+ 300	/	+ 150	- 150

L'augmentation des dépenses publiques stimule l'économie et conduit toujours à une augmentation de la production. Mais celle-ci est deux fois plus faible que dans le cas d'une économie fermée. Une partie de l'effet relance est "mangée" par les importations.

Commerce extérieur et multiplicateur

III. L'analyse keynésienne

Hausse des dépenses publiques financés par emprunt en économie ouverte

Les exportations restent inchangées. Une relance de l'économie française n'a malheureusement aucune raison de conduire à une augmentation des exportations. L'augmentation de la production française représente, si l'on veut, une augmentation de l'offre française d'exportations. Mais le niveau de celles-ci, dans une perspective keynésienne, est déterminé par la demande. Il dépend du niveau d'activité à l'étranger, qui ne sera guère influencé par la reprise de l'économie française.

Le solde extérieur se détériore donc. La politique keynésienne de relance est donc beaucoup moins efficace dans le cas réaliste d'une petite économie ouverte. L'effet sur l'activité est plus faible et la relance s'accompagne d'un déficit extérieur.

Conclusions

III. L'analyse keynésienne

Un succès théorique et politique : 30 ans de politiques keynésiennes et le renouveau keynésien actuel

Les limites des politiques keynésiennes : inflation et effet d'éviction

Les limites théoriques : un modèle théorique incomplet

Conclusions

Un succès théorique et politique : 30 ans de politiques keynésiennes et le renouveau keynésien actuel

La Théorie Générale de Keynes a eu un grand retentissement et aussi un grand rayonnement.

Un grand nombre de politiques économiques de régulation conjoncturelle se sont inscrites dans le sillage de la pensée keynésienne. Politique de Stop-And-Go.

Ce fut particulièrement le cas lors des trente glorieuses (fin 40's – fin 70's).

Conclusions

Un succès théorique et politique : 30 ans de politiques keynésiennes et le renouveau keynésien actuel

Si la fin des années 1970 marquent la fin des politiques keynésiennes et le retour à des inspirations classiques (renouveau libéral des années 1980), certains voient dans la situation actuelle le retour au premier plan de la pensée de Keynes.

La crise financière, puis la crise de l'économie réelle mettent de nouveau en lumière les insuffisances des mécanismes de marché dans leur capacité à réguler l'économie. L'interventionnisme étatique semble acquérir une nouvelle légitimité.

Conclusions

III. L'analyse keynésienne

Les limites des politiques keynésiennes : inflation et effet d'éviction

La première limite des politiques keynésiennes est qu'elles sont génératrices d'inflation. Une partie de l'effort de relance est généralement « freiné » par les effets inflationnistes de ces politiques.

Elles obligent alors à des mouvements de marche arrière où il convient de « ralentir » l'activité économique pour éviter des situations de surchauffe.

D'après P. Samuelson (économiste américain), « *l'inflation est l'ennemi public numéro 1* ».

Les dangers qu'elle fait peser sur le fonctionnement économique nuisent ainsi à la légitimité des politiques keynésiennes.

Conclusions

III. L'analyse keynésienne

Les limites des politiques keynésiennes : inflation et effet d'éviction

La deuxième limite des politiques keynésiennes est qu'elles sont efficaces en économie fermée mais qu'elles le sont beaucoup moins en économie ouverte.

- Tout d'abord car, étant génératrices d'inflation, elles nuisent à la compétitivité prix des pays qui mènent des politiques de relance de l'activité économique.
- Ensuite car, par l'effet d'éviction qu'elles supposent, les politiques de relance sont réduites dans leur efficacité (leur effet est dilué entre soutien à l'activité économique nationale et soutien à l'activité économique dans les pays partenaires commerciaux).

La toujours plus grande ouverture des économies nuit également à la légitimité des politiques keynésiennes.

Conclusions

Les limites théoriques : un modèle théorique incomplet

Le schéma de pensée keynésien simplifié étudié dans ce cours a permis de mettre en évidence les mécanismes keynésiens les plus fondamentaux.

Mais il reste très incomplet et, surtout, laisse dans l'ombre un certain nombre de problèmes qui correspondent d'ailleurs à des objections de nature classique:

1. Le rôle du taux d'intérêt
2. Une interprétation en termes de circuit non satisfaisante
3. La place des prix
4. Le rôle des salaires réels

Conclusions

Un modèle théorique incomplet : le rôle du taux d'intérêt

La première question concerne le rôle du taux d'intérêt. Ne joue-t-il pas un rôle dans l'égalisation de l'épargne et de l'investissement ? Plus précisément, ne peut-il pas permettre que cette égalisation s'opère à un niveau de production qui corresponde au plein-emploi ?

On peut donner à l'égalité de l'épargne et de l'investissement la forme générale suivante :

$$S(Y - T, i) = I(i) + G - T$$

On combine ainsi les arguments keynésien et classique en admettant que la consommation et l'épargne dépendent à la fois du revenu disponible et du taux d'intérêt. Nous disposons en fait d'une unique équation pour deux inconnues, Y et i .

Conclusions

Un modèle théorique incomplet : le rôle du taux d'intérêt

Le point de vue classique est de considérer que l'équation détermine i , pour un niveau de Y donné par ailleurs. Pour n'importe quel niveau de revenu, le taux d'intérêt peut se fixer à un niveau assurant que l'épargne se transforme en investissement, c'est -à-dire en demande de biens. La loi de Say s'applique donc. L'offre a créé sa propre demande. Rien n'empêche alors qu'elle se fixe à un niveau assurant le plein-emploi.

Le point de vue keynésien adopté dans ce chapitre consistait à omettre le taux d'intérêt et à considérer que cette égalité détermine le revenu Y . Mais l'omission du taux d'intérêt n'est pas défendable.

La véritable solution consiste donc à considérer que le taux d'intérêt est déterminé par ailleurs, sur le marché de la monnaie nous dit Keynes. La première leçon de cette discussion est donc qu'il n'est pas possible de construire un modèle keynésien complet sans introduire le marché de la monnaie.

Conclusions

Un modèle théorique incomplet : une analyse en termes de circuit non satisfaisante

L'interprétation du modèle keynésien en termes de circuit est utilisée dans ce cours car elle donne une bonne intuition des mécanismes keynésiens et du rôle moteur de la demande, mais elle ne convient qu'à une première approche et trouve rapidement ses limites.

Le point le plus critiquable de cette présentation est la conception de l'épargne comme une fuite dans le circuit économique.

Cette interprétation est inexacte. A travers le marché financier, l'épargne se transforme en investissement et en demande de biens. L'insuffisance de la demande effective ne découle donc pas de manière mécanique de l'existence de fuites dans le circuit économique. Elle tient plus profondément un défaut de coordination entre le marché des biens et le marché du travail.

Conclusions

Un modèle théorique incomplet : une analyse en termes de circuit non satisfaisante

Plutôt que d'insister sur le bouclage du circuit économique, une présentation satisfaisante de la théorie keynésienne doit se placer plus explicitement dans un cadre de marchés et étudier les mécanismes qui les relient. Elle doit aussi étudier la manière dont le marché financier et le marché de la monnaie interagissent avec les marchés des biens et du travail pour déterminer les niveaux de production et d'emploi.

C'est l'objet du modèle *IS-LM* parfois appelé Synthèse Keynésienne (Hicks).

Conclusions

Un modèle théorique incomplet : la place des prix et le rôle des salaires réels

Une question générale posée par le modèle keynésien concerne la place des prix qui sont restés complètement absents de l'analyse.

Pourquoi l'insuffisance de la demande de biens ne se résout-elle pas en baisse des prix ?

Bien sûr, il ne s'agit pas ici de marchés de biens particuliers sur lesquels une baisse des prix rééquilibre l'offre et la demande.

Conclusions

III. L'analyse keynésienne

Un modèle théorique incomplet : la place des prix et le rôle des salaires réels

La question, plus difficile, est celle de l'influence du niveau général des prix sur la demande globale. Une baisse du niveau général des prix peut-elle augmenter la demande globale ? L'analyse classique répond positivement à cette question en invoquant l'effet d'encaisse réelle.

Une autre question générale concerne les salaires nominaux. Leurs mouvements ne peuvent-ils pas, eux aussi, contribuer à résorber le chômage ?

Conclusions

III. L'analyse keynésienne

Un modèle théorique incomplet

Toutes ces questions ont évidemment été posées par les Classiques dès la publication de la *Théorie Générale*.

Keynes, et surtout ses successeurs y apportèrent des réponses qui montrent que la macroéconomie ne pouvait échapper à une synthèse entre Keynes et les Classiques.

La suite des thématiques qui seront abordés dans ce cours devront se faire en ayant présent à l'esprit les enseignements et les apports fondamentaux de la pensée classique et de la pensée keynésienne.

Synthèse

III. L'analyse keynésienne

	Néoclassiques	Keynésiens
Consommation	La consommation est une fonction croissante du revenu et une fonction décroissante du taux d'intérêt.	La consommation est une fonction croissante du revenu courant. La consommation dépend de la propension à consommer (loi psychologique fondamentale).
Epargne	L'épargne fait l'investissement (car elle permet l'accumulation de capital), elle est un préalable à l'investissement. L'épargne est fonction du taux d'intérêt réel.	L'investissement fait l'épargne (une augmentation des dépenses sous forme d'investissements entraîne une augmentation des revenus des ménages et donc l'augmentation de l'épargne globale). L'épargne est un résidu, c'est la partie du revenu qui n'est pas consommé. L'épargne est fonction du revenu.
Investissement	L'investissement est une fonction décroissante du taux d'intérêt réel.	L'investissement est fonction de l'écart entre efficacité marginale du capital et le taux d'intérêt. L'investissement est donc une fonction décroissante du taux d'intérêt réel et dépend des anticipations de profits futurs faites par les entreprises (demande effective).
Taux d'intérêt	Le taux d'intérêt détermine l'arbitrage entre consommation et épargne, il est le prix de la renonciation à la consommation. Il égalise les volumes globaux d'épargne et d'investissement.	Le taux d'intérêt est le prix exigé par les épargnants pour renoncer à la liquidité. Il détermine l'arbitrage entre thésaurisation, investissement ou placement financiers. Une baisse du taux d'intérêt stimule l'investissement et décourage les placements financiers (et inversement).
Demande de monnaie	La demande de monnaie est une fonction croissante du revenu réel. La demande de monnaie est insensible au taux d'intérêt (celui-ci ne détermine que l'arbitrage entre consommation et épargne).	La demande de monnaie est une fonction croissante du revenu réel. La demande de monnaie est une fonction croissante du niveau général des prix. La demande de monnaie est une fonction décroissante du taux d'intérêt.
Offre de monnaie	L'offre de monnaie est exogène (elle trouve son origine en dehors de l'activité économique). L'offre de monnaie est entièrement contrôlée par la banque centrale (caractère autonome de la création de monnaie). Modèle du multiplicateur de crédit.	L'offre de monnaie est endogène. L'offre de monnaie de la banque centrale est dépendante des demandes des agents et des crédits octroyés par les banques (la création de monnaie se fait à l'initiative des banques de second rang, la banque centrale est prêteur en dernier ressort). Modèle du diviseur de crédit.
Offre et demande de travail	L'offre de travail est une fonction croissante du salaire réel. La demande de travail est une fonction décroissante du salaire réel.	L'offre de travail est une fonction croissante du salaire nominal. La demande de travail est une fonction décroissante du salaire réel et dépend du niveau de la demande effective.