

# John Maynard Keynes,

## une nouvelle façon de voir les problèmes économiques

"Il vaut mieux avoir à peu près raison qu'avoir complètement tort"

### Qui était Keynes ?

La remarquable biographie de Keynes rédigée par Robert Skidelsky comprend trois volumes : *Hopes Betrayed (1883-1920)*, New York : Macmillan, 1983 ; *The Economist as Savior (1920-1937)*, Macmillan, 1992 ; *Fighting for Freedom (1937-1946)*, Macmillan, 2000. Pour une vision plus ésotérique de Keynes androgyne et bisexuel, on peut consulter Piero Mini, *Keynes, Bloomsbury and the General Theory*, London : St. Martin's Press, 1991, ainsi que Charles Hession, *John Maynard Keynes : A Personal Biography of the Man Who Revolutionized Capitalism and the Way We Live*, New York : Macmillan, 1984. Roy Harrod, fidèle disciple de Keynes, a publié en 1951 une biographie aseptisée *The Life of John Maynard Keynes*, London : Macmillan, 1951, dans laquelle il n'est fait nulle mention du grand bourgeois Keynes à la fois esthète homosexuel, spéculateur, antisémite, admirateur du corporatisme et du fascisme, qui pense que « la bonne solution vient des intellectuels et des scientifiques qui doivent être au-dessus de la grande masse des électeurs plus ou moins illettrés ». On peut également lire Gilles Dostaler, *Keynes et ses combats*, Paris: Albin Michel, 2005.

John Maynard Keynes est né en 1883 dans une famille d'universitaires, dont le patronyme anglicisé remonte au chevalier normand Guillaume de Cahagnes, chevalier normand qui participe en 1066 à la bataille de Hastings et qui reçoit en récompense de nombreuses propriétés, en particulier celle de Tilton dans le Sussex, dont J.M. Keynes redevient le propriétaire en 1926. John Neville Keynes (1852-1949), le père de John Maynard, élève et ami d'Alfred Marshall, enseigne la logique et l'économie politique à l'université de Cambridge, et Florence Ada Brown, sa mère, participe à de nombreuses activités sociales. Florence Keynes devient maire de Cambridge en 1932.

Le jeune Keynes fait ses études secondaires au collège privé et sélectif d'Eton [Une public school est une école autonome qui applique des droits d'inscription et pratique la sélection à l'entrée], puis il est admis en 1902 au King's College de Cambridge où il étudie les mathématiques, tout en consacrant une partie appréciable de son temps à des activités extra universitaires.

En 1903, Keynes entre, comme "Ange 243", dans la société secrète des "Apôtres" fondée à Cambridge en 1820, qui "rejette entièrement toutes les coutumes, les conventions et le bon sens habituel" (CW, 10, 142) [Les écrits universitaires et administratifs de Keynes sont réunis en trente volumes de *Collected Writings*. Les références aux textes de Keynes sont données par l'abréviation CW suivie des numéros de volume et de page].

En 1905, Keynes obtient facilement son diplôme de mathématiques (Bachelor of Arts) et il s'inscrit pendant un semestre au séminaire d'Alfred Marshall, de manière à pouvoir postuler au concours de la haute fonction publique. La formation économique universitaire de Keynes se résume donc à ce seul séminaire.

Keynes écrit alors à un ami : "Je trouve la science économique de plus en plus intéressante et je pense que je suis plutôt bon. Je me vois bien diriger une compagnie ferroviaire ou un grand trust ou au moins réussir à piquer l'argent des investisseurs ».

Reçu deuxième au concours de recrutement du Civil Service, Keynes doit se contenter d'un poste à l'Office indien (*India Office*) où il peut se consacrer à la rédaction d'une thèse en probabilité. Dès qu'il obtient son diplôme, Keynes, qui avoue n'avoir qu'une heure de travail par semaine, s'installe à Londres dans le quartier de Bloomsbury avec son boyfriend Duncan Grant. Voir <http://gayfortoday.blogspot.com/2007/06/john-maynard-keynes.html>.

C'est à cette époque que Keynes commence à s'intéresser aux activités boursières. Dès 1914, Keynes dispose déjà d'un capital de 4500 livres, soit environ plus de quatre cent cinquante mille (450 000) euros 2018.

En 1908, le jour de son vingt-quatrième anniversaire, Keynes démissionne de l'*India Office* et postule pour un *Fellowship* à Cambridge. [Un poste de chargé d'enseignement non titulaire]. Sa candidature est écartée, mais grâce à l'intervention de son père auprès d'Alfred Marshall, Keynes obtient un poste d'assistant à Cambridge l'année suivante. C'est Arthur Cecil Pigou qui remplace Alfred Marshall comme titulaire de la chaire d'économie politique et c'est donc lui qui paye le salaire de Keynes (100 livres par an). Keynes reçoit de son père une somme identique. Grâce à ses activités annexes, Keynes a déjà, en 1909, un revenu annuel de 700 livres (environ 70000 euros).

La charge d'enseignement à Cambridge est légère – trois heures par semaine consacrées au thème « Monnaie, Crédit et Prix » - et Keynes peut ainsi passer la majeure partie de son temps à Londres comme conseiller non officiel de l'*India Office* pour les questions monétaires.

Tout en continuant à participer aux activités des Apôtres, Keynes s'engage politiquement en faveur du « nouveau libéralisme », une sorte de « troisième voie » (*Third Way*) entre le capitalisme de laissez-faire et le socialisme collectiviste.

---

## **Encadré : Le « nouveau libéralisme »**

Le « nouveau libéralisme » apparaît en Grande-Bretagne à partir de 1884, date de l'extension du droit de vote à tous les adultes de sexe masculin.

Les partisans du « *New Liberalism* » considèrent l'Etat comme un instrument qui doit servir à identifier et régler les problèmes sociaux, à la différence des libéraux « classiques » pour lesquels l'action de l'Etat doit se cantonner aux tâches régaliennes. L'objectif des « nouveaux libéraux » est d'améliorer graduellement la condition matérielle et morale des travailleurs grâce à l'utilisation de la puissance publique, et en particulier de l'impôt. En 1908, Lloyd George devient chancelier de l'échiquier et il met en place un système d'allocations-chômage, d'indemnités-maladie et de retraites vieillesse. Le financement du système est assuré par les cotisations des salariés et le budget de l'Etat. Le budget est rejeté par la chambre des Lords et la crise constitutionnelle n'est réglée qu'après la victoire massive du parti libéral en 1911. Les « nouveaux libéraux » se distinguent des socialistes de l'époque car ils ne proposent pas la destruction de l'économie de marché et qu'ils cherchent, au contraire, à en améliorer l'efficacité. Le parti libéral atteint son apogée avant la Première guerre mondiale avec 399 parlementaires en 1906, puis c'est le déclin rapide : 40 élus en 1924, 12 en 1945 et 6 en 1970. En 1988, le parti libéral a fusionné avec le Social Democratic Party pour créer le parti libéral-démocrate qui a obtenu 12 sièges à la Chambre des Communes lors des élections de 2017.

---

## **1911-1913 Les premiers écrits économiques de Keynes préfigurent ses travaux ultérieurs**

En 1911, Keynes devient le directeur de publication (*editor*) de *The Economic Journal*, ce qui lui donne un rôle important dans les publications économiques universitaires en Grande-Bretagne et qui explique également l'impact négligeable qu'auront les économistes autrichiens (Ludwig von Mises) et scandinaves (Knut Wicksell) sur les travaux des économistes anglais jusqu'à la fin des années 1930.

Un des premiers articles de Keynes dans la revue est consacré à la présentation du livre que l'économiste américain Irving Fisher a consacré à la théorie quantitative de la monnaie [*The Purchasing Power of Money*, 1907]. Keynes apprécie particulièrement l'objectif de stabilisation du niveau général des prix que défend Fisher et il s'intéresse à la méthode de calcul d'un étalon monétaire stable. Les deux économistes se rencontrent en 1912 et ils restent en relation jusqu'à la mort de Keynes en 1946.

En 1913, Keynes publie son premier ouvrage *Indian Currency and Finance* [Monnaie et finance de l'Inde] qui fait la synthèse des dossiers qu'il a traités à l'*India Office*. Dans son ouvrage, Keynes défend le système de *Gold Exchange Standard* tel qu'il fonctionne en Inde - les réserves-or garantissant la convertibilité de la roupie sont déposées à Londres sous forme de balances-sterling - et il propose que l'Inde soit dotée d'une banque centrale, ce qui permettrait une plus grande "élasticité" de la monnaie en réponse à la demande. Keynes est alors nommé secrétaire de la commission royale chargée des problèmes monétaires et financiers indiens.

C'est en décembre 1913 que Keynes fait sa première communication « macro-économique » : « *How Far are Bankers Responsible for the Alternation of Crisis and Depression ?* » [Dans quelle mesure les banquiers sont-ils responsables de l'alternance de crise et de dépression ?]. On y trouve déjà l'idée de décalage entre l'investissement et l'épargne qui réapparaît dans *Treatise on Money* de 1930 et la *Théorie générale* de 1936 : « Chaque année, la valeur des biens matériels utilisés comme investissement en capital peut être plus ou moins importante que la valeur qui a été délibérément épargnée, selon les avances plus ou moins importantes que font les banques pour les dépenses en capital. Je pense qu'il y a une tendance au surinvestissement (...) lorsque la proportion des fonds octroyés par les banques pour l'investissement en capital augmente » (CW, 13, 4-5).

Keynes reprend en fait l'idée essentielle de la thèse de D.H. Robertson intitulée *Study of Industrial Fluctuation*, qui sera publiée en 1915.

## **1915-1919 Keynes, haut fonctionnaire du Trésor**

En mai 1915, Keynes est nommé au Trésor où il est rapidement responsable du bureau chargé des relations économiques avec les Alliés. C'est le poste gouvernemental le plus élevé de toute la carrière de

Keynes. Son salaire annuel est de 600 livres, puis il passe à 1000 livres (environ 100 000 euros 2018) en 1918. Grâce à sa position privilégiée, Keynes est exempté de service militaire. Keynes fait néanmoins une demande d'exemption au titre d'objecteur de conscience, comme tous ses amis de Bloomsbury. [Six millions de citoyens britanniques font leur service militaire pendant la Première guerre mondiale. Sept cent cinquante milles sont tués et un million sept cent mille blessés].

Les talents de spéculateur de Keynes font des merveilles dans la gestion des réserves de devises de la Grande-Bretagne. Keynes impressionne ses collègues du Trésor en réussissant à faire chuter le cours de la peseta espagnole, en vendant brutalement tous les avoirs en monnaie espagnole que détient le *Treasury*, de façon à pouvoir racheter cette monnaie à un cours beaucoup moins élevé.

En août 1917, Keynes est envoyé aux Etats-Unis pour obtenir de nouveaux prêts américains. Les discussions sont difficiles et l'anti-américanisme de Keynes n'arrange pas les choses.

« La seule chose sympathique et originale en Amérique, ce sont les nègres, qui sont charmants » écrit Keynes à son ami Duncan Grant.

Les révolutions russes de 1917 sont accueillies avec joie par Keynes. En décembre 1917, il écrit à sa mère : « Je pense que la prolongation de la guerre signifie probablement la disparition de l'ordre social que nous avons connu jusqu'ici. J'ai bien sûr quelques regrets, mais je pense que globalement ça ne me déplaît pas. La disparition des riches sera plutôt un bienfait et, de toute façon, ils l'ont bien mérité. Ce qui m'inquiète plus, c'est la menace d'un appauvrissement général (...) Je n'ai plus qu'à devenir un bolchevik optimiste. Allongé dans mon lit ce matin, j'ai beaucoup de satisfaction à constater que, comme nos dirigeants sont aussi incompetents que fous et cruels, une période particulière d'un type particulier de civilisation est pratiquement terminée ».

Keynes continue néanmoins à travailler comme conseiller du gouvernement du premier ministre Lloyd George (1863-1945, un personnage qu'il présentera ultérieurement dans son livre *Les conditions économiques de la paix* comme une « créature à moitié humaine qui nous arrive de l'antiquité celte des sorcières et de forêts magiques ». Le manuscrit original, modifié à la demande de la mère de Keynes, parlait d'un « homme du néolithique ». Lorsque le gouvernement de Lloyd George est renversé en octobre 1922, Keynes devient le conseiller économique du leader du parti libéral, un poste honorifique et influent qu'il assume jusqu'à sa mort.

A la fin de l'année 1918, Keynes est désigné comme représentant du Trésor britannique à la Conférence de Paix de Paris pour discuter des réparations de guerre infligées à l'Allemagne et il fait à cette occasion la connaissance de Lydia Lopokova, célèbre ballerine russe des Ballets de Diaghilev. [Les Ballets russes dirigés par Serge Diaghilev ont commencé leur carrière internationale à Paris en 1910. Après un long séjour aux Etats-Unis, les Ballets russes reviennent à Londres en octobre 1918. [Voir Judith Mackrell, *The Bloomsbury Ballerina: Lydia Lopokova, Imperial Dancer and Mrs John Maynard Keynes*, London : Weidenfeld & Nicholson, 2008].

Keynes et ses collègues du Trésor estiment que l'Allemagne ne pourra au total que payer trois milliards de livres de réparations de guerre, alors que le coût total de « l'agression allemande » est évalué à vingt-quatre milliards de livres, soit huit fois plus. En janvier 1921, la somme totale fixée par la commission interalliée s'élève à 269 milliards de marks (23, 6 milliards de livres), soit environ 400 milliards de dollars 2018, et les versements devraient se poursuivre jusqu'en 1984. [En juillet 1932, la Conférence de Lausanne suspendra le paiement des réparations de guerre allemandes].

Le 5 juin 1919, Keynes démissionne de son poste de haut fonctionnaire en arguant du fait que les propositions adoptées pour les réparations de guerre allemandes sont à la fois injustes et impraticables, et il se lance dans la rédaction d'« un nouveau livre (...) sur les conditions économiques de l'Europe qui contiendra [dit-il] une violente attaque contre le traité de paix ».

Le traité de Versailles est signé le 28 juin 1919. « Si nous cherchons à appauvrir l'Europe centrale, la vengeance, selon moi, n'attendra pas. Rien ne pourra arrêter très longtemps les forces réactionnaires, ni les bouleversements révolutionnaires qui détruiront, quel que soit le vainqueur, la civilisation et les progrès de notre génération », écrit Keynes dans son pamphlet *Les conséquences économiques de la paix*.

## 1920 Keynes « agitateur d'idées »

« Keynes a une idée précise de son rôle (...) Il veut être le conseiller économique du monde, du Chancelier de l'Echiquier, du ministre français des Finances, du Président des Etats-Unis ». [Johnson, Elizabeth and Harry, *The Shadow of Keynes*, Oxford : Basil Blackwell, 1978, p. 17]. Les Johnson ajoutent que « la réaction instinctive de Keynes à toute situation nouvelle est de supposer, premièrement, que personne ne s'en occupe, et, deuxièmement, que si quelqu'un s'y intéresse, il s'y prend forcément mal. Ce comportement s'appuie sur la conviction qu'il est supérieurement intelligent (...) et qu'en tant qu'Apôtre de Cambridge, il est doté d'une sensibilité supérieure » (ibid., p. 33).

Désireux de jouer le rôle de leader d'opinion, Keynes informe l'université de Cambridge qu'il ne fera plus qu'un seul cours par semaine – non rémunéré - intitulé « Les aspects économiques du traité de paix ». Il demande également à s'occuper des affaires financières du *King's College* et il cherche un emploi de financier à la City. Dans l'attente de propositions des grandes banques, il accepte en septembre 1919 de faire partie du conseil d'administration de la compagnie d'assurances *National Mutual Life Insurance Company*. En décembre 1919, Keynes publie, à compte d'auteur, *The Economic Consequences of Peace* [Les conséquences économiques de la paix], un ouvrage à succès très critique des décisions prises par les Alliés à l'encontre de l'Allemagne. Les avances sur les ventes de l'ouvrage permettent à Keynes de garder le compte ouvert chez son courtier alors qu'il a été totalement liquidé par sa spéculation sur les monnaies. La carrière de polémiste de Keynes est lancée et les journaux anglais, puis américains, lui ouvrent leurs colonnes.

