

KEYNES J.M. (1936) *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, pp. 220-221.

Un acte d'épargne individuelle signifie — pour ainsi dire — une décision de ne pas dîner aujourd'hui. Mais il n'implique pas nécessairement une décision de commander un dîner ou une paire de chaussures une semaine ou une année plus tard, ou de consommer un article déterminé à une date déterminée. Il déprime donc l'activité consistant à préparer le dîner d'aujourd'hui sans stimuler une activité pourvoyant à quelque acte futur de consommation. Il ne consiste pas dans la substitution d'une demande pour la consommation future à une demande pour la consommation présente, mais seulement dans une diminution nette de cette dernière demande. En outre la prévision d'une consommation future est si largement fondée sur la connaissance actuelle d'une consommation présente que toute réduction de celle-ci est de nature à nuire à la première ; l'acte d'épargne ne fait donc pas seulement baisser le prix des biens de consommation indépendamment de l'efficacité marginale du capital existant, mais il peut encore affaiblir effectivement cette efficacité marginale elle-même. Dans ce cas il contracte la demande en vue de l'investissement actuel aussi bien que la demande en vue de la consommation actuelle.

Si l'épargne ne consistait pas seulement à s'abstenir d'une consommation présente mais encore et simultanément à passer une commande en vue d'une consommation future, le résultat, en vérité, pourrait être différent. Car l'expectative de rendements futurs de l'investissement serait alors améliorée et les ressources libérées des activités pourvoyant à la consommation présente pourraient être employées dans les activités pourvoyant à la consommation future.

Les ressources ainsi libérées ne seraient pourtant pas *toutes*, même dans ce cas, nécessairement remployées, car l'ajournement souhaité de la consommation pourrait exiger une méthode indirecte de production d'une lenteur si incommode que son efficacité marginale serait bien inférieure au taux de l'intérêt courant ; alors l'effet favorable à l'emploi de la commande à terme pour la consommation ne se manifesterait pas tout de suite mais à une date ultérieure, et l'effet *immédiat* de l'épargne serait encore défavorable à l'emploi. En tout cas une décision individuelle d'épargner n'implique pas dans la réalité la passation d'une commande définie quelconque en vue de la consommation future, mais seulement l'annulation d'une commande actuelle. Puisque l'attente de la consommation est la seule *raison d'être* de l'emploi, il ne devrait donc y avoir aucun paradoxe à conclure que l'affaiblissement de la propension à consommer produit, toutes choses égales d'ailleurs, un effet déprimant sur l'emploi.

La difficulté vient du fait que l'acte d'épargne n'implique pas le remplacement d'une consommation courante par un surcroît défini de consommation future pour subvenir auquel il faudrait juste autant d'activité économique que pour subvenir à une consommation actuelle ayant une valeur égale à la somme épargnée, mais qu'il implique un désir ayant pour objet « la richesse » en tant que telle, c'est-à-dire le pouvoir de consommer une chose indéterminée à une époque indéterminée. L'idée absurde, encore qu'à peu près universelle, qu'un acte d'épargne individuelle est tout aussi favorable à la demande effective qu'un acte de consommation individuelle procède du sophisme beaucoup plus spécieux que la conclusion qui en est tirée selon lequel un désir accru de posséder de la richesse, étant quasiment la même chose qu'un désir accru de posséder des investissements, doit, en accroissant la demande d'investissements, fournir un aiguillon à leur production ; de sorte que l'investissement courant est stimulé par l'épargne individuelle dans la mesure même où la consommation présente est réduite.

DELFAUD P. (1997) *Keynes et le keynésianisme*, 6^e éd., PUF, Que sais-je ?, p. 36.

Ici intervient la notion d'*incertitude*. C'est parce que l'évolution future de la gamme des taux d'intérêt n'est pas connue, ni *probabilisable*, que l'on peut escompter faire un profit grâce à une connaissance de l'avenir présumée meilleure que celle dont fait preuve l'opinion générale du marché.

« Chacun augure de l'avenir à sa façon et toute personne dont le sentiment diffère de l'opinion dominante, telle qu'elle est exprimée par les cours du marché peut être logiquement conduite à garder des ressources liquides afin de réaliser un profit, si elle voit juste. »

Cet exposé décrit le fondement même des opérations spéculatives : les spéculateurs « jouent » les uns contre les autres, et le « jeu » n'est possible que s'ils ne font pas tous les mêmes prévisions.

En l'occurrence, les individus qui hésitent à choisir entre l'achat de créances à long terme (par exemple des obligations d'État), ou la détention d'encaisses liquides font des prévisions sur l'évolution des taux d'intérêt futurs par rapport aux taux actuels. Ceux qui prévoient une hausse à venir des taux d'intérêt conserveront de la liquidité. Ceux qui ont une opinion contraire se porteront acquéreurs de titres.

Il existe en effet une liaison inverse entre le taux d'intérêt des créances et leurs cours sur le marché des valeurs mobilières. Une obligation émise à une valeur nominale de 1 000 F par exemple et avec un taux de rendement de 10 % rapporte 100 F par an. Si dans les transactions ultérieures dont elle fait l'objet sur le marché boursier, son cours s'élève jusqu'à 1 200 F, le rapport annuel étant toujours de 100 F, son taux de rendement n'est plus que de 8,3 %. Symétriquement pour un cours qui descendrait jusqu'à 800 F, le taux de rendement serait de 12,5 %. Vue dans l'autre sens, comme le fait Keynes cette même relation fait dépendre les prévisions de cours des anticipations sur les taux d'intérêt. Si l'on pense que les taux d'intérêt vont s'élever de 10 à 12,5 %, on doit s'attendre, par le jeu des arbitrages boursiers, à une baisse des cours de 1 000 à 800 F. Et de même, une baisse des taux de 10 à 8,3 % ne pourra qu'entraîner une hausse des cours de 1 000 à 1 200 F.

La tendance à thésauriser est donc liée au taux de l'intérêt qui n'apparaît plus, conformément à la théorie classique, comme la « récompense de la non-dépense », mais en réalité comme la « récompense de la non-thésaurisation ». Dit autrement, le taux d'intérêt chez les Classiques avait pour rôle d'opérer le partage du revenu entre consommation et épargne ; pour Keynes, à partir d'un niveau d'épargne déjà directement déterminé par le niveau du revenu, le taux d'intérêt assure seulement le partage entre les placements en titres et la conservation d'encaisses monétaires oisives.

DESCAMPS C. (2005) *L'analyse économique en questions*, Vuibert, p.87.

7.20. Quel est le statut théorique du taux d'intérêt dans les deux écoles de pensée, classique et keynésienne ?

Chez les classiques, le taux d'intérêt est la rémunération que l'on offre à un agent pour qu'il épargne au lieu de consommer : le taux d'intérêt est donc le prix ou la récompense de la non-consommation, de l'attente. L'agent gagne un intérêt parce qu'il accepte de différer sa consommation dans le temps.

Pour Keynes, le taux d'intérêt ne détermine pas le niveau de l'épargne, mais il est le prix que l'on doit verser aux agents pour qu'ils détiennent leur épargne sous forme de titres (en l'occurrence, d'obligations) plutôt que sous forme d'encaisses liquides ; le taux d'intérêt est donc la récompense de la renonciation à la liquidité. Par exemple, ayant épargné 1 000 €, l'agent peut conserver ces 1 000 € en argent (et bénéficier des atouts de la liquidité) ou les placer en obligations. L'émetteur des obligations verse un intérêt car il prive le prêteur de la liquidité. Chez Keynes, le taux d'intérêt constitue donc le coût d'opportunité de la monnaie.

I / L'épargne, de la perspective classique à la « révolution » keynésienne

L'arbitrage entre consommation et épargne est au cœur de la problématique de l'équilibre économique à court terme chez Keynes et les classiques. Pour les classiques, la consommation utilise les ressources dans le présent, tandis que l'épargne accroît le potentiel de consommation future. Pour Keynes, au contraire, l'épargne est un gaspillage des ressources présentes, qui ne peut qu'accentuer les déséquilibres économiques demain, tandis que la consommation présente est un gage de consommation future. Ces points de vue divergents reposent sur deux visions irréductibles de l'ajustement entre épargne (que l'on notera S, de l'anglais *saving*) et investissement (noté I), centrées sur des interprétations opposées de la « loi de Say ».

1. Deux visions opposées de l'ajustement épargne-investissement

La loi de Say, théorie classique de l'ajustement I-S

Le système classique décrit l'économie comme un ensemble de quatre marchés. L'équilibre sur le marché du travail, assuré par la flexibilité du salaire réel, détermine le niveau de production de plein emploi. Sur le marché financier, la demande de fonds pour l'investissement dépend négativement du taux d'intérêt, et l'offre d'épargne en dépend positivement. La flexibilité du taux d'intérêt assure l'égalité entre investissement et épargne. Sur le marché des biens et services, la production se partage entre investissement et consommation. Comme la production et l'investissement sont déjà

déterminés, la consommation en découle par solde. Cette détermination résiduelle de la consommation est connue sous le nom de « loi des débouchés » ou « loi de Say », du nom de l'économiste français qui, en 1803, dans son *Traité d'économie politique*, nia la possibilité de toute crise de surproduction généralisée. La loi de Say stipule que « toute offre crée sa propre demande » (cette expression étant due à John Maynard Keynes). La partie non consommée du revenu national ne peut réduire les débouchés, puisqu'elle correspond à la demande d'investissement : aucun « excès » d'épargne ne peut apparaître au niveau global, et aucun problème général de débouchés ne peut survenir, au-delà de possibles déséquilibres sectoriels.

Le quatrième marché, celui de la monnaie, est indépendant des trois autres. Les classiques adoptent la *théorie quantitative de la monnaie* : 1) la demande de monnaie est une demande d'*encaisses réelles*, qui servent à mener à bien les transactions ; 2) l'offre de monnaie est au contraire une offre *nominale*, contrôlée par les autorités monétaires ; 3) le marché de la monnaie sert alors simplement à déterminer le niveau général des prix, qui constitue la variable d'ajustement entre l'offre nominale de monnaie et la demande d'encaisses réelles (c'est la propriété de *neutralité de la monnaie*). Au total, le modèle classique propose une *analyse dichotomique*, dans laquelle la détermination des variables réelles est séparée de la détermination des variables monétaires.

L'ajustement entre l'épargne et l'investissement sur le marché financier constitue le point crucial de la démonstration classique. Par le jeu du taux d'intérêt, la loi de Say implique que toute l'épargne est affectée à des fins socialement et individuellement productives. Pourtant, il existe une forme d'épargne socialement improductive : c'est la détention de monnaie, ou la « thésaurisation ». Les auteurs classiques se sont montrés incapables de comprendre que cette thésaurisation, qu'ils vilipendient comme un acte d'avarice ou un désir malsain de la monnaie « pour elle-même », pouvait être individuellement profitable. Constituer des réserves de monnaie au-delà de ce qui est nécessaire pour mener les transactions est jugé irrationnel, et exclu de l'analyse. La conséquence est inéluctable : en l'absence de motif à conserver des encaisses en portefeuille, l'épargne trouve toujours l'investissement correspondant.

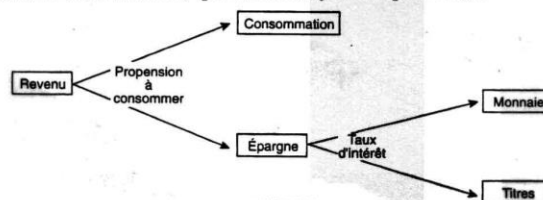
L'ajustement I-S chez Keynes

Une première tentative pour rompre la dichotomie classique est opérée par le fondateur de l'« école suédoise », Knut Wicksell,

dans *Interest and Prices* [1898]. Le cadre théorique demeure néanmoins d'inspiration assez classique : le taux d'intérêt équilibre toujours, quoique de façon plus complexe, le marché financier (ou, dans sa terminologie, le « marché des fonds prêtables »), les fluctuations de l'activité ont une origine purement réelle et les déséquilibres proviennent pour l'essentiel d'un excès d'investissement sur l'épargne. Toutefois, par l'importance qu'il accorde aux phénomènes monétaires dans les éventuels déséquilibres entre épargne et investissement, Wicksell peut être considéré comme un précurseur de Keynes, qui s'inspire également d'un autre économiste suédois, Gunnar Myrdal, auquel il emprunte la distinction entre grandeurs désirées (*ex ante*) et grandeurs réalisées (*ex post*).

Le point de départ de la *Théorie générale* est un rejet sans appel de la loi de Say, qui, d'après Keynes, confond une identité comptable (offre = revenu = demande) avec une relation causale (offre \Rightarrow revenu \Rightarrow demande). De manière comptable, l'épargne est égale à l'investissement, mais cette égalité ne vaut que pour un niveau réalisé de l'équilibre (*ex post*) et ne signifie pas que n'importe quel niveau d'épargne trouvera un niveau équivalent d'investissement (*ex ante*). Pourquoi ces deux variables peuvent-elles différer *ex ante* ? Parce que pour Keynes, contrairement aux classiques, l'ajustement entre épargne et investissement ne s'établit pas par la variation du taux d'intérêt sur un marché financier, mais par la variation du produit et de l'emploi.

En effet, Keynes se situe dans une économie d'emblée monétaire. Les ménages doivent alors faire face à deux décisions distinctes : répartir leur revenu disponible entre consommation et épargne, et répartir cette épargne entre monnaie et titres. Le taux d'intérêt, qui gouverne l'arbitrage de portefeuille entre monnaie et titres (la *préférence pour la liquidité*) ne peut donc intervenir dans le partage entre consommation et épargne globale, qui est déterminé par la *préférence des individus relativement au temps* (la *propension à consommer*, que nous analyserons plus bas) :



La novation majeure introduite par la *Théorie générale* est la reconnaissance que la détention de monnaie, bien qu'elle constitue une affectation improductive de l'épargne au niveau global, peut être profitable au niveau individuel. Les individus détiennent de la monnaie pour mener à bien leurs transactions présentes et futures (*motif de transaction*), pour faire face à des éventualités imprévues (*motif de précaution*), et pour profiter des opportunités sur le marché financier, par peur des pertes en capital ou par crainte de l'illiquidité (*motif de spéculation*). Dès lors, la « thésaurisation » n'est plus l'exception, mais la règle, et la loi de Say est rompue : l'économie pourra connaître un excès d'offre généralisée, excès d'offre pouvant s'exacerber lorsque la préférence pour la liquidité devient importante (en cas d'incertitude sur l'avenir par exemple). Dans ces régimes d'excès d'offre, la *demande effective* (demande globale anticipée par les entrepreneurs) devient le principal déterminant de l'équilibre économique, et toute augmentation de l'épargne nuit à l'activité et à l'emploi : « On regardera d'un tout autre œil un affaiblissement du penchant à la dépense si au lieu de le considérer comme un facteur qui, toutes choses égales par ailleurs, accroît l'investissement, on y voit un facteur qui, toutes choses égales par ailleurs, diminue l'emploi » [*Théorie générale*, p. 199-200].

L'aspect nocif de l'épargne est précisé plus loin par Keynes dans ce que Jacques Rueff appelle la « parabole du dîner » : « Un acte d'épargne signifie pour ainsi dire une décision de ne pas dîner aujourd'hui. Mais il n'implique pas nécessairement une décision de commander un dîner une semaine ou une année plus tard [...]. Il ne consiste pas dans la substitution d'une demande pour la consommation future à une demande pour la consommation présente, mais seulement dans une diminution nette de cette dernière. En outre, la prévision d'une consommation future est si largement fondée sur la connaissance d'une consommation présente que toute réduction de celle-ci est susceptible de nuire à la première [...]. Dans ce cas, il contracte la demande en vue de l'investissement actuel aussi bien que la demande en vue de la consommation actuelle » [ibid., p. 226].

Selon Keynes, tout accroissement exogène de l'épargne exerce donc un effet déprimant non seulement sur la consommation, mais aussi sur l'investissement, en réduisant les débouchés anticipés. Le renversement de perspective est total par rapport aux classiques : l'acte d'épargne individuel, bien qu'il enrichisse l'individu qui le pratique, peut appauvrir la communauté dans son ensemble,

en restreignant à la fois les débouchés présents et anticipés, donc l'investissement et l'emploi. Ce paradoxe de l'épargne, par lequel un bienfait au niveau individuel devient un méfait au niveau global, est en quelque sorte créateur de la macroéconomie : le raisonnement macroéconomique n'est pas toujours réductible à un raisonnement microéconomique, et à tenter de tirer des enseignements globaux d'expériences individuelles, l'on risque de se fourvoyer dans ce que Samuelson dénonce comme des *sophismes de composition*.

La vision selon laquelle l'économie peut fonctionner dans certaines circonstances en régime d'excès d'offre généralisé, avec à la fois excès d'épargne, chômage et capacités de production inutilisées, constitue le noyau dur de l'économie « keynésienne ». Comment un tel régime d'excès d'offre peut-il constituer un équilibre macroéconomique ? Ou, en d'autres termes, comment se réalise l'ajustement de l'épargne à l'investissement, qui transforme un déséquilibre *ex ante* en équilibre *ex post* ? La clef de ce mystère est fournie par la fonction de consommation.

2. La fonction de consommation, pilier de l'analyse keynésienne

La fonction de consommation apparaît dans le livre III de la *Théorie générale* sous la forme d'une relation globale entre consommation et revenu, que Keynes appelle *propension à consommer*, et qu'il pose comme déterminant fondamental de l'équilibre macroéconomique. Dans son optique, la consommation des ménages constitue en effet non seulement la composante largement dominante (entre la moitié et deux tiers) du revenu national, mais aussi et surtout sa composante *stable et prévisible*, alors que l'investissement est fortement volatile et difficilement prévisible.

Propriétés de la fonction de consommation

La fonction de consommation est définie dans la *Théorie générale*, sous la forme d'une « loi psychologique fondamentale », selon laquelle « en moyenne et la plupart du temps, les hommes tendent à accroître leur consommation à mesure que leur revenu croît, mais non d'une quantité aussi grande que l'accroissement du revenu » [Théorie générale, p. 113].

Keynes ne donne aucune justification théorique ou empirique de cette formulation, qui tient plus de la sociologie, du « fait social » au sens de Durkheim, que de la « psychologie » à proprement parler. De plus, la forme précise de la fonction de consommation demeure incertaine. En écrivant cette fonction comme : $C = f(Y)$, la « loi psychologique fondamentale » impose seulement que la *propension marginale à consommer*, définie comme le rapport de l'accroissement de la consommation à l'accroissement du revenu ($\Delta C / \Delta Y \equiv f'(Y)$), soit positive et inférieure à l'unité. Bien que certains passages de la *Théorie générale* plaident pour une fonction de consommation concave et une propension marginale à consommer décroissante avec le revenu, on retient généralement, par souci de simplicité, une relation linéaire : $C = cY + b$, où c ($0 < c < 1$) est la propension marginale à consommer, et b est une constante, dont la présence impose que la *propension moyenne à consommer*, définie comme le rapport de la consommation au revenu ($C/Y = c + b/Y$), soit décroissante avec le revenu, et supérieure à la propension marginale.

De la fonction de consommation découle le comportement d'épargne, celle-ci étant déterminée de manière résiduelle comme la partie non consommée du revenu : $S = Y - C$. Il en résulte que la somme des propensions marginales à consommer et à épargner et la somme des propensions moyennes sont toutes deux égales à l'unité :

$$\frac{\Delta C}{\Delta Y} + \frac{\Delta S}{\Delta Y} = 1 \quad \text{et} \quad \frac{C}{Y} + \frac{S}{Y} = 1$$

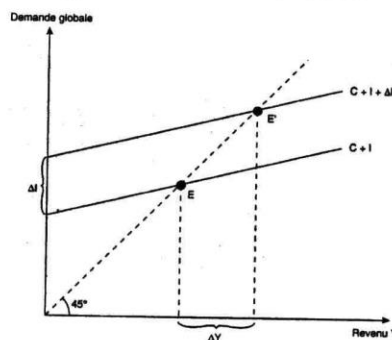
La propension marginale à épargner est donc positive et constante ($\Delta S / \Delta Y = 1 - c$), tandis que la propension moyenne à épargner (également appelée *taux d'épargne*) est positive et croissante avec le revenu ($S/Y = 1 - c - b/Y$).

Le principe multiplicateur

Pour comprendre le rôle essentiel de la fonction de consommation dans le système keynésien, il suffit d'introduire l'équilibre sur le marché des biens et services, décrivant le partage du revenu entre consommation et investissement : $Y = C + I$. Avec la fonction de consommation linéaire précédente, le revenu d'équilibre est :

$$Y = \frac{1}{1-c} (b + I) \Rightarrow \Delta Y = \frac{1}{1-c} \Delta I = m \Delta I$$

où $m (= 1/(1-c))$ est le *multiplicateur* d'investissement, égal à l'inverse de la propension marginale à épargner, dont la formule est apparue pour la première fois en 1931 dans un article écrit par Kahn, disciple de Keynes, à propos des conséquences sur l'emploi d'un programme de travaux publics. Le multiplicateur indique qu'une variation exogène de l'investissement donnera lieu à une variation amplifiée du revenu ($m > 1$), et ce d'autant plus que la propension marginale à consommer est élevée.



Le rôle du multiplicateur dans l'ajustement entre épargne et investissement peut être illustré par le célèbre « diagramme à 45° », proposé par Samuelson [1948]. Ce diagramme comporte deux relations. D'une part, l'égalité du produit (Y) et de la demande globale ($C + I$), réalisée le long de la première bissectrice, et d'autre part, la définition de la demande globale (consommation plus investissement exogène).