---

## Encadré : Keynes journaliste

En dehors de ses activités de spéculateur sur les marchés des changes, puis de gestionnaire de portefeuille boursier, Keynes dispose d'une autre source principale de revenus : le journalisme. Keynes contribue régulièrement au *Manchester Guardian*, à l'*Evening Standard*, au *Sunday Times*, à la *New Republic* aux Etats-Unis. Il devient directeur-proprétaire en 1923 de la revue *Nation and Athenaeum* dans laquelle il publie 154 articles entre 1923 et 1931 avant que cette revue fusionne avec *The New Stateman and Nation*, organe indépendant de gauche, sans affiliation particulière à un parti. Keynes écrit très rapidement - un article de 1200 mots, bon à tirer, ne lui prend en général qu'une paire d'heures, et est bien payé (environ £ 50 soit environ 1500 euros). L'importance des occupations boursières et journalistiques de Keynes explique sans nul doute son incapacité à produire un ouvrage théorique majeur (*Treatise on Money*) avant 1930. Le biographe Robert Skidelsky explique que "Keynes avait besoin de cet argent pour maintenir son train de vie", alors que la publication du brûlot *Les conséquences économiques de la paix* ruine définitivement ses chances d'obtenir un poste dans un conseil d'administration d'une grande banque anglaise.

---

A partir de 1921, Keynes jongle avec toute une série d'activités à la fois lucratives et bénévoles : à Cambridge, il donne son cours hebdomadaire, il est le tuteur de quelques étudiants et il s'occupe de plus en plus de la politique d'investissement du *College* ; à Londres, il est consultant financier, investisseur, membre de conseils d'administration, journaliste économique, conseiller du parti libéral pour la politique industrielle, tout en continuant à participer aux activités de son groupe d'amis intellectuels du quartier de Bloomsbury. Lydia Lopokova, désormais séparée de son mari, s'installe dans le quartier de Bloomsbury et Keynes devient son conseiller financier.

La thèse que Keynes avait écrite pour se faire recruter à Cambridge est publiée sous le titre de *Treatise on Probability*. Keynes y écrit : "Quand nos connaissances préalables sont importantes et que l'analogie est solide, la partie proprement inductive du raisonnement peut prendre une place très réduite. Mais lorsque notre connaissance est mince, nous devons plus dépendre de l'induction. C'est la méthode la moins satisfaisante, la méthode à utiliser en dernier recours dans une science avancée. Mais c'est parfois la méthode à laquelle nous devons recourir en premier lorsque nos connaissances sont balbutiantes et que nous ne pouvons rien présupposer. "

En mai 1923, Keynes devient directeur de l'hebdomadaire *Nation & Atheneum* et son premier éditorial est sans ambiguïté : "Nos sympathies vont à un parti libéral qui est installé bien à gauche (...), mais qui a des idées plus audacieuses, plus libres et plus désintéressées que celles du Parti travailliste, et qui, de plus, est débarrassé des dogmes dépassés de ce parti".

Lorsqu'en juillet 1923, la Banque d'Angleterre relève son taux directeur de 3% à 4% pour faire monter le taux de change de la livre vers sa parité or d'avant-guerre, Keynes critique cette décision : « La Banque d'Angleterre, qui agit sous l'influence d'une doctrine obsolète, a commis une grave erreur ».

---

## Encadré : Keynes spéculateur

John Maynard Keynes commence sa carrière de spéculateur en août 1919 en se lançant dans la spéculation sur les monnaies. Il n'hésite pas à prendre des risques en utilisant un important effet de levier : le compte de marge qu'il ouvre chez son courtier lui permet de prendre des positions à hauteur de 40 000 livres avec seulement 4 000 livres de capital sur son compte.

Keynes achète et vend des dollars, des francs français, des liras italiennes, des marks allemands, des florins hollandais et des roupies indiennes, car il est persuadé que le dollar devrait s'apprécier et les autres monnaies se déprécier. Il se met donc en position longue (long) sur le dollar (il achète des dollars) et en position courte (short) sur les monnaies européennes (il vend à découvert les devises européennes). Keynes apprend vite, à ses dépens, que spéculer à court terme sur les monnaies est très risqué. En mai 1920, en dépit des

anticipations haussières de Keynes, le dollar poursuit sa baisse, et le mark, sur lequel Keynes continue à être *bearish* (vendeur), commence au contraire un *rally* (progression) qui dure trois mois. Keynes est « lessivé ». Il réussit néanmoins à réunir la somme nécessaire pour pouvoir continuer à intervenir en Bourse, mais il a appris à ses dépens une leçon fondamentale : les marchés sont imprévisibles, d'où la célèbre citation : « Le marché peut rester irrationnel plus longtemps que vous ne pouvez rester solvable ».

La renommée de Keynes comme économiste conseiller du parti libéral et ses succès personnels sur les marchés sont tels qu'on lui propose et qu'il accepte des postes de gérant dans les sociétés d'assurance *National Mutual Life Insurance* et *Provincial Insurance*. Keynes devient également « *First Bursar* » du King's College de Cambridge qui lui confie la responsabilité de gérer son patrimoine.

Keynes décide de concentrer toutes les ressources dont il a la gestion dans un fonds unique appelé le « *Chest Fund* ». A ceux qui lui reprochent de vendre des propriétés foncières et immobilières et d'utiliser les sommes obtenues pour « spéculer en Bourse », Keynes répond qu'il préfère être « spéculer » sur un actif qui a une cotation journalière et qui est suffisamment liquide pour pouvoir être acheté et vendu facilement qu'« investir » dans quelque chose dont le prix est largement inconnu.

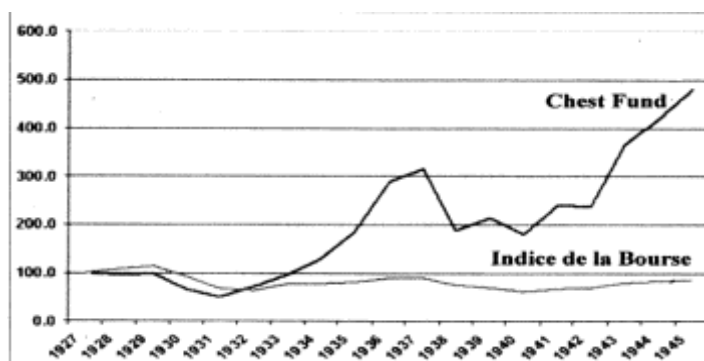
Les prévisions de Keynes se révèlent parfois totalement fausses, comme lors du krach boursier de l'automne 1929. Le 25 octobre 1929, le quotidien américain *New York Evening Post* demande à Keynes, l'économiste célèbre de Cambridge, un bref article sur les conséquences du krach boursier qui vient de se produire. : « Il va y avoir une aggravation du chômage cet hiver, à cause du renchérissement du loyer de l'argent (*dear money*), mais on peut prévoir ensuite une période de baisse du loyer de l'argent (*cheap money*) qui sera favorable aux entreprises ». Grâce à cette baisse des taux d'intérêt, « les entreprises pourront repartir (...) les prix des matières premières vont se raffermir et l'agriculture se portera mieux ».

A partir du début des années 1930, Keynes s'oriente progressivement vers l'analyse fondamentale, c'est-à-dire l'étude des bilans des entreprises, des produits et des services qu'elles vendent, et il construit son portefeuille de manière ascendante (*bottom-up*) pour réaliser des investissements importants dans un petit nombre d'entreprises sélectionnées.

En 1934, il écrit : « Plus le temps passe, et plus je suis convaincu que la bonne méthode d'investissement consiste à mettre de grosses sommes dans des entreprises dont on pense qu'on les connaît et qu'on fait confiance à leurs dirigeants. C'est une erreur de croire qu'on limite son risque en saupoudrant ses actifs sur des entreprises dont on ne connaît pas grand-chose et dont on n'a pas de raison d'avoir spécialement confiance (...) Nos connaissances sont par définition limitées et, en ce qui me concerne, à un instant donné, il n'y a généralement pas plus de deux ou trois entreprises dans lesquelles je peux m'engager en toute confiance ».

Keynes est parfois critiqué, car il refuse de se séparer de valeurs en difficulté lorsqu'il pense qu'elles vont prospérer à long terme. Keynes en fait devenu un investisseur à contre tendance (*contrarian investor*) et il s'exprime ainsi sur l'investissement en Bourse et sur son propre style de gestion : « C'est le seul domaine d'activité où la victoire, la sécurité et le succès reviennent toujours à la minorité et jamais à la majorité. Quand vous trouvez quelqu'un qui est d'accord avec vous, changez d'opinion. Lorsque j'arrive à convaincre le conseil d'administration de ma compagnie d'assurance d'acheter un titre, je sais, par expérience, que c'est le bon moment de le vendre ». Il explique également qu'il faut maintenir une position d'investissement équilibrée, c'est-à-dire chercher, si possible, à ce que les risques des différents investissements s'opposent. La réunion de plusieurs investissements non corrélés ou opposés au sein d'un même portefeuille est à la base même du concept de « *hedge fund* » qu'a développé A.W. Jones à partir de 1949. [Voir G.M. Henry, *Les Hedge Funds*, Paris : Editions Eyrolles, 2008].

Le capital initial du « *Chest Fund* » était de 30 000 livres en 1927. A la mort de Keynes en 1946, le fonds dispose d'un capital de 380 000 livres, soit un taux de rendement annuel moyen supérieur à 12 %.



Les performances du « Chest Fund » géré par J.M. Keynes de 1927 à 1946

## 1923. Keynes publie *Tract on Monetary Reform* [La réforme monétaire]

C'est avec la publication du *Tract on Monetary Reform* en décembre 1923 que Keynes réunit les écrits et les conférences qu'il a réalisés depuis 1920 sur la théorie et la pratique de la politique monétaire. Le livre est à la fois brillant et un peu décousu puisqu'il provient de sources disparates, mais, de l'avis de Milton Friedman, "C'est le meilleur livre de Keynes". Friedman ajoute : "Le livre s'inscrit totalement dans la tradition de la théorie quantitative telle qu'elle a été développée par Alfred Marshall, le maître de Keynes." ["*A monetarist reflects*", *The Economist*, June 4, 1983, p. 35]. Cet article fait partie de la série intitulée "*The Keynes Centenary*", que l'hebdomadaire *The Economist* a consacrée en 1983 au centième anniversaire de la naissance de Keynes. Les autres contributions étaient dues à Friedrich Hayek, John Hicks et Paul Samuelson.

### Il faut éviter à la fois l'inflation et la déflation

Le premier chapitre du livre *Tract on Monetary Reform* traite des effets d'une variation de la valeur de la monnaie sur la répartition des richesses et sur le niveau de la production. Keynes n'est évidemment pas le premier à souligner les effets négatifs d'une fluctuation du niveau des prix - il les a déjà évoqués dans *Les conséquences économiques de la paix* -, mais son explication est lumineuse et toujours actuelle :

"C'est justement parce que le capitalisme individualiste confie la tâche d'épargner à l'investisseur individuel et celle de produire à l'employeur individuel, qu'il suppose (italique) l'existence d'un étalon de valeur stable et qu'il ne peut fonctionner efficacement, ni même peut-être survivre si cette condition n'est pas remplie (...) L'inflation qui déclenche la hausse des prix est source d'injustices parce qu'elle modifie la répartition des richesses entre les individus et les classes et qu'elle décourage donc l'épargne. De son côté, la déflation appauvrit les salariés et les entreprises, car elle incite les entrepreneurs à restreindre la production afin de ne pas subir eux-mêmes des pertes ; elle est donc d'un effet désastreux sur le marché de l'emploi" (CW, 4, 36-37).

Keynes souligne le rôle que jouent les anticipations des agents économiques. Il explique que l'objectif des autorités monétaires est de stabiliser ces anticipations en faisant en sorte que l'étalon de valeur reste stable :

"L'anticipation d'un changement dans le *niveau général* des prix affecte le processus de production, c'est là un fait qui a de profondes racines dans l'organisation économique de la société. (...). Dans les conditions actuelles, l'intensité de la production est déterminée par le profit réel qu'espère l'entrepreneur. Toutefois ce critère ne joue correctement son rôle que si le délicat ajustement des divers intérêts n'est pas bouleversé par les fluctuations de l'étalon de valeur. (...) La *crainte générale* de la baisse des prix peut bloquer complètement le processus de production : le fait *réel* de la baisse des prix lèse les entrepreneurs ; par voie de conséquence, la seule *crainte* d'une baisse les incite à se prémunir en restreignant leurs opérations. (...) Toute anticipation du mouvement des prix, si elle est adoptée par un grand nombre d'agents économiques, tend à être cumulative dans ses effets. Un ébranlement relativement faible à l'origine peut suffire à provoquer une fluctuation importante. (...) Le remède devrait être recherché dans un contrôle de l'étalon de valeur qui permettrait, toutes les fois que le cours des événements laisserait prévoir un changement du niveau général des prix, de prendre des mesures appropriées pour qu'entre en jeu un facteur exerçant une influence contraire" (CW, 4, 33-34). (Les italiques sont de Keynes)

### La théorie quantitative et les effets à court terme d'une variation de la masse monétaire

Dans le chapitre 2 de *Tract on Monetary Reform*, Keynes rappelle que "Le niveau des prix varie proportionnellement à la quantité de monnaie émise par le système bancaire, ce qui signifie que plus le nombre de billets qui circulent est important ou plus il est faible, plus le niveau des prix est élevé ou plus il est bas, dans la même proportion. (...) Cette théorie est fondamentale. Sa correspondance avec les faits n'est pas discutable" (CW, 4, 61-63).

Le lecteur averti se doute bien que Keynes changera complètement d'avis sur le sujet dès le début des années 1930.

Keynes s'intéresse ensuite aux effets à court terme d'une variation de la quantité de monnaie sur la vitesse de circulation, la production et les prix. Il part de l'"équation de Cambridge" qu'il écrit :  $n = p(k + rk')$ , avec  $n$

représentant le volume de billets,  $p$  le niveau des prix,  $k$  la proportion de leurs avoirs monétaires que les individus conservent sous forme de monnaie,  $k'$  la proportion qu'ils conservent sur leurs comptes courants,  $r$  la proportion de ces dépôts que les banques sont obligées de garder en réserves.

Si les individus et les banques ne modifient pas leurs comportements d'utilisation de leurs avoirs liquides, la relation entre la monnaie et les prix est stable :  $n = pK$ , ce qui revient à dire que "les choses coûtent ce qu'on paie pour les acheter" !

Dans le long terme, c'est sûrement vrai, dit Keynes, "Mais ce long terme est une mauvaise référence pour les affaires courantes. A long terme, nous serons tous morts. Les économistes ne se fatiguent pas beaucoup et ils ne servent pas à grand-chose si tout ce qu'ils peuvent dire lorsqu'il y a une période orageuse, c'est que la mer sera calme lorsque la tempête sera passée" (CW, 4, 65).

A court terme, dit Keynes, la façon dont le public utilise ou conserve son argent - la vitesse de circulation - peut modifier les prix indépendamment de toute variation de la masse monétaire : les agents accélèrent leur utilisation de signes monétaires quand les prix augmentent - ou quand ils s'attendent à ce qu'ils augmentent - et inversement ils la ralentissent dans le cas contraire.

Keynes en déduit que, si l'on veut la stabilité des prix, il faut stabiliser le volume des dépôts : "Si on ne s'intéresse pas simplement à la longue période, et si on cherche à éviter les fluctuations cycliques, on peut atteindre l'objectif de stabilité des prix (...) en modifiant de façon délibérée  $n$  et  $r$  de façon à contrebalancer les variations de  $k$  et  $k'$ " (CW, 4, 68).

Si les vitesses de circulation  $k$  et  $k'$  ne peuvent pas être modifiées, la solution préconisée par Keynes passe par le contrôle de l'émission de billets  $n$  et par la modification du coefficient de réserves obligatoires  $r$ . On reste bien dans la tradition de la théorie quantitative, mais "en s'affranchissant de la profonde méfiance qui se manifeste devant l'éventualité de soumettre la régulation de l'étalon de valeur à l'action de décisions délibérées (italique)" (CW, 4, 36).

## Le rôle positif des marchés à terme et de la spéculation

Dans le chapitre 3, intitulé "la théorie monétaire et la théorie du change", Keynes montre que le marché des changes à terme réduit les fluctuations conjoncturelles et saisonnières du change, ce qui facilite l'action de la Banque centrale. Le marché à terme – à condition qu'il fonctionne librement et qu'il attire les spéculateurs – tend à « lisser » les fluctuations et à rapprocher les cours au comptant du cours « normal ». Le marché à terme remplit simultanément deux fonctions : il permet de se couvrir (*hedge*) contre les risques de change, et il permet de spéculer sur les devises, ce que Keynes fait d'ailleurs, avec plus ou moins de succès.

En ce qui concerne la couverture contre le risque de change couru entre la date d'un contrat et son règlement, Keynes explique ce qui est désormais appelé la théorie de la parité des taux d'intérêt (*Interest rate parity*) : le taux de change à terme est égal au taux de change au comptant auquel s'ajoute un différentiel d'intérêt – positif ou négatif – qui correspond au gain ou au coût de la banque qui fait la contrepartie dans l'opération. [Le différentiel de taux d'intérêt entre les places financières correspondant aux deux devises détermine ainsi le taux de change à terme].

Keynes montre ensuite qu'en règle générale la spéculation stabilise les cours par rapport au cours « normal » tel qu'il est défini par cette parité : lorsqu'une monnaie est « anormalement » faible, elle fait l'objet d'une spéculation à la hausse, ce qui fait remonter son cours. Inversement, une monnaie « anormalement » forte verra son cours baisser.

L'évolution des cours au comptant et à un mois (exprimés en livres) du dollar, du franc français, de la lire et du mark sur le marché londonien de 1920 à 1923 permet de vérifier, dit Keynes, que les cours à terme présentent moins de variations que les cours au comptant et qu'ils convergent vers le cours « normal ». Mais ces « bons résultats » dépendent des anticipations des acteurs du marché et ces anticipations peuvent se modifier brutalement en entraînant une sur-réaction des marchés. L'intuition de Keynes est reprise, soixante-trois ans plus tard, dans l'article célèbre de Rudiger Dornbusch, « *Expectations and Exchange Rate Dynamics* » [Les anticipations et la dynamique des taux de change], *Journal of Political Economy*, 1976, pp. 1161-1176.

Dans la préface de l'édition française de son livre, Keynes souligne combien les anticipations jouent un rôle important dans la détermination des taux de change :

« Qu'est-ce qui a déterminé et qui déterminera la valeur du franc ? D'abord la quantité, présente et prospective, de francs en circulation. Deuxièmement, la quantité de pouvoir d'achat que le public veut détenir sous cette forme (...). Le premier de ces deux éléments dépend essentiellement des politiques du crédit et du budget de l'Etat français. Le second dépend principalement de la confiance ou de la méfiance que le public ressent quant aux perspectives de la valeur du franc » (CW, 4, xviii).

Toute la dernière partie du chapitre 3 du *Tract on Monetary Reform* est très technique, mais également fascinante par sa modernité. Elle montre bien comment Keynes intègre ses propres expériences financières à

son travail théorique, ce qui donne une authenticité remarquable aux analyses keynésiennes des marchés à terme et des marchés des changes.

## **L'objectif fondamental de la politique monétaire : la stabilité des prix internes**

Dans le chapitre 4, intitulé "les objectifs possibles de la politique monétaire", Keynes répond de façon très pédagogique aux trois questions fondamentales qu'il a traitées dans de nombreux articles et conférences au cours des deux années précédentes : "Dévaluation ou déflation ?" ; "Stabilité des prix ou stabilité des changes ?", "Faut-il revenir à l'étalon-or ?".

Puisque le premier chapitre a clairement établi que la déflation était "inopportune", il va sans dire que "le rétablissement de nombreuses monnaies à leur parité or d'avant-guerre n'est ni souhaitable, ni possible".

La réponse à la deuxième question ne fait pas non plus de doute :

"On peut dire que le cours auquel une monnaie nationale s'échange contre la monnaie du reste du monde dépend, sous certaines réserves, du rapport entre le niveau des prix intérieurs et le niveau des prix extérieurs. Le change ne peut être stable que si le niveau des prix intérieurs et le niveau des prix extérieurs demeurent tous deux stables (...) Dans les cas où la stabilité des prix intérieurs et la stabilité des changes sont incompatibles, il est d'ordinaire préférable de viser à la première, puisque, même dans un pays qui dépend autant du commerce que l'Angleterre, les contrats et les prévisions économiques qui présupposent la stabilité des changes sont certainement beaucoup moins nombreux que ceux qui requièrent la stabilité des prix internes" (CW, 4, 126).

## **Il ne faut pas revenir à l'étalon-or tel qu'il fonctionne sous la tutelle américaine**

La réponse à la troisième question doit provenir "d'une discussion rationnelle des idées de réforme monétaire" :

"Le succès considérable avec lequel l'or a conservé la stabilité de sa valeur dans le monde changeant du 19ème siècle est assurément remarquable, mais les conditions de demain ne seront pas celles d'hier ; désormais la valeur de l'or n'est plus la résultante des cadeaux fortuits de la Nature et du jugement de nombreuses autorités et de nombreux individus agissant indépendamment les uns des autres ; l'or se trouve maintenant doté d'une valeur « artificielle » dont l'évolution future dépend presque entièrement du Federal Reserve Board des Etats-Unis (...) Pour que l'on croit à la stabilité future de la valeur de l'or, il faut que les Etats-Unis soient assez fous pour continuer d'accepter l'or qu'ils ne désirent pas, et assez sages, une fois acquise cette acceptation, pour maintenir cette valeur à un niveau déterminé (...). Dans notre monde moderne de papier-monnaie et de crédit bancaire, il est impossible d'éviter la monnaie « dirigée », que cela nous plaise ou non. La convertibilité en or n'empêche pas la valeur de l'or elle-même de dépendre de la politiques des banques centrales » (CW, 4, 137).

Keynes explique que, derrière la fiction de l'étalon-or à laquelle croit « un public qui n'y entend rien », se cache en fait un étalon-dollar :

« La théorie selon laquelle le *Federal Reserve Board* est censé déterminer sa politique d'escompte en se référant aux entrées et aux sorties d'or, et aux rapports entre l'or et les engagements du système bancaire, est bel et bien morte. Elle a péri, et c'est une bonne chose, dès que le *Federal Reserve Board* a commencé à ignorer ces rapports et à faire en sorte que les entrées d'or n'aient pas d'impact sur les prix, tout simplement parce qu'à ce moment-là une expansion du crédit et une hausse des prix semblaient indésirables. A compter de ce jour, l'or a été de fait démonétisé par le dernier pays ou presque qui continuait à défendre en paroles sa cause (...). Au cours des deux dernières années, les Etats-Unis ont prétendu maintenir un étalon-or. En fait, ils ont établi un étalon-dollar et, au lieu de faire en sorte que la valeur du dollar se conforme à celle de l'or, ils s'arrangent, de façon coûteuse, pour que la valeur de l'or se conforma à celle du dollar » (CW, 4, 155).

Keynes craint qu'en cas de retour de la livre à l'étalon-or, la politique monétaire anglaise tombe sous la coupe des Etats-Unis :

« Nous [la Grande-Bretagne] risquons d'abandonner au *Federal Reserve Board* des Etats-Unis notre liberté d'action, la régulation du niveau de nos prix ainsi que le contrôle du cycle de crédit. Même si la collaboration la plus étroite et la plus cordiale s'institue entre le *Board* et la Banque d'Angleterre, l'autorité prépondérante reviendra quand même au *Board* » (CW, 4, 121).

Dans le cas contraire, Keynes estime qu'il est possible d'éviter « une trop grande dépendance vis-à-vis de la politique et des désirs du *Federal Reserve Board* » tout en réconciliant l'objectif de la stabilité des prix



internes et celui de la stabilité des taux de change. Keynes reprend en la généralisant l'idée du « dollar compensé » de Irving Fisher :

« Les autorités devraient adopter comme étalon de valeur le prix d'une marchandise composite et ne pas le laisser varier de plus qu'un certain pourcentage par rapport à la normale. (...) L'idée principale est que l'objectif des autorités devrait être la stabilité des prix obtenue par tous les moyens à leur disposition » (CW, 4, 148).

Lorsque le niveau des prix est jugé « normal », les autorités doivent chercher à le maintenir en compensant les variations des encaisses de billets du public – les variations de la vitesse de circulation de la monnaie – par des variations de l'offre de crédit. Lorsque les autorités veulent augmenter le crédit, elles injectent des liquidités dans le système bancaire qui réagit à cette augmentation de ses réserves de liquidité en accroissant ses prêts au public. Ces injections de liquidité se faisant à un taux d'intérêt qui est déterminé par les autorités (le Bank rate), celles-ci sont en mesure de réaliser une baisse du coût du crédit. Le taux du financement à un jour sur le marché monétaire est le taux auquel les grandes institutions financières se prêtent des fonds pour une journée. La Banque établit une cible pour ce taux, laquelle est communément appelée le taux directeur (*key interest rate*).

## Vers un nouveau système monétaire international

Comme le souligne Keynes, hormis les Etats-Unis, très peu de grands pays sont revenus, en 1923, à l'étalon-or, et les monnaies de la Grande-Bretagne, de la France, de l'Allemagne et le Japon sont toujours inconvertibles. Keynes propose donc d'introduire un nouvel étalon-or « ajustable et dirigé » qui reposerait sur une coopération étroite entre la Grande-Bretagne et les Etats-Unis. Il s'agirait selon lui d'un système totalement différent de celui qui existait avant 1914 :

« En vérité, l'or est déjà une relique barbare. Tous, du gouverneur de la Banque d'Angleterre jusqu'au plus modeste d'entre nous, nous avons un intérêt primordial à préserver la stabilité des affaires, des prix et de l'emploi et il est peu probable que nous sacrifions délibérément ces objectifs au dogme périmé qui a jadis été utile et qui disait : l'once d'or est à 3 livres, 17 shillings et 10 pence et demi. » (CW, 4, 138).

La proposition de Keynes s'appuie conjointement sur la théorie quantitative de la monnaie et sur la théorie de la parité de pouvoir d'achat récemment proposée par l'économiste suédois Karl Gustav Cassel. Si les prix intérieurs de deux pays peuvent être maintenus stables suffisamment longtemps, les taux de change de leurs monnaies doivent progressivement s'établir à leur parité de pouvoir d'achat. La politique de stabilité des prix sur la longue période peut se combiner avec la stabilité du change sur la courte période grâce à une « régulation » du prix de l'or par les deux Banques centrales :

« La possibilité pour la Banque d'Angleterre d'acheter ou de vendre de l'or à un prix d'intervention fixé régulièrement, maintiendrait stable le rapport livre/dollar, et le taux de change ne varierait pas pour un oui ou pour un non, mais seulement quand la Banque d'Angleterre aurait jugé qu'une modification du taux est nécessaire » (CW, 4, 149).

La Banque d'Angleterre qui dispose de trois instruments d'intervention : la fixation hebdomadaire du « taux de Banque » [le taux directeur de la Banque d'Angleterre], des prix d'achat et de vente au comptant (*spot prices*) de l'or et des prix d'achat et de vente à terme (*forward prices*) de l'or conserverait des réserves métalliques, mais celles-ci ne serviraient que de « trésor de guerre » en cas d'urgence et elles seraient totalement déconnectées de l'émission de billets. L'or, toujours monnaie internationale, aurait désormais un prix révisable qui contribuerait à la stabilité des prix intérieurs, tout en permettant aux autorités monétaires de contrôler le cycle du crédit. Keynes rappelle que « l'or permet d'effectuer une expérience sans pour autant rompre définitivement avec l'ancien système ». Ardent nationaliste, il ne veut surtout pas abandonner « le monopole de l'or » aux Etats-Unis.

Cet étalon-or « nouveau régime » serait « dirigé » conjointement par la Banque d'Angleterre et le Federal Reserve Board, les banques centrales des deux seuls grands pays à avoir, selon Keynes, une monnaie saine. Les autres pays seraient encouragés à accrocher (*peg*) leurs monnaies à la livre ou au dollar, en gérant des balances sterling ou dollar à Londres ou à New York.

La grande nouveauté du livre *Tract on Monetary Reform* est d'insister sur la recherche de la stabilité des prix par une politique monétaire active qui s'applique dans le cadre d'un système de taux de change fixes mais ajustables qui permet d'isoler le pays des influences extérieures. La réforme monétaire telle que la propose Keynes rompt radicalement avec la fiction d'une banque centrale passive telle qu'elle est présentée dans le *Cunliffe Report* de 1918. Mais le basculement va peut-être trop loin dans le sens de la monnaie « dirigée », si l'on en croit ce qu'écrivait Milton Friedman :

« Là où je suis en désaccord avec les idées exprimées dans *La Réforme monétaire*, c'est en ce qui concerne la méthode appropriée pour réaliser la stabilité des prix. Keynes était en faveur d'une monnaie dirigée et de taux de change dirigés – c'est-à-dire d'un contrôle discrétionnaire des autorités monétaires sur l'offre de

liquidités, de crédit et de devises – Ma propre conclusion, qui paraphrase la remarque de Georges Clémenceau sur la guerre, est que la monnaie est une chose trop sérieuse pour l’abandonner aux gouverneurs de banques centrales, ou aux économistes. » [M. Friedman, « *A monetarist reflects* », op. cit., p. 37].

---

## Encadré : Gustav Cassel et la parité de pouvoir d’achat

Gustav Cassel (1866-1945) est un important économiste suédois qui développe le système d’équilibre général de Léon Walras dans son ouvrage majeur *Theoretische Sozialökonomie* (1918), traduit en anglais en 1923 sous le titre *The Theory of Social Economy*. Cassel produit également plusieurs études sur les problèmes monétaires internationaux pour la Société des Nations qui sont reproduites sous le titre *The World’s Monetary Problems*, London : Constable & Co, 1921. C’est dans cet ouvrage que Cassel explique la théorie de la parité de pouvoir d’achat (PPA) : « S’il y a liberté des échanges entre deux pays A et B, un taux de change doit s’établir automatiquement entre eux et ce taux, hormis de petites fluctuations, doit rester stable tant qu’il n’y a pas de modification du pouvoir d’achat de ces monnaies et tant qu’aucune entrave spécifique ne soit introduite dans les relations commerciales. Mais aussitôt que l’inflation intervient dans la monnaie du pays A, et que le pouvoir d’achat de cette monnaie est donc diminué, la valeur de la monnaie A exprimée en B doit nécessairement être réduite dans les mêmes proportions (...) lorsque deux monnaies ont subi l’inflation, le nouveau taux de change normal sera égal à l’ancien taux multiplié par le quotient entre les niveaux d’inflation dans les deux pays » [*The World’s Monetary Problems*, pp. 36-37].

---

## Encadré : le Cunliffe Report

Le rapport Cunliffe, du nom du rapporteur du *Committee on Currency and Foreign Exchanges after the War* [Comité sur la monnaie et les marchés des changes après la guerre], est publié en 1918. Parlant de l’étalon-or tel qu’il fonctionne jusqu’en 1914, les auteurs du rapport expliquent : « Il existait donc un mécanisme automatique par lequel le volume du pouvoir d’achat du pays était continuellement ajusté aux prix mondiaux. Les prix intérieurs étaient automatiquement réglés en vue d’éviter des importations excessives. La création du crédit bancaire bénéficiait, sans danger, d’une liberté qui excluait toute interférence étatique, ce qui n’aurait pas été possible avec un système moins rigide ». Ils préconisent le retour à l’étalon-or à la parité d’avant-guerre comme objectif ultime, le retour devant s’effectuer sur une dizaine d’années et être soutenu par la cessation des emprunts gouvernementaux, des réductions des dépenses publiques et une limitation des émissions de billets.

---

## Les réactions mitigées à la publication de « La réforme monétaire »

Le livre de Keynes ne suscite pas de débat quant à l’opportunité du retour à l’étalon-or et les arguments de Keynes ne convainquent pratiquement personne : la position officielle est toujours d’appliquer les recommandations du rapport Cunliffe. Les commentaires qui accueillent l’ouvrage font preuve de scepticisme quant à la possibilité d’affranchir la Banque centrale de l’influence des hommes politiques, rappelant que « l’avantage de l’or, c’est qu’il empêche les politiciens de recourir facilement à la planche à billets », et ils expriment également des doutes quant aux qualités d’omniscience, d’incorruptibilité et de rigueur de jugement que devraient avoir ceux qui auront à « diriger » la monnaie : « Pour quelqu’un qui trouve souvent que ceux qui sont à la tête de nos institutions les plus respectables ne sont pas vraiment qualifiés pour leur tâche, M. Keynes montre une confiance surprenante dans l’efficacité des interventions humaines ».

Les grands banquiers internationaux sont encore plus inquiets des propositions de Keynes : « Keynes adore des divinités étranges et il propose d’abandonner définitivement l’étalon-or et d’y substituer une monnaie « dirigée » (...) Il est préférable d’avoir un étalon plutôt que de confier nos affaires à des économistes-journalistes », écrit Russell Leffingwell à Jack Morgan en septembre 1923. [Ron Chernow, *The House of Morgan*, Grove Press, 1990, p. 274].

Keynes se lance tout de suite dans un nouveau projet d’ouvrage d’économie monétaire, tout en consacrant ses talents de journaliste et de conférencier à populariser les thèses de « l’interventionnisme libéral » et à défendre l’inconvertibilité de la livre sterling. Keynes continue vainement à soutenir qu’il faut continuer à maintenir l’embargo sur les mouvements d’or – c’est-à-dire garder la livre inconvertible – car l’augmentation du cours de la livre qui s’accélère dans la fin de l’année 1924 est due, dit-il, à des facteurs « anormaux » - la politique d’argent bon marché (*easy money*) de la Réserve fédérale – qui disparaîtront dès que la Fed décidera de freiner la croissance.

Si la Grande-Bretagne revient à la convertibilité au niveau de 4,86 dollars, elle subira une déflation sévère. Après beaucoup d'hésitations, la décision de lever l'embargo est finalement prise par Winston Churchill, le chancelier de l'Echiquier, en avril 1925. Keynes publie dès le mois de juillet un pamphlet intitulé *The Economic Consequences of Mr. Churchill*, dans lequel il explique que la décision revient à surévaluer de 10 % la livre, et que les exportations anglaises ne pourront être maintenues que si les coûts de production diminuent de 10 %, ce qui ne manquera pas d'entraîner une résistance intense des travailleurs qui ne pourra être vaincue qu'au prix d'une « intensification sans limite du chômage ».

Le verdict de l'histoire est plutôt favorable à Keynes et la recherche contemporaine confirme généralement la surévaluation de la livre en 1925. [Voir par exemple J. Redmond, « *The Sterling Overvaluation in 1925; a Multilateral Approach* », *Economic History Review*, November 1984, pp. 520-532. Pour un avis opposé à celui de Keynes, voir K.G.P. Matthews, « *Was Sterling Overvalued in 1925 ?* », *Economic History Review*, November 1986, pp. 572-586].

## 1924 Keynes défend déjà la politique des « grands travaux »

En avril 1924, alors que le nombre de chômeurs indemnisés dépasse pour la première fois un million, l'ancien Premier ministre Lloyd George, dont la coalition libérale est écartée du pouvoir depuis les élections générales de 1922, demande dans les colonnes de la *Nation & Atheneum* le lancement d'une politique ambitieuse de grands travaux (routes, électrification) financés à hauteur de 100 millions de livres (environ 5 milliards d'euros 2007) par l'emprunt et l'impôt.

Keynes fait attendre ses admirateurs pendant plus d'un mois avant de réagir aux propositions de Lloyd George. Puis il publie successivement en mai et juin 1924 trois articles dans son hebdomadaire : *Does Unemployment Needs a Drastic Remedy ?* [Faut-il un remède énergique au chômage ?] ; *Government and Unemployment* [Le gouvernement et le chômage] ; *Does Unemployment Needs a Drastic Remedy ? Reply to the Critics* [Réponse aux critiques].

Dans le premier article, Keynes explique la situation bloquée de l'économie anglaise par « la mentalité hésitante, vacillante » des chefs d'entreprise qui « sont freinés par leur manque d'audace, qui manquent de conviction, qui guettent les signes de ralentissement ». « Nous avons besoin d'une impulsion, d'une secousse, d'une accélération », écrit Keynes qui rappelle les obstacles structurels que représentent, pour la création d'emplois, la faible mobilité de la main-d'œuvre, le poids des syndicats et les différences de salaires entre secteurs protégés et secteurs exposés à la concurrence internationale. « Nous devons chercher à recouvrir ces récifs par une marée montante de confiance et de courage. »

Keynes énonce, de façon journalistique, ce qu'il reprendra plus tard de manière plus sophistiquée : l'investissement dépend, pour une bonne part, de phénomènes psychologiques. Quand la confiance est faible, les entrepreneurs renâclent à investir. Plus il y a d'obstacles structurels, plus il est nécessaire de recourir à un stimulant extérieur pour que les investissements en capital repartent.

**Il ne s'agit pas d'une découverte « keynésienne » !** De nombreux économistes ont, avant Keynes, souligné l'importance de la psychologie et des anticipations pour expliquer les fluctuations économiques.

Dès 1826, John Stuart Mill, dans son livre *Paper currency and commercial distress* (*The collected works of J.S. Mill*, ed. J.M. Robson, Toronto: University of Toronto Press, Vol. 4, pp. 71-123) avait expliqué qu'il y a « une propension universelle des hommes (...) à surestimer ou sous-estimer les chances en leur faveur ».

De son côté, Arthur Pigou écrit que la cause déterminante des fluctuations cycliques se trouve dans « les oscillations périodiques du monde des affaires entre des erreurs d'optimisme et des erreurs de pessimisme » (*Is Unemployment Inevitable An Analysis and a Forecast: A Continuation of the Investigations embodied in 'The Third Winter of Unemployment'*, London: Macmillan 1924, p.103). Pigou reprendra cette théorie dans son livre *Industrial Fluctuations* (London : Macmillan, 1927) : « Les anticipations variées des chefs d'entreprise (...) et rien d'autre, constituent la cause immédiate et les causes directes ou les antécédents des fluctuations industrielles ». [Sur les « esprits animaux » qui, selon Keynes (TG, p. 163), sont « des impulsions spontanées qui nous poussent à agir plutôt qu'à rester inactifs », voir Koppl, Roger, « *Retrospectives : Animal Spirits* », *Journal of Economic Perspectives*, Summer 1991, pp. 203-210].

Dans son article *Does Unemployment Needs a Drastic Remedy ?*, Keynes évoque pour la première fois la thèse selon laquelle les capitalistes ont désormais peur d'investir et que l'Etat doit se substituer à eux :

« A la différence de ce qui se passait au 19<sup>ème</sup> siècle, il y a trop de contraintes qui pèsent sur le secteur privé. (...) Si on inventait aujourd'hui les locomotives à vapeur, je ne suis pas certain que, sans aide, le secteur privé construirait des chemins de fer. (...) Dans les circonstances présentes, on ne peut plus compter sur le laissez-faire pour apporter aux projets économiques les capitaux dont ils ont besoin ».

A plusieurs reprises, Keynes évoque « la rigidité excessive de l'organisation du travail par les syndicats ». Les allocations chômage, l'indexation des salaires, l'extension des droits syndicaux font que le travail n'est plus « fluide », mais « on ne peut rien y faire [si] l'entreprise privée est contrainte et menacée de multiples

façons » (CW, 19, 219). La seule solution est donc d'« abandonner le laissez-faire », cette fois pour réglementer les travailleurs, pourrait-on dire.

Une fraction du chômage est certes due à la politique monétaire de la Banque d'Angleterre qui cherche à faire monter le cours de la livre, mais le chômage massif ne peut disparaître que si un vaste programme de travaux publics est décidé par le gouvernement. Le financement de ce programme – Keynes reprend le montant de 100 millions de livres – peut se faire en affectant une partie des fonds de la Caisse d'amortissement de la dette, non au remboursement de la dette, mais aux travaux publics.

Dans l'article publié la semaine suivante sous le titre « Le gouvernement et le chômage », Keynes précise que ce n'est pas nécessairement l'Etat qui doit construire les logements et les routes et que le financement ne doit pas obligatoirement provenir des caisses publiques :

« L'évolution économique et politique doit conduire à une coopération entre l'initiative privée et le Trésor public (...) Le vrai socialisme du futur émergera de toute une série d'expériences qui ont pour but de découvrir les domaines respectifs appropriés de l'individu et du social. »

Dans le dernier article de la série, intitulé « Réponse aux critiques », Keynes cherche à montrer qu'il n'y a pas pénurie d'épargne en Grande-Bretagne, mais que l'épargne disponible est mal utilisée. Il présente pour la première fois la thèse selon laquelle l'Etat doit légitimement freiner les investissements à l'étranger :

« Selon moi, il y a de nombreuses raisons de penser que nos investissements à l'étranger sont actuellement excessifs et que ce n'est pas souhaitable. Nous prêtons trop bon marché des ressources qui nous font défaut. Notre attitude traditionnelle vis-à-vis des investissements à l'étranger doit être révisée ; il est grand temps de donner à ces prêts à l'étranger un vilain nom et de les appeler « fuite des capitaux » [Keynes reprend à plusieurs reprises cet argument populiste de « nationalisme économique ». Voir par exemple « *Foreign Investment and National Advantages* », *Nation & Atheneum*, 9 August 1924]. (...) Est-ce que ceux qui me critiquent ne pensent pas que si, au lieu d'avoir eu au cours des six derniers mois 10 millions de livres d'émissions d'obligations pour des investissements nouveaux chez nous et 50 millions pour des investissements à l'étranger, on avait eu l'inverse, cela aurait été sûrement mieux, en particulier pour l'emploi ? Je suis certain que ces critiques ne pensent quand même pas que l'Angleterre, c'est terminé, et qu'il n'y a plus rien à faire dans notre pays, alors qu'ils sont tous d'accord avec moi pour stimuler l'investissement chez nous. Comment y arriver ? C'est là où on arrive à mon hérésie, si on doit l'appeler ainsi. Je fais entrer l'Etat ; j'abandonne le laissez-faire, non par mépris pour cette bonne vieille doctrine, mais parce que, qu'on le veuille ou non, les conditions de son succès ont disparu » (CW, 19, pp. 219-229).

## 1925. Keynes définit « l' interventionnisme libéral »

En novembre 1924, tout de suite après la lourde défaite du parti libéral aux élections générales, Keynes prononce à Cambridge une conférence intitulée *The End of Laissez-Faire* [La fin du laissez-faire], dans laquelle il affirme, parfois de façon inquiétante, son projet de société corporatiste. « Keynes a une idée bien précise de son rôle dans le monde. (...) Keynes l'économiste se voit d'abord comme un éducateur et un conseiller persuasif, comme celui qui va rassembler toute l'information disponible et ainsi réverbérer l'opinion publique vers les politiciens qui 'ont des oreilles mais pas d'yeux'. Puis, lorsque sa position d'expert est établie, il se voit comme l'économiste scientifique, le technicien, le mécanicien qu'on appelle pour réparer la machine quand elle ne démarre pas », Elizabeth Johnson, « *John Maynard Keynes : Scientist or Politician ?* », *Journal of Political Economy*, January-February 1974, pp. 99-111.

Notons que les trois partis politiques anglais – conservateur, travailliste et libéral – proposent à de nombreuses reprises à Keynes d'être leur candidat, mais celui-ci préfère exercer en coulisses le rôle plus important de l'expert et du conseiller. L'idée générale du message de Keynes est que les « personnes qualifiées » sont en droit de contrôler socialement les comportements individuels, depuis les choix en matière d'épargne jusque et y compris la taille des familles et la « qualité » des descendants.

« Les individus n'ont pas, par définition, de « liberté naturelle » dans leurs activités économiques. Il n'y a pas de « convention » qui confère des droits perpétuels à ceux qui possèdent ou à ceux qui acquièrent. Le monde n'est pas gouverné d'en haut de façon à ce que les intérêts privés et l'intérêt social coïncident. On ne peut pas déduire des Principes économiques que l'intérêt individuel éclairé agit toujours en faveur de l'intérêt général. Il n'est pas vrai d'ailleurs qu'en général l'intérêt individuel est éclairé. Le plus souvent les individus qui agissent séparément pour atteindre leurs objectifs sont trop ignorants ou trop faibles pour les atteindre. L'expérience ne montre pas que les individus, lorsqu'ils appartiennent à une unité sociale, sont moins clairvoyants que quand ils agissent séparément. (...) Je pense que dans de nombreux cas la taille idéale pour l'unité de contrôle et d'organisation se trouve quelque part entre l'individu et l'Etat moderne. Je suggère donc que le progrès réside dans la croissance et la reconnaissance d'organismes semi-autonomes à l'intérieur des organismes d'Etat, dont le critère d'action dans leur domaine propre serait uniquement le bien public, et qui délibéreraient en faisant abstraction des motifs d'intérêt personnel (...) On peut dire que, dans

une certaine mesure, je propose de revenir aux conceptions médiévales d'organismes autonomes et distincts (...) [comme le sont] les universités, la Banque d'Angleterre, le Port de Londres, peut-être même les compagnies ferroviaires. (...) Un des développements les plus intéressants et les moins remarquables de ces dernières décennies a été la tendance des grandes entreprises à se socialiser. Un moment arrive dans la croissance d'une grande institution – une grande compagnie ferroviaire, une grande compagnie d'électricité, mais aussi une grande banque ou une grande société d'assurance – où les détenteurs du capital, c'est-à-dire les actionnaires – sont pratiquement séparés du management, avec comme conséquence le fait que l'intérêt personnel direct du management à réaliser le profit maximum devient tout à fait secondaire. Lorsque ce stade est atteint, la stabilité et la réputation de l'institution ont plus d'importance pour le management que la réalisation du profit maximal pour les actionnaires. [Keynes reconnaît que cette tendance à la socialisation ne présente pas que des avantages car « elle favorise le conservatisme et la disparition de l'esprit d'entreprise (...) [Mais] la bataille du socialisme contre le profit privé illimité est gagnée heure après heure, et c'est une évolution naturelle »] (...) Nous devons chercher à distinguer les services qui sont techniquement sociaux de ceux qui sont techniquement individuels. (...) La chose importante pour le gouvernement n'est pas de faire ce que font déjà les individus, et le faire un peu mieux ou un peu plus mal, mais de faire les choses qui actuellement ne sont pas faites du tout (...) Je pense que la solution au problème du chômage (...) se trouve en partie dans le contrôle délibéré de la monnaie et du crédit par une institution centrale, et en partie dans la dissémination à grande échelle des données concernant la situation des affaires. (...) Je pense qu'une prise de décision intelligente est nécessaire quant au niveau d'épargne qui est désirable pour la société, quant à la partie de cette épargne qui a le droit de sortir du pays sous forme d'investissements à l'étranger, et quant à la façon d'orienter cette épargne vers les canaux les plus productifs au niveau national. (...) Le temps est venu où chaque pays doit avoir une politique nationale quant à la taille de sa population. Une fois cette politique déterminée, nous devons prendre des mesures pour la mettre en application. Plus tard, la société devra s'intéresser non seulement au nombre de ses membres, mais également à leurs qualités innées. (...) Pour ma part, je pense que le capitalisme, dirigé intelligemment, peut probablement être rendu plus efficace pour réaliser des objectifs économiques que tout autre système alternatif envisageable, mais je pense que ce système est, sur de nombreux points, extrêmement critiquable».

[Dans leur livre publié quelques années plus tard, Adolf Berle et Gardiner Means affirment au contraire que la séparation de la propriété et du contrôle des grandes entreprises ne correspond pas à une « socialisation » comme le prétend Keynes. Voir A. Berle and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York : Harcourt, Brace, 1932].

Au moment où Keynes prononce la conférence sur « La fin du laissez-faire », ses finances sont remarquablement restaurées, puisque ses avoirs financiers qui s'étaient évaporés en mai 1920, s'élèvent désormais à 57 797 livres (environ 3 600 000 euros 2018). A 31 ans, Keynes a atteint son objectif de devenir un homme fortuné. Il ne fait à l'évidence pas partie des « individus trop ignorants ou trop faibles » que « l'unité de contrôle et d'organisation » doit aider : il est nommé First Bursar du *King's College* et il est désormais le responsable des finances de l'université, une fonction qu'il occupera jusqu'à sa mort.

Keynes prononce en juillet 1925 une conférence à Cambridge intitulée « *Am I a Liberal ?* » [Suis-je un libéral ?]. Il affirme qu'il lui est impossible d'être conservateur car « Le conservatisme ne mène à rien ; il n'a pas d'idéal ; il n'a aucun objectif intellectuel ; il n'est même pas capable de préserver de la décadence le niveau de civilisation que nous avons déjà atteint. » Keynes se demande ensuite s'il pourrait rejoindre le parti travailliste qui « Superficiellement est plus attirant (...) Mais c'est un parti de classe et cette classe n'est pas ma classe (...) Je peux être influencé par ce qui me semble être la justice et le bon sens ; mais la lutte de classes me trouvera du côté de la bourgeoisie éclairée. Mais, par-dessus tout, je ne pense pas que les intellectuels membres du parti travailliste exerceront un jour un contrôle suffisant ; l'essentiel sera toujours décidé par ceux qui ne savent pas du tout de quoi ils parlent ».

Keynes conclut : « Le parti libéral est encore le meilleur instrument du progrès futur – à condition d'avoir une direction solide et un bon programme ». Le parti libéral doit donc abandonner « l'individualisme vieillot et le laissez-faire » ; il doit développer « un nouveau libéralisme », « une nouvelle solution pour une nouvelle époque » permettant « la transition de l'anarchie économique à un régime qui cherche de manière délibérée à contrôler et à orienter les forces économiques dans l'intérêt de la justice sociale et de la stabilité sociale. »

En août 1925 Keynes épouse Lydia Lopokova et il se rend en Union soviétique pour rencontrer la famille de Lydia.

## 1926 Keynes, conseiller du Liberal Party

En septembre 1926, Lloyd George qui cherche à sauver le parti libéral moribond, lance une « Enquête sur

l'industrie britannique » à laquelle participe activement Keynes. Le Livre jaune issu de ces travaux est publié en février 1928 sous le titre *Britain's Industrial Future*. Les rapporteurs demandent la création d'un « Office public des investissements » chargé d'influencer ou de contrôler environ le cinquième de l'épargne nationale annuelle, et, en particulier, de surveiller les investissements à l'étranger. Le rapport demande également que soit accéléré le remboursement de la dette publique existante et que, simultanément, soient lancées de nouvelles émissions de bons du Trésor destinés à financer les nouveaux investissements. Il s'agit, dit le rapport, de remplacer progressivement « une dette inactive par une dette active » sans accroître le montant total de la dette publique. Le rapport ne signale pas que le remboursement anticipé de la dette, à solde budgétaire constant, passe nécessairement par une augmentation des impôts.

Le Livre jaune du parti libéral ne suscite guère d'échos favorables. Keynes reconnaît lui-même que le rapport est « deux fois trop long et [que] certains chapitres ne contiennent que du vent » et il reprend astucieusement le thème des '100 millions de livres' que le grand public peut facilement comprendre :

« Utilisons les ressources inactives pour accroître notre richesse. Lorsque les hommes et les machines sont inemployés, il est ridicule de dire qu'on ne peut pas s'offrir de nouvelles activités. C'est précisément avec ces hommes et ces machines que nous les paierons. Ce n'est que lorsque chaque homme et chaque usine seront au travail qu'il sera temps de dire qu'on ne peut plus rien se payer de plus (...) Nous avons l'épargne, les hommes et le matériel, et ça vaut donc le coup de faire des choses. C'est une idée vraiment pathologique de déclarer qu'on ne peut pas se les payer. »

L'argument porte et, en juillet 1928, Keynes peut écrire sans sourciller « *How to Organise a Wave of Prosperity* » [Comment organiser une vague de prospérité] dans le quotidien à grand tirage *Evening Standard* : « Quand on a des hommes au chômage, des usines qui ne tournent pas et plus d'épargne que ce qu'on utilise dans le pays, il est complètement stupide de dire qu'on ne peut pas se payer des choses. Car c'est avec les chômeurs et les machines arrêtées, et rien d'autre, que ces choses pourraient être faites. »

La polémique est lancée avec le gouvernement conservateur qui réplique en publiant en mai 1929 un Livre blanc sous le titre *Memoranda on Certain Proposals Relating to Unemployment*. L'argumentation gouvernementale, *The Treasury View* (le point de vue du Trésor) [Le Trésor est le ministère du gouvernement anglais chargé des finances publiques et, plus généralement, de la politique économique], est de demander d'où va venir l'argent du programme libéral : si le gouvernement emprunte l'épargne privée, ou s'il augmente les impôts, cela va nécessairement pénaliser par effet d'éviction les investisseurs privés en faisant monter les taux d'intérêt. Ralph Hawtrey, l'économiste en chef du Trésor, explique l'effet d'éviction en ces termes :

« L'argent emprunté par l'Etat représente une véritable épargne. En d'autres termes, il provient du revenu des consommateurs. Ce détournement d'une partie du revenu des consommateurs au profit de l'Etat a comme effet de diminuer d'autant la demande de biens et de services. » [R. Hawtrey, *Economica*, March 1925, p. 40. Ralph Hawtrey (1879-1971) est *Director of Financial Enquiries* au Trésor de 1919 à 1947. Ami de longue date de Keynes, il en critique souvent les positions qu'il juge aventureuses].

Le premier ministre Baldwin traduit cette explication en langage populaire : « Ou bien on [sous-entendu Lloyd George] vous prendra votre argent, ou bien on [sous-entendu Keynes] créera plus d'argent en faisant tourner la « planche à billets ».

## **1929 Keynes « invente » le « multiplicateur d'emploi » et redécouvre le « paradoxe de l'épargne » de Malthus**

Keynes répond au point de vue du Trésor en publiant la brochure *Can Lloyd George Do It ?* [Est-ce que Lloyd George peut y arriver (sous-entendu : à faire baisser le chômage) ?] dans son journal *The Nation and Athenaeum*. La plupart des articles qui figurent dans la brochure ont déjà été publiés, mais la nouveauté réside dans l'essai de quantification des effets en termes d'emplois des 'grands travaux' prônés par le parti libéral. Pour chaque emploi créé dans la construction routière ou dans le bâtiment, il y aura au moins un emploi supplémentaire dans le secteur des matériaux de construction, affirme Keynes, et comme ces emplois sont relativement peu qualifiés, les '100 millions de livres' doivent « à coup sûr » engendrer 500 000 emplois. Mais ce n'est pas tout :

« Le fait que les chômeurs actuels vont recevoir des salaires au lieu de toucher des allocations de chômage représente un accroissement du pouvoir d'achat effectif, ce qui va fournir un soutien général à l'activité économique. De plus, l'activité économique accrue doit engendrer à son tour un nouvel accroissement de l'activité, car les forces de la prospérité, comme celles de la dépression, suscitent des effets cumulatifs. (...) Il n'est pas possible de mesurer avec précision ces effets, [mais ils sont] d'une importance énorme, [telle que] les effets sur l'emploi d'un investissement donné seront beaucoup plus importants que ce que suppose le programme du parti libéral » (CW, 9, 106-107).

Ce passage permet de comprendre comment se réalise progressivement la « révolution keynésienne » :

Richard Kahn, un des jeunes « disciples » de Keynes à Cambridge, cherche à quantifier les effets cumulatifs des investissements publics initiaux, combien d' « emplois secondaires » sont engendrés par un montant donné d' « emplois primaires ». C'est le fameux « multiplicateur d'emploi » tel qu'il apparaît deux ans plus tard dans l'article « *The Relation of Home Investment to Unemployment* » [La relation entre l'investissement intérieur et le chômage] *Economic Journal*, June 1931, pp. 173-198.

Richard Kahn (1905-1989) est âgé de 25 ans lorsqu'il publie cet article qui sert de fondement au chapitre 10 intitulé « La propension marginale à consommer et le multiplicateur » de la *Théorie générale*.

Keynes s'attaque ensuite au « point de vue du Trésor » qui affirme que « les emplois créés par les programmes étatiques se substitueront tout simplement à d'autres emplois ». Il cherche donc à montrer que les fonds utilisés par le programme de Lloyd George ne ponctionneront pas d'autres dépenses d'investissement. Il existe, dit Keynes, trois sources de financement disponibles pour les investissements nouveaux : tout d'abord, les sommes jusque-là consacrées à l'assurance-chômage ; ensuite, les investissements à l'étranger qui peuvent et doivent être réduits ; enfin « l'épargne qui reste inutilisée par manque de débouchés d'investissement ».

Keynes reprend à son compte le « paradoxe de l'épargne » évoqué par Malthus en 1821 dans ses *Principes* : « Un pays ne s'enrichit pas par la simple action négative d'un individu qui ne consacre pas tout son revenu à la consommation. Un pays s'enrichit par les actions positives qui consistent à utiliser l'épargne aux fins d'augmentation du stock de capital national. Ce n'est pas l'avare qui devient riche, mais c'est celui qui dispose de son argent à des fins d'investissement rentable (...) Il n'y a aucune raison pour ne pas nous sentir libres d'être audacieux, d'être ouverts, d'expérimenter, d'essayer toutes les possibilités. Sur notre chemin, il n'y a guère pour s'opposer à nous que quelques vieux gentlemen dans leurs redingotes soigneusement boutonnées, qui ont simplement besoin d'être traités avec un peu d'irrespect et d'être renversés comme des quilles. Il est fort probable qu'ils apprécieront la chose une fois qu'ils auront surmonté le choc ! » (CW, 9, 123-124).

Keynes est confiant dans sa capacité à influencer l'opinion publique, et il est extrêmement optimiste quant aux perspectives électorales du parti libéral ; il parie qu'il y aura plus de 100 députés libéraux aux élections générales de mai 1929. Keynes perd une somme rondelette (160 livres, soit environ 10 500 euros 2018) sur ses paris électoraux.

Les libéraux n'obtiennent en fait que 59 sièges, les conservateurs 260 et les travaillistes 287.

## 1929. Keynes, le krach de Wall Street et la politique monétaire américaine

La réaction immédiate de Keynes à l'annonce du krach boursier d'octobre 1929 est d'affirmer, dans les colonnes du *New York Evening Post*, que les conséquences négatives seront temporaires :

« Il va y avoir une aggravation du chômage cet hiver, à cause du renchérissement du loyer de l'argent (*dear money*), [mais] on peut prévoir ensuite une période de détente monétaire (*cheap money*) qui sera favorable aux entreprises. [Grâce à cette baisse des taux d'intérêt], les entreprises pourront repartir, les prix des matières premières vont se raffermir et l'agriculture se portera mieux. » (CW, 20, 2-3)

L'analyse positive que Keynes fait des perspectives de l'économie américaine jusqu'en 1928 doit beaucoup à l'admiration qu'il porte aux politiques de stabilisation menées par le *Federal Reserve Board*, depuis que Benjamin Strong, le président de la Réserve fédérale de New York, en est la figure dominante.

[Cf. Lester Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker*. Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1958, et Priscilla Roberts, "*Benjamin Strong, the Federal Reserve, and the Limits to Interwar American Nationalism Part I: Intellectual Profile of a Central Banker, Part II: Strong and the Federal Reserve System in the 1920s*", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Spring 2000].

Keynes est convaincu que Benjamin Strong et la Réserve fédérale ont les moyens et la volonté d'empêcher une dépression sérieuse. A partir de 1928, Keynes et son partenaire financier Oswald Falk, chacun pour des raisons complètement différentes, commencent toutefois à s'inquiéter de la situation américaine. Comme de nombreux analystes financiers américains et européens, Falk pense qu'il y a de sérieux risques d'inflation aux Etats-Unis et il s'attend à ce que la Réserve fédérale réagisse en rendant le crédit plus coûteux, ce qui devrait avoir un effet dépressif sur les cours boursiers. Falk propose donc à Keynes de vendre l'essentiel des titres américains que possède la *National Mutual Life Insurance Company*. Dans la discussion assez tendue qui s'ensuit, Keynes soutient que le danger réel aux Etats-Unis n'est pas le surinvestissement, mais, au contraire le sous-investissement compte tenu du niveau très élevé de l'épargne américaine. Keynes réussit à convaincre son partenaire de ne pas liquider leur portefeuille de titres américains, car, selon lui, il n'y a pas de risque de surchauffe dans l'économie américaine. L'inflation, répète-t-il, trouve sa réalité dans l'évolution des prix, et, si l'on en croit l'évolution de l'indice des prix des matières premières, il n'y a aucun danger d'inflation, bien au contraire.

Cette assertion est confirmée par Milton Friedman : « L'effondrement économique de 1929 à 1933 fait que les années 1920 ne sont pas comprises. La croyance fort répandue selon laquelle ce qui a augmenté doit ensuite diminuer, et donc que ce qui diminue est obligé de le faire parce qu'avant il a augmenté, ajoutée à l'extrême envolée du marché financier, fait qu'on croit souvent que les États-Unis ont subi une inflation sévère avant 1929 et que la Réserve fédérale en a été le moteur. Rien n'est plus faux. En 1923, les prix de gros n'ont rattrapé que le sixième du déclin qu'ils ont subi en 1920-1921 et, à partir de cette date, ils baissent en moyenne de 1 % par an. (...) Loin d'être une décennie inflationniste, les années 1920 sont exactement l'inverse. », M. Friedman & Anna Schwarz, *A Monetary History of the United States*, Princeton University Press, 1963, p. 298.

La hausse des cours boursiers n'est pas la conséquence d'un excès d'investissement, mais elle est au contraire le signe d'un « gaspillage » de l'épargne. Mais lorsque les signes d'accroissement « spéculatif » des valeurs boursières se manifestent au début de l'année 1928, la politique monétaire de la Réserve fédérale prend une orientation nettement plus restrictive, comme le pressentait Falk. Avec l'augmentation par paliers du taux directeur de 3,5 % en janvier 1928 à 5 % en juillet 1928, la Réserve fédérale impose, selon Keynes, la déflation à l'économie américaine.

« Pourquoi la Réserve fédérale est-elle aussi inquiète de ce qui paraît être une situation raisonnablement saine ? Si on essaie pendant trop longtemps de freiner les positions spéculatives en renchérissant le loyer de l'argent (*dear money*), il se pourrait très bien que cet argent cher, en limitant les nouveaux investissements, n'entraîne une dépression économique générale. » (CW, 13, 71).

Là encore, Friedman donne a posteriori raison à ce qu'écrit Keynes en août 1928 : « Il n'y a aucun doute que le désir de freiner l'envolée du marché boursier a été une raison majeure, sinon dominante, des actions de la Fed en 1928 et 1929. Ces actions ont visiblement échoué à enrayer le boom boursier. Mais elles ont exercé une pression déflationniste certaine sur l'économie », *A Monetary History*, op. cit., p. 290.

Benjamin Strong, atteint de la tuberculose, est amené à suspendre ses fonctions et meurt en octobre 1928 sans avoir réussi à infléchir la politique monétaire de la Réserve fédérale.

Irving Fisher affirme en 1934 : « Le gouverneur Strong est mort en 1928. Je suis convaincu que, s'il avait vécu et si ses politiques avaient été poursuivies, nous aurions peut-être eu le krach boursier, mais sous une forme moins brutale, et surtout, après le krach, il n'y aurait sans aucun doute pas eu la grande dépression industrielle. », *A Monetary History*, op. cit., p. 413.

Mais Keynes, en dépit de ses craintes, continue à faire confiance au pragmatisme de la Réserve fédérale, alors que celle-ci est en train de mener « une politique monétaire inepte » puisque le taux d'escompte est relevé jusqu'à 6 % en août 1929.

Dans la conclusion du [chapitre 7](#) de *A Monetary History* intitulée “*Why Was Monetary Policy So Inept ?*” [Pourquoi la politique monétaire a-t-elle été aussi lamentable ?], Friedman et Schwarz écrivent : “A notre avis, la Fed n'aurait pas dû s'intéresser au boom du marché des actions (...) Si elle avait uniquement poursuivi l'objectif implicite de son communiqué de 1923 qui parlait de promouvoir une croissance économique stable, elle aurait été moins restrictive en 1928 et elle aurait permis à la masse monétaire de croître à un rythme correspondant à sa tendance historique. »

Keynes est quasiment ruiné, mais son explication des événements est pertinente : « J'attribue la dépression en premier lieu aux effets qu'a eu sur l'investissement la longue période d'argent cher (*dear money*) qui a précédé l'effondrement boursier, et ensuite, de manière annexe, à l'effondrement boursier lui-même » (CW, 6, 177).

Contrairement à ce que pourrait laisser penser l'évolution de ses avoirs qui sont amputés des trois quarts entre 1928 et 1930, Keynes n'est pas directement touché par le krach d'octobre 1929 : il ne détient à l'époque à titre personnel aucune action américaine, ce qui n'est pas le cas de la compagnie d'assurance *National Life* qui subit des pertes sévères, ce qui réjouit pas mal de personnes à la City où Keynes n'est guère populaire ! L'origine des difficultés financières de Keynes vient des marchés de matières premières sur lesquels il spéculait depuis 1922. Dans le courant de l'année 1928, Keynes spéculait à la hausse en prenant des positions longues sur l'étain, le coton, le maïs et le caoutchouc. Les marchés de matières premières s'orientent alors à la baisse et ils s'effondrent à la fin de l'année 1929 et, pour couvrir ses pertes, Keynes est obligé de vendre ses actions anglaises à un moment où les cours de la bourse de Londres suivent la tendance catastrophique de Wall Street : les titres de l'*Austin Motor Company*, qui constituent l'essentiel du portefeuille de Keynes passent ainsi de 21 shillings à 5 shillings en décembre 1929.

## **1930. Les sept propositions de Keynes pour sortir de la « crise »**

En septembre 1929, le nouveau gouvernement MacDonald a annoncé la création d'un comité réunissant



ministres, banquiers, hommes d'affaires et quinze « experts » dont l'incontournable Keynes. En janvier 1930, Keynes est nommé membre du *Economic Advisory Council*. Après la déroute électorale du parti libéral qui a singulièrement réduit son influence politique, Keynes peut écrire joyeusement à sa femme : « Comme tu l'as dit, je reviens à la mode ». Keynes reste membre de ce Comité et de son successeur, le *Committee on Economic Information*, jusqu'en 1939. Par l'intermédiaire de ce comité, les idées de Keynes influencent progressivement les hauts fonctionnaires du Trésor. L'ouvrage de Susan Howson and Donald Winch, *The Economic Advisory Council, 1930-1939*, Cambridge University Press, 1977, permet de comprendre que la « révolution keynésienne » ne survient pas ex nihilo lors de la publication de la Théorie générale.

Keynes a droit à un traitement de faveur au sein du Comité Macmillan (*Committee on Finance and Industry*), puisqu'il peut intervenir cinq jours d'affilée en février 1930 pour exposer ses idées sur les politiques économiques que devrait adopter le gouvernement anglais. Après avoir rappelé les liens qui existent selon lui entre la politique monétaire, l'épargne, l'investissement et le chômage, Keynes expose par ordre de mérite croissant ses sept « remèdes ».

Il évoque d'abord la **solution de la dévaluation de la livre**, pour l'écarter, sauf en dernier recours. Il semble étonnant que Keynes n'évoque pas sérieusement la possibilité d'abandonner l'étalon-or, alors qu'il a mené entre 1922 et 1925 une campagne tenace contre le retour à la convertibilité de la livre.

Roy Harrod, son biographe « officiel », dit que « Keynes pensait qu'il y avait des raisons sérieuses, méconnues de l'opinion publique, pour rester dans l'étalon-or : la confiance mondiale dans le marché londonien liée à l'idée que les balances-sterling détenues à Londres sont convertibles en or ». Robert Skidelsky explique de son côté : « Keynes était un économiste politique. Il inventait la théorie pour justifier ce qu'il voulait faire. Il savait que sa théorie devait apparaître utilisable aux hommes politiques et aux hauts fonctionnaires : facile à appliquer et bonne pour les retombées politiques. Mais il savait aussi que, quels que soient les avantages politiques, les politiciens sont rarement conduits à faire des choses que l'appareil d'Etat considère comme totalement impraticables ou carrément dangereuses ». Début 1930, il n'est pas encore politiquement correct de demander l'abandon de l'étalon-or. Ce sera fait sous la pression des circonstances en septembre 1931.

**La deuxième solution** serait « une réduction générale des revenus nominaux, qui s'appliquerait à tous les salaires, revenus, émoluments de quelque nature qu'ils soient ». Ernest Bevin, leader syndical qui participe au Comité, intervient pour demander quelle est la preuve que le coût de la vie va baisser. Keynes tient compte ultérieurement des remarques de Bevin lorsqu'il écrit dans la Théorie générale : « Tout syndicat opposera une certaine résistance à une amputation des salaires nominaux, si faible soit-elle [car] les réductions des salaires nominaux n'ont jamais ou presque jamais un caractère tout à fait général [et] tout individu ou groupe d'individus qui consent à une réduction de ses salaires nominaux par rapport à ceux des autres individus ou groupe d'individus subit une réduction relative de salaire réel, qui suffit à justifier sa résistance » (TG, pp. 39-40).

**La troisième solution** viendrait « de subventions aux entreprises en général ou à certains secteurs en particulier ». La proposition permet à Keynes d'expliquer que les aides financées par l'impôt devraient permettre de réduire les charges sociales qui pèsent sur les entreprises. Il rappelle que, pour les mêmes raisons, il n'est pas favorable à un relèvement des salaires les plus bas : « Si, pour des raisons humanitaires, on veut donner 100 millions de livres aux travailleurs les plus pauvres, il est beaucoup plus intelligent de leur verser au moyen de l'impôt que de fixer leurs salaires à un niveau plus élevé que cela rapporte à leurs employeurs ». Il est assez étonnant d'entendre le « vrai Keynes » critiquer le poids des charges sociales et s'opposer à une éventuelle fixation des bas salaires qui ne tiendrait pas compte de la productivité du travail. Cela ne devrait pas nous surprendre outre mesure, puisque Keynes admet sans rechigner le postulat fondamental de la « théorie classique de l'emploi » : « Le salaire est égal au produit marginal du travail. Ceci veut dire que le salaire d'une personne employée est égal à la valeur qui serait perdue si l'emploi était réduit d'une unité (...) avec cette restriction que l'égalité peut être contrariée, conformément à certains principes, par l'imperfection des marchés et de la concurrence » (TG, p. 31).

**La quatrième solution** passe par la « rationalisation » de l'industrie, en particulier lorsqu'il y existe des capacités de production excédentaires. Keynes, partisan de l'économie administrée, explique que le développement des cartels et des associations de producteurs peut favoriser la baisse des coûts de production et entraîner une augmentation de l'efficacité économique à long terme.

A la différence des précédentes, la cinquième solution proposée par Keynes - la protection douanière - ne vise pas à réduire les coûts de production des entreprises, mais à leur permettre d'augmenter leurs prix de vente. Keynes se prépare à annoncer publiquement qu'il est favorable aux mesures protectionnistes. Il explique que le libre-échange présuppose une économie « fluide » dans laquelle les emplois se répartissent en fonction des avantages comparatifs, exactement comme la politique monétaire présuppose la flexibilité des salaires pour être efficace : « Dès que ce lien [la fluidité] est brisé, l'ensemble de l'argumentation en faveur du libre-échange s'effondre ». Pour se dédouaner, Keynes affirme qu'il a « vraiment très peur de la

protection comme solution de long terme [parce que] c'est comme une drogue ; on n'arrive jamais à se débarrasser des tarifs douaniers une fois qu'on les applique » (CW, 20, 113-116).

**La sixième solution**, la politique de travaux publics financés par l'emprunt, est celle que Keynes préconise avec le Parti libéral depuis six ans. Pour que le message ne choque pas trop « les vieux gentlemen dans leurs redingotes soigneusement boutonnées », Keynes explique qu'il ne s'agit que de « réamorcer la pompe » (pump-priming) et qu'il ne recommande d'action permanente de l'Etat.

« L'investissement réalisé par l'Etat brisera le cercle vicieux. Si on peut arriver à faire cette politique pendant une paire d'années, cela aura comme effet, si mon diagnostic est exact, de restaurer les profits des entreprises à un niveau normal, et l'entreprise privée pourra repartir. Je pense qu'avant tout, on doit faire quelque chose pour restaurer les profits et ensuite compter sur l'entreprise privée pour poursuivre le mouvement » (CW, 20, 120).

Keynes commence à l'époque à évoquer la gravité de la récession internationale : « Le fait est que nous sommes maintenant dans les profondeurs d'un ralentissement international très sévère, un ralentissement qui fera partie des plus sévères jamais subis. Le grand public n'a pas encore pris conscience de cette situation. Une dépression de cette importance nécessitera une politique très active et déterminée, et pas simplement des variations passives des taux directeurs des banques centrales. » [Nation, May 1930].

**La septième solution**, qui dépend des partenaires de la Grande-Bretagne, repose sur « la concertation entre les grandes banques centrales, non seulement pour empêcher la poursuite de la baisse des prix mondiaux, mais surtout pour les faire remonter au niveau des revenus nominaux mondiaux et des coûts de production nominaux mondiaux » (CW, 20, 151). Le porte-parole du Trésor britannique Richard Hopkins déclare qu'il n'est pas opposé, en principe, à un plan de dépenses publiques, mais que « si un tel programme est impopulaire, si le sentiment du public est très négatif, cela peut conduire des gens à penser que la Grande-Bretagne est un mauvais endroit pour investir. (...) S'il faut emprunter à un taux très élevé, on perd très rapidement ce qu'on a pu gagner grâce au programme, car nombreux sont ceux qui vont penser qu'il vaut mieux investir son argent en Amérique ». Hopkins évoque ainsi les thèmes toujours contemporains de « crédibilité des politiques économiques » et de « confiance des marchés ». Keynes, toujours provocateur, propose alors qu'au lieu d'emprunter l'argent, le gouvernement fasse marcher « la planche à billets ». La réponse de Hopkins est très claire : « C'est fantastique ! Si j'ai de bonnes raisons de penser qu'un grand emprunt réalisé de façon normale peut entraîner un sentiment négatif du public, je peux difficilement imaginer ce qui se passerait si on recourait purement et simplement à l'inflation ». En fait, Keynes plaisante avec « Hoppy » pour lequel il éprouve un grand respect. C'est d'ailleurs Richard Hopkins qui fera venir Keynes au Trésor en 1940.

## 1930. Keynes explique le *Treatise on Money* au Macmillan Committee

Le *Treatise on Money* est publié en deux épais volumes - 787 pages au total - le 24 octobre 1930. Keynes écrit dans la préface : « Je pourrais faire mieux et beaucoup plus court si je devais recommencer ». A ses parents, il confie : « Le livre m'a pris sept ans (...) C'est un échec, j'ai changé tellement d'avis en l'écrivant qu'il n'y a pas d'unité. Mais je pense qu'il contient en abondance de la matière et des idées ». Le livre, qui n'est pas précédé par une campagne médiatique comme le sera la *Théorie générale*, se vend très mal.

L'idée principale du Traité – le premier ouvrage économique « sérieux » de Keynes - est de montrer que l'investissement et de l'épargne se déterminent de façon indépendante, que cette hypothèse permet d'expliquer les fluctuations économiques et que la politique monétaire a deux objectifs : la stabilité des prix et l'équilibre entre l'épargne et l'investissement. Si l'investissement est supérieur à l'épargne, il y a de l'inflation, explique Keynes. Si, au contraire, l'épargne est supérieure à l'investissement, c'est la récession. En période de récession, il convient donc d'encourager la dépense et de pénaliser l'épargne, c'est-à-dire de faire le contraire de l'idée habituelle qui est d'épargner plus quand les temps sont durs.

« On a l'habitude de penser que toute la richesse accumulée au monde a été péniblement édifiée par des individus qui se sont volontairement abstenus des plaisirs immédiats de la consommation, donc que cette richesse provient de ce qu'on appelle l'épargne. Mais il devrait être évident qu'à elle seule, la simple abstinence est bien incapable de construire des villes ou d'assécher des marais. L'abstinence des individus peut très bien ne pas accroître la richesse totale ; elle peut servir au contraire à accroître la consommation d'autres individus. Donc l'épargne de quelqu'un peut très bien conduire à une augmentation de la richesse, comme elle peut également très bien aboutir à ce que les consommateurs en aient plus pour leur argent. On ne peut pas le savoir avant d'avoir examiné un autre facteur économique. Ce facteur, c'est l'esprit d'entreprise. C'est l'esprit d'entreprise qui bâtit et qui améliore les richesses du monde. Mais, de la même façon que les fruits de l'épargne peuvent servir soit à l'accumulation du capital, soit à accroître la valeur du revenu nominal du consommateur, les dépenses nécessaires à l'esprit d'entreprise peuvent provenir de

l'épargne ou se faire au détriment du consommateur moyen. Pire, non seulement l'épargne peut exister sans l'esprit d'entreprise, mais dès que l'épargne dépasse l'esprit d'entreprise, elle en décourage clairement la reprise et elle crée un cercle vicieux par l'effet qu'elle a sur les profits. Si l'esprit d'entreprise est remis sur pied, la richesse s'accumule quoiqu'il arrive à l'épargne ; si l'esprit d'entreprise est assoupi, la richesse décline quoique fasse l'épargne.

L'épargne peut donc être l'aide et la nourrice de l'esprit d'entreprise. Mais elle peut tout aussi bien ne pas jouer ce rôle. Peut-être même qu'en règle générale elle ne le joue pas. Car l'esprit d'entreprise n'est pas directement lié à l'épargne, et le lien qui les unit fait fréquemment défaut. En fait, le moteur de l'esprit d'entreprise, ce n'est pas l'épargne, c'est le profit » (CW, 6, 132).

Quelques mois avant la parution du *Traité*, Keynes a eu l'occasion d'en expliquer les grandes lignes aux membres du *Macmillan Committee* lors de sa seconde journée d'intervention.

Un membre du comité pose la question suivante à Keynes : « Votre argument principal, c'est que l'épargne peut prendre de l'avance sur l'investissement, et vice versa ? ».

Keynes répond : « Non, ce n'est pas mon argument principal. Je disais déjà cela en 1913. Ma théorie vise surtout à expliquer les causes et les effets d'une telle divergence. En 1925, à l'époque où Mr. Robertson écrivait son livre *Banking Policy and the Price Level*, nous pensions tous les deux, dans nos discussions, que les écarts entre l'épargne et l'investissement ne pouvaient venir que de ce qu'on pourrait appeler une action d'inflation ou de déflation du système bancaire. Après avoir travaillé dans cette direction, je suis en fin de compte arrivé à la conclusion que ça ne marchait pas. J'ai trouvé que le phénomène pouvait se produire sans action visible de la part du système bancaire. »

Question du comité : « Vous voulez dire que l'écart [entre investissement et épargne] provient de ce que Mr. Robertson appelle « thésaurisation » et « déthésaurisation » ? »

Keynes : « C'est certainement une partie de l'explication. La grande faiblesse de la théorie quantitative de la monnaie, c'est qu'elle suppose que les gens acquièrent de la monnaie juste pour s'en débarrasser le plus vite possible. Mais la monnaie est aussi une réserve de valeur. »

Question du comité : « Pouvez-vous nous expliquer ce rôle de la monnaie ? »

Keynes : « La théorie orthodoxe suppose que la seule raison pour laquelle les gens épargnent, c'est-à-dire s'abstiennent de consommer, c'est pour pouvoir investir. Cela semble assez raisonnable ; après tout, on ne peut pas consommer des morceaux de papier ou de l'or ! Mais on se retrouve alors avec le problème du roi Midas [La légende veut que Midas ait reçu de Dionysos le pouvoir de changer en or tout ce qu'il touchait. Keynes reprend l'image du roi Midas dans la *Théorie générale*, p. 227.]. Je ne pense pas qu'il était complètement fou, même s'il semble nettement avoir présenté un cas extrême de personnalité sadique-anale. Lorsque les autres formes de richesse deviennent trop peu sûres, la thésaurisation peut représenter une alternative rationnelle à l'investissement, parce que, même si cela ne rapporte pas d'intérêts, ou très peu, ce n'est pas grave comparé au risque de perdre tous ses avoirs dans un investissement qui tourne mal. Si, pour une raison ou pour une autre, les gens décident de conserver une proportion croissante de leur épargne sous forme de liquidités, le pouvoir d'achat de la société baisse. Je qualifie cette situation de « sentiment baissier excessif », et je pense qu'une telle situation fait partie de nos problèmes ».

Question du comité : « Pouvez-vous nous expliquer davantage ce que vous entendez par sentiment baissier excessif ? »

Keynes : « Lorsque quelqu'un décide ce qu'il va faire de son épargne, il doit comparer les avantages qu'il y a à garder son argent sur un compte bancaire – les intérêts perçus, plus les avantages de la liquidité – ou à acheter des titres – l'appréciation du capital, plus les dividendes. Il peut s'abstenir d'acheter des titres immédiatement dans l'espoir d'éviter une perte ou de faire un profit s'il les achète plus tard. Sa « propension à épargner » dépend donc de ce que j'appelle son « sentiment haussier » ou « baissier », suivant qu'il pense que les cours des titres vont monter ou baisser. Si on s'attend à ce que le prix des titres baisse, l'épargne passe des « titres » aux « liquidités », et vice versa si on s'attend à ce que le prix des titres augmente. Une situation de « sentiment baissier excessif » apparaît lorsque ceux qui préfèrent actuellement ne pas acheter de titres – les ours (*bears*) – sont plus nombreux que ceux qui préfèrent en détenir – les taureaux (*bulls*). Le prix des titres va alors baisser conformément aux prévisions et cette baisse signifie que la demande d'investissements nouveaux va également baisser. C'est une des causes de ce que j'appelle « l'épargne qui prend de l'avance sur l'investissement ». »

Question du comité : « Est-ce là votre nouvelle théorie ? »

Keynes : « Non, ce n'en est qu'une partie. La majeure partie de la théorie se trouve dans le livre de Mr. Robertson, mais je suis le premier économiste, je pense, à avoir souligné le mobile spéculatif dans les décisions d'investissement qui découle de l'incertitude quant au prix futur des titres. Compte tenu de cette incertitude, l'investissement est pour une bonne part une question d'émotions, « d'esprits animaux » (*animal spirits*). L'investissement n'a que peu ou pas de rapports avec ce que la société décide de consommer ou d'épargner. Je sais de quoi je parle, car je joue moi-même à ce jeu depuis une dizaine d'années. La partie nouvelle de ma théorie est l'hypothèse selon laquelle l'épargne et l'investissement peuvent diverger même

s'il n'y a pas de changement dans le comportement de thésaurisation. Les décisions de thésaurisation et de déthésaurisation sont une des façons de créer cette divergence, mais elles sont loin d'être les seules. »

Question du comité : « Mais le taux d'intérêt doit sûrement baisser si l'épargne augmente ? »

Keynes : « C'est une autre hypothèse fautive. Qu'est-ce qui a pu se passer qui fasse baisser le taux d'intérêt ? Pourquoi diable le taux d'intérêt baisserait si le fonds d'épargne disponible pour l'investissement – par opposition à l'épargne disponible pour le simple troc de titres de propriété – n'est pas plus important qu'avant ? Evidemment, je suis d'accord avec vous qu'on peut toujours baisser le taux d'intérêt. Mais c'est le problème du système bancaire. Dans une économie fermée, il n'y a aucune difficulté à faire cela. Mais comme vont les choses maintenant en Grande-Bretagne, si la Banque d'Angleterre venait à baisser le taux d'intérêt, l'argent filerait à l'étranger et nous perdriions de l'or, ce qui ferait remonter le taux d'intérêt. ».

Nicholas Kaldor écrit : « Les auditions de Keynes devant le Comité Macmillan présentent un modèle macro-économique de l'économie britannique qui, sous certains aspects, est supérieur à celui proposé six ans plus tard dans la Théorie générale. L'analyse de Keynes fait explicitement référence à la Grande-Bretagne et elle examine le mode de fonctionnement de l'économie anglaise dans le cadre de ses propres institutions. Les exportations, la balance commerciale, les prêts à l'étranger, l'ajustement du commerce extérieur, les instruments utilisés par la Banque d'Angleterre sont tous mis en relation pour montrer comment le système peut engendrer une trappe de sous-emploi, en raison des taux élevés appliqués par la Banque d'Angleterre qui cherche à limiter les sorties de capitaux au niveau permis par les excédents commerciaux », Nicholas Kaldor, in A.P. Thirwall, *Keynes as a Policy Adviser* [Keynes, conseiller économique], Macmillan Press, 1980, pp. 8-9.

## Le rôle important à la Banque centrale dans le *Treatise on Money*

Comment éviter le cycle économique, ou du moins minimiser ses conséquences les plus fâcheuses ? La solution que Keynes préconise dans son ouvrage destiné aux universitaires et aux banquiers consiste plus à réduire les fluctuations des prix et de la production pour empêcher les décalages entre l'épargne et l'investissement qu'à lutter directement contre les effets de la récession.

Le premier tome du *Treatise on Money* intitulé « *The Pure Theory of Money* » est très « universitaire » dans le mauvais sens du terme. Les « Equations fondamentales » du chapitre 10 sur la différence entre l'investissement et l'épargne sont particulièrement emberlificotées. Le deuxième tome « *The Applied Theory of Money* » est par contre une excellente présentation du rôle des banques centrales, des marchés financiers et du système monétaire international.

La politique monétaire est donc l'instrument privilégié dans le *Treatise on Money*. Le fait que les politiques « keynésiennes » appliquées après la disparition de Keynes aient été aussi exclusivement associées à des mesures budgétaires s'explique par une « lecture » de Keynes qui se limite à un seul ouvrage, la Théorie générale, dont on a retranché en plus toute la partie « monnaie et incertitude ».

L'égalité de l'épargne et de l'investissement est la condition sine qua non de la stabilité du système économique, et Keynes rappelle dans le *Treatise* que l'objectif normal de la politique monétaire est de stabiliser le pouvoir d'achat de la monnaie. Les changements des comportements d'épargne et d'investissement produisent d'abord des effets sur les prix avant d'avoir des effets sur les quantités. La tâche essentielle du système bancaire est donc de compenser les fluctuations du niveau des prix en jouant sur l'offre de crédit. Keynes termine son ouvrage par des propositions de politiques économiques qui ne sont guère surprenantes, puisqu'elles reprennent pour l'essentiel ce qu'il écrivait en 1923 dans *La Réforme monétaire*.

L'argumentation de cette dernière partie est simple et pédagogique. Au centre du dispositif que présente Keynes se trouve la Banque centrale. Comme elle dispose de façon autonome de ses propres actifs, elle est en mesure de contrôler la quantité de monnaie et de crédit, ce qui lui donne la maîtrise du taux d'intérêt. Par la variation de ce taux d'intérêt – appelé le taux de la Banque (*Bank rate*) à l'époque de Keynes et le taux directeur dans la terminologie contemporaine – et par ses opérations d'*open market*, la Banque centrale devrait être en mesure de contrôler le taux d'investissement. Les opérations d'*open market* représentent le moyen par lequel la Banque centrale met en œuvre sa politique monétaire en achetant et vendant des obligations (en général des titres de la dette publique) sur le marché obligataire.

Keynes explique que les opérations d'*open market* permettent à la Banque de contrôler le volume de l'épargne en créant du crédit pour faire face aux éventuelles ponctions sur ces dépôts, et en empêchant une baisse des liquidités préjudiciable à l'activité économique. En agissant sur les taux courts – les taux du marché monétaire, le système bancaire est en mesure de contrôler les taux longs – les rendements obligataires – qui jouent un rôle crucial lors des décisions d'investissement. Keynes présente des données factuelles qui montrent, selon lui, que les taux courts ont une influence déterminante sur les taux longs :

l'argent « bon marché » (*easy money*) pratiqué par la Banque centrale fait baisser l'ensemble des rendements obligataires en raison des arbitrages qui s'opèrent entre les titres de créance de durées différentes, ce qui tend à égaliser leurs rendements et à aplatir la courbe des taux (*yield curve*). Keynes, en bon praticien du marché financier, considère que les anticipations de court terme sont volatiles :

« La valeur des titres dépend du sentiment du public et cette opinion est largement indépendante des conditions monétaires du moment. (...) Si tout le monde pense que les titres vont valoir plus, il n'y a aucune limite à l'augmentation des cours et aucun moyen efficace de l'enrayer en organisant une restriction des liquidités. (...) Toutefois, dès que le prix des titres a augmenté suffisamment, par rapport au taux d'intérêt à court terme, pour qu'apparaisse une opinion différente sur les perspectives d'évolution des cours, une position « baissière » va se développer et certains agents vont alors commencer à augmenter leur épargne liquide » (CW, 5, 229).

Par contre, Keynes soutient que les anticipations à long terme des agents sont relativement stables et qu'il n'est guère possible de les influencer grâce à la manipulation du taux d'intérêt par la Banque centrale. Dans la *Théorie générale*, comme on le verra, Keynes change radicalement d'avis sur ce sujet et il souligne à de nombreuses reprises que les anticipations à long terme sont très fragiles. L'effet des variations de taux n'est pas immédiat, mais Keynes est confiant dans le résultat : la Banque centrale a les moyens d'agir sur le comportement des investisseurs. Elle est donc en définitive capable de maintenir l'investissement total au niveau de ce que la société choisit d'épargner, ce qui, dans le scénario de Keynes, signifie que les prix ne s'écartent pas significativement des coûts et qu'il n'y a pas de profits « anormaux ».

L'enchaînement des phases du cycle économique décrit par Keynes est le suivant : « inflation des biens de consommation » (*commodity inflation*), « inflation de profit » (*profit inflation*), « inflation de revenu » (*income inflation*), « déflation des biens de consommation » (*commodity deflation*) ; « déflation de profit » (*profit deflation*) ; « déflation de revenu » (*income deflation*). L'action de la Banque centrale devrait pouvoir éviter l'apparition du cycle en stabilisant les prix des biens de consommation.

Keynes reconnaît que la Banque centrale est plus à même de maintenir l'équilibre préexistant que de rétablir les conditions d'équilibre lorsque la situation économique est perturbée. En effet, la Banque centrale n'est pas en mesure de déclencher une « déflation de revenu », c'est-à-dire de forcer les salaires réels à la baisse ; et elle peut difficilement sortir l'économie de la « déflation de profit » si le sentiment baissier est vraiment enraciné. En général, toutefois, la Banque centrale devrait pouvoir effectuer correctement sa tâche sans qu'il soit nécessaire d'en arriver au choix « entre la poursuite de la récession, et des actions de type socialiste par lesquelles le gouvernement enfile les chaussures des entrepreneurs qui sont trop frileux des pieds » (CW, 6, 334).

Dans cette description d'une banque centrale à la fois indépendante, efficace et au service de l'intérêt général, Keynes pense évidemment au *Federal Reserve Board* dont la politique est, selon lui, « un triomphe évident ».

Lorsqu'il écrit *Treatise on Money*, Keynes ne peut pas (ou ne veut pas) savoir que la Réserve fédérale a joué un rôle décisif dans le déclenchement et l'extension de la Grande Dépression. Il reconnaît que, dans le cadre du système monétaire international, tel qu'il fonctionne en 1930 selon le régime de l'étalon-or, la Fed n'a pas à se soucier d'un éventuel conflit entre l'objectif de stabilité des prix internes et l'objectif de stabilité du taux de change, puisque les Etats-Unis, comme la France, sont, à l'époque, des importateurs nets d'or.

## Comment organiser la stabilité monétaire internationale ?

Le problème de la contrainte extérieure est plus difficile à résoudre pour un pays comme la Grande-Bretagne, et Keynes propose un certain nombre de palliatifs pour contrôler les sorties de capitaux, comme l'introduction d'une taxation spécifique sur les revenus des avoirs à l'étranger, ou l'élargissement des « points d'or » de manière à laisser planer des doutes sur le futur taux de change de la livre. Le taux de change officiel de la livre sterling en dollar est, à l'époque et jusqu'en septembre 1931, \$ 4,86. Les « points d'or » (la fourchette des taux de change qui tient compte des coûts de transport de l'or entre la Grande-Bretagne et les Etats-Unis) sont \$ 4,827 et \$ 4,89 par livre. Keynes ne propose pas de sortir de l'étalon-or, mais d'ouvrir la fourchette que doit respecter la Banque centrale.

Dans le même temps, Keynes souligne les avantages – et les inconvénients – de la stabilité monétaire internationale :

« Il est évident que la conséquence principale d'un étalon-or international (ou de n'importe quel étalon international) est de garantir l'uniformité des évolutions des différents pays : tout le monde doit se conformer au comportement moyen des autres. L'avantage d'un tel système est qu'il proscrie les excentricités et les folies individuelles. Son défaut est d'empêcher les Banques centrales de faire face à leurs propres problèmes nationaux » (CW, 6, 256).

Le système de l'étalon-or international, tel qu'il fonctionne à l'époque, a donc des défauts évidents, mais

Keynes pense alors qu'il est possible de l'améliorer grâce à la création d'une organisation internationale chargée de le superviser. Keynes fait référence à la création de la Banque des Règlements internationaux (*Bank for International Settlements*) dont la création a lieu en 1930 :

« Il faut accepter, pour l'essentiel, le fait accompli d'un étalon international, et espérer progresser de ce point de départ vers une direction scientifique des contrôles centraux de notre vie économique – car c'est à coup sûr le système monétaire que je propose. (...) Si les obstacles à la création d'un étalon-or dirigé internationalement – un système comme celui que les résolutions de la conférence de Gênes ont proposé pour la première fois en 1922 – peuvent être surmontés dans un délai raisonnable, son objectif pratique devrait être l'administration de la valeur de l'or par une Autorité supranationale (*Supernational Management*), autour de laquelle s'organiseraient les systèmes monétaires nationaux, chacun ayant la possibilité de laisser fluctuer la valeur de sa monnaie locale exprimée en or à l'intérieur d'une fourchette de 2 % par exemple » (CW, 6, 302).

Keynes pense qu'il est possible de trouver un juste milieu entre l'autonomie nationale et l'adhésion à l'étalon international. A ses yeux, la condition essentielle est que le système monétaire international n'oblige jamais un pays à pratiquer une politique de déflation, c'est-à-dire ne fasse pas ce qu'inflige l'étalon-or à la Grande-Bretagne en 1930 :

« On a accusé les Etats-Unis et la France de ne pas respecter « les règles du jeu de l'étalon-or », lorsque, pour des raisons purement internes, ces pays ont choisi ces derniers temps une politique de crédit qui a attiré de grandes quantités d'or dans leurs réserves et qu'ils ont fait en sorte que ces entrées d'or ne les obligent pas à modifier leur politique. [Le *Federal Reserve Board* et la Banque de France pratiquent des opérations de « stérilisation de l'or » pour empêcher l'augmentation de la masse monétaire, ce qui est évidemment contraire aux « règles du jeu » de l'étalon-or international]. Mais c'est sans doute trop demander que de s'attendre à ce que ces pays sacrifient volontairement ce qu'ils pensent être leurs propres intérêts et qu'ils adoptent une politique de crédit qui conviendrait mieux aux autres pays. Je soutiens que la solution doit être cherchée dans l'obtention d'un compromis en vertu duquel l'adhésion à un étalon international serait combinée de façon régulière et légitime avec une dose raisonnable d'autonomie locale quant aux mouvements de capitaux » (CW, 6, 274).

Keynes propose comme « solution minimale » la possibilité pour les banques centrales de détenir la moitié au moins de leurs réserves légales en monnaies étrangères, ce qui assouplirait fortement le système de l'étalon-or. Comme « solution maximale », il défend la création d'actifs de réserves nouveaux que l'Autorité supranationale pourrait avancer aux banques centrales des pays ayant des difficultés temporaires de balance des paiements. Cette proposition faite par Keynes en 1930 anticipe les Droits de tirage spéciaux (DTS/SDR *Special Drawing Rights*) créés par le FMI en juillet 1969. [Cf. G.M. Henry, *Le FMI*, Paris : Editions Studyrama, 2006].

C'est dans ce paragraphe intitulé « Complications internationales » que Keynes mentionne enfin - et très brièvement - le soutien direct des dépenses d'investissement par l'Etat au moyen de « grands travaux » (*Public Works*) :

« C'est une arme qu'un pays peut utiliser lorsque son déséquilibre extérieur entraîne un chômage sévère (...). Dans une telle situation, les « injections » de la Banque centrale ne sont sans doute pas suffisantes [et] le gouvernement doit lui-même promouvoir un programme d'investissement » (CW, 6, 361).

Le Volume II du Traité intitulé « *The Applied Theory of Money* » constitue sans nul doute l'ouvrage classique de Keynes. En premier lieu, c'est un livre dans lequel Keynes réussit à présenter ses idées sans chercher à tout prix « une attaque frontale contre le conservatisme », et « sans diviser les forces d'intelligence et de bonne volonté ». De plus, le Traité contient une analyse développée et remarquablement intemporelle de la politique monétaire, une question que Keynes n'évoque que très sommairement dans son ouvrage suivant :

« L'existence du Traité à l'arrière-plan permet de comprendre le traitement plutôt superficiel de la théorie et de la pratique de la politique monétaire dans la Théorie générale (...). Le Traité a reçu un traitement plutôt sévère de la part des critiques, et la tendance chez les keynésiens, comme chez les anti keynésiens, a malheureusement été de l'oublier ». Harry G. Johnson, « *The General Theory after Twenty-Five Years* » [La Théorie générale vingt-cinq ans après], *American Economic Review*, May 1961, p. 4.

Cela explique que le deuxième ouvrage important de Keynes n'ait toujours pas été traduit en langue française...

## **Keynes prédit les années 2030 : *Economic Possibilities for our Grandchildren*** (Les époux Keynes n'auront pas d'enfant).

En marge de la publication de son ouvrage universitaire *Treatise on Money*, Keynes continue à publier régulièrement en brochures les conférences qu'il destine au grand public. Keynes compile ensuite ces textes

pour les éditer sous le titre *Essays in Persuasion*, London : Harcourt Brace, 1932.

Dans *Les perspectives économiques pour nos petits-enfants*, Keynes s'interroge sur « le niveau économique que nous aurons dans cent ans ». Il explique que la poursuite de l'accumulation du capital et du progrès technique devrait conduire, sauf guerres importantes et explosion démographique, à une multiplication « entre quatre et huit du niveau de vie en cent ans. (...) Cela signifie qu'à long terme, l'humanité résout son problème économique. (...) Si on se projette dans le futur, le problème économique, le combat pour l'existence, n'est pas le problème permanent de l'humanité ». (Les italiques figurent dans le texte original).

Le problème temporaire, dit Keynes, est celui du « chômage technologique », « le chômage dû à la mise en œuvre de moyens d'économiser le travail plus rapide que le rythme avec lequel on trouve de nouvelles utilisations au travail ». Depuis toujours, les hommes ont l'habitude de travailler et « pour la première fois, l'homme aura à affronter son problème permanent – comment utiliser ses loisirs pour vivre intelligemment et agréablement », mais, explique Keynes, « une semaine de quinze heures ou des journées de trois heures devraient facilement régler ce problème ». Keynes ajoute qu'il faudrait s'arranger pour que « le peu de travail qui reste à faire soit réparti le plus largement possible ». On reconnaît bien entendu dans toutes ces remarques l'inspiration idéologique des programmes économiques français de la fin des années 1990 qui visaient sans doute prématurément à « partager le travail ».

De plus, « le désir de posséder de l'argent – qu'il faut distinguer du désir d'avoir de l'argent comme moyen de profiter des plaisirs de la vie – sera reconnu pour ce qu'il est, une morbidité plutôt dégoûtante, une de ces propensions semi criminelles, semi pathologiques, que l'on confie en frissonnant au spécialiste des maladies mentales ». Keynes est fortement influencé par les idées freudiennes qui deviennent très populaires après la Première Guerre mondiale. Au cœur du dysfonctionnement du système capitaliste, on trouve, dit Keynes, une propension psychologique correspondant à « l'amour de l'argent », ou « l'instinct de thésaurisation ». Pour Keynes, ces traits correspondent à la notion freudienne du stade sadique-anal, et cette impulsion inconsciente modifie et distord le comportement rationnel. [E.G. Winslow, « *Keynes and Freud : Psychoanalysis and Keynes's Account of the "Animal Spirits" of Capitalism* », Social Research, Winter 1986, pp. 549-578].

C'est à la fin de cette conférence que Keynes, « l'agitateur d'idées », « le conseiller économique de la planète », prédit que les économistes devraient un jour devenir « des gens humbles et compétents, des spécialistes comme le sont les dentistes ».

## 1931. Keynes conférencier à l'université de Chicago

En mai et juin 1931, Keynes séjourne cinq semaines aux Etats-Unis où il est invité par la Harris Foundation à participer à un symposium intitulé "*The Economic Analysis of Unemployment* » à l'Université de Chicago. Ce qu'on appellera plus tard l'« Ecole de Chicago » combine alors une solide confiance dans l'économie de marché avec un soutien marqué pour les politiques de stabilisation, qu'elles soient monétaires ou budgétaires. Les économistes de Chicago, Frank Knight, Henry Simons et Jacob Viner, trouvent donc Keynes plutôt timoré en ce qui concerne le rôle que pourrait jouer la politique budgétaire aux Etats-Unis ! En janvier 1932, ces économistes envoient un télégramme au Président Hoover pour demander que la Réserve fédérale soit autorisée à utiliser des bons du Trésor au lieu de réserves en or pour garantir l'émission des billets, que la banque centrale pratique plus agressivement ses opérations d'*open market*, que la *Reconstruction Finance Corporation* se porte plus vigoureusement au secours des banques et que le gouvernement fédéral maintienne le programme de travaux publics au niveau atteint en 1930.

A l'époque où il donne ces conférences, Keynes reste en effet fidèle à l'analyse qu'il a donnée dans le *Treatise on Money*, et il soutient que, dans une grande économie fermée, comme le sont les Etats-Unis, une réduction des taux d'intérêt pratiqués par la Réserve fédérale est à elle seule suffisante pour assurer la reprise.

L'explication de la dépression internationale que donne Keynes est la suivante : la reprise économique est caractérisée essentiellement jusqu'en 1928 par « une extraordinaire soif de crédit à des fins d'investissement réel nouveau dans un contexte de taux d'intérêt élevés ». La prospérité qui s'ensuit est basée « sur l'immobilier, l'électrification et le développement conjoint du réseau routier et du parc automobile ». Cette vague de prospérité part des Etats-Unis, et elle s'étend pratiquement au reste du monde à l'exception de la Grande-Bretagne. De manière surprenante, l'inflation ne joue qu'un faible rôle durant toute cette période. La dépression qui suit n'est pas due au surinvestissement mais « à une extraordinaire imbécillité » des autorités monétaires. Les conditions économiques demandaient la baisse des taux, mais la Réserve fédérale les a augmentés pour calmer l'envolée des cours boursiers. Cette politique d'argent très cher aux Etats-Unis a des effets dépressifs dans le reste du monde.

Voilà, dit Keynes, « l'essentiel de l'explication de la Dépression (...) On peut résumer tout cela en disant qu'une reprise se produit quand l'investissement est supérieur à l'épargne, et une dépression quand l'épargne

est supérieure à l'investissement » (CW, 13, 343-367).

## 1931. La Grande-Bretagne abandonne l'étalon-or et Keynes devient protectionniste

A partir de juillet 1931, la livre sterling est attaquée par les spéculateurs et les réserves de la banque d'Angleterre diminuent dangereusement. Les grandes banques centrales – la Réserve fédérale et la Banque de France – rechignent à accorder des crédits à la Banque d'Angleterre tant que le gouvernement anglais n'a pas pris des mesures visant à rétablir l'équilibre budgétaire. Le gouvernement travailliste, qui ne possède pas de majorité au Parlement, refuse de réduire les allocations chômage et, de son côté, le parti libéral refuse l'augmentation des impôts, en particulier la mise en œuvre d'une taxe sur les importations.

Dans un article de mars 1931, Keynes, qui défendait jusque-là les vertus du libre-échange, annonce qu'il est favorable à l'introduction d'un tarif douanier de l'ordre de 15 % pour restaurer la position internationale de la livre, réduire le déficit budgétaire et accroître l'emploi.

La presse satirique publie une caricature de Keynes, sous le titre « Une performance remarquable. M. John Maynard Keynes, l'homme sans os, se tourne le dos et avale une purge », la purge étant représentée par un verre portant l'inscription « tarif douanier 15 % ».

Malgré la volte-face de Keynes, le parti libéral reste opposé à l'introduction d'un tarif douanier. Le gouvernement travailliste tombe le 23 août 1931. Le gouvernement d'union nationale qui lui succède propose un budget d'austérité qui n'enraye pas les attaques contre la livre. Le 19 septembre 1931, sous la pression des circonstances, la Banque d'Angleterre annonce que la convertibilité de la livre est suspendue. Keynes écrit aussitôt pour manifester sa joie :

« Il y a peu d'Anglais qui ne se réjouissent pas de la disparition de nos menottes dorées (*Golden Fetters*) (...) Car si le cours de la livre est déprécié de 25 %, cela réduit nos importations du même montant qu'un tarif douanier de 25 % ; mais un tarif douanier ne peut pas aider nos exportations et peut même leur faire du tort, alors que la dépréciation de la livre leur offre une prime de 25 % qui aide le producteur national par rapport aux concurrents étrangers. » [*The Sunday Express*, 27 September 1931].

Dans *The World's Economic Outlook* publié en mai 1932, Keynes se félicite de la décision anglaise d'abandonner l'étalon or, et il rappelle une fois de plus que la politique monétaire peut se révéler insuffisante : « La France et les Etats-Unis sont les deux seuls pays importants où l'étalon or continue à fonctionner. Cela signifie qu'il y a eu une très grande réduction de la pression déflationniste qui existait il y a six mois. (...) En Grande-Bretagne, le nombre de personnes employées a augmenté de 200 000 par rapport à l'année précédente. La Grande-Bretagne aujourd'hui est redevenue le producteur le meilleur marché dans le monde. (...) Nous allons entrer dans la phase d'argent bon marché. Je ne suis pas certain toutefois qu'elle sera suffisante pour amener une reprise suffisante de l'investissement. Si cela est le cas, il n'y aura pas d'autre moyen de sortir de cette interminable dépression qu'une intervention directe de l'Etat pour promouvoir et subventionner les nouveaux investissements ».

C'est à cette époque que Keynes annonce à ses étudiants de Cambridge que ses huit conférences ne s'intitulent plus « *The Pure Theory of Money* » [La théorie pure de la monnaie], mais « *The Monetary Theory of Production* » [La théorie monétaire de la production]. La question traitée est désormais celle à laquelle la Théorie générale cherche à répondre : comment se détermine le niveau de la production dans une économie monétaire ?

Les positions de Keynes se font plus stridentes à l'approche de la Conférence monétaire et économique organisée à Londres en juin 1933 par la Société des Nations. Keynes demande à tous les gouvernements d'adopter simultanément des programmes de dépenses publiques, grâce à l'octroi de certificats-or qui seraient émis par la Banque des Règlements internationaux en proportion de l'encaisse-or que les pays détenaient avant la crise. Ces billets ne seraient pas mis en circulation. Ils serviraient uniquement à renforcer les réserves des Trésoreries ou des banques centrales. [J.M. Keynes, "*The World Economic Conference*", *New Statesman and Nation*, December 1932].

La proposition de Keynes est sévèrement critiquée : « Par ce système, un pays pourra importer très au-delà de ses moyens ; il n'aura plus à se préoccuper si sa balance des comptes est, ou non, en équilibre. Avec ce système, ce ne seraient pas les débiteurs qui auraient à supporter les conséquences des imprudences qu'ils auraient pu commettre, mais bien les créanciers qui devraient subir les répercussions de ces imprudences, et à qui on demanderait de rétablir l'équilibre en dévaluant eux-mêmes leur monnaie. Il n'est pas possible de trouver un système plus injuste et plus immoral. », P.E. Flandin, « *Le plan de M. Keynes pour rétablir la prospérité* », Revue politique et parlementaire, juin 1933, pp. 441-450. [Pierre-Etienne Flandin (1889-1958) est premier ministre du gouvernement français en 1934-1935].

Keynes fait ensuite paraître un article fort dérangeant où il explique sa conversion radicale aux idées protectionnistes [*"National Self-Sufficiency"*, *The Yale Review*, Vol. 22, n° 4, June 1933, pp. 755-769] :



« Je suis d'accord avec ceux qui voudraient minimiser les relations économiques entre les nations. (...) Produisons au niveau national chaque fois que c'est raisonnablement possible, et, par-dessus tout, faisons en sorte que la finance soit principalement nationale. (...) Pour toute une palette sans cesse croissante de produits industriels, et peut-être aussi de produits agricoles, je me demande sérieusement si l'abandon de l'autosuffisance nationale suffit à compenser tous les avantages qu'il y a à rapprocher les produits et les consommateurs au sein de la même organisation économique et financière nationale. (...) Pour ce qui est des questions économiques de détail, je suis favorable à ce que l'on garde le maximum d'initiative et d'entreprises privées. Mais je suis désormais convaincu que le maintien du système de l'entreprise privée est incompatible avec le niveau de bien-être matériel auquel nos progrès techniques devraient nous amener (...). Pour toute une série de raisons, que je ne peux pas développer dans cet article, l'internationalisation économique, c'est-à-dire la libre circulation des capitaux et des produits, pourrait condamner mon pays au cours de la prochaine génération à avoir un niveau de prospérité matérielle beaucoup plus faible que celui qui pourrait être atteint avec un autre système. (...) Je ne soutiens pas tout ce qui est fait aujourd'hui dans le monde au nom du nationalisme économique (...), mais j'éprouve de la sympathie pour toutes les expériences désespérées qui se font actuellement, je souhaite qu'elles réussissent ; j'ai moi-même mes propres expériences à faire et, en dernière analyse, je préfère n'importe quoi à ce que les rapports financiers appellent ' l'opinion informée de Wall Street ».

Keynes parle de l'internationalisation économique, car le terme "mondialisation" (*globalization*) n'apparaît que dans les années 1940. Il condamne à l'époque l'expérience de la Russie soviétique : "Que Staline soit un exemple terrifiant pour tous ceux qui veulent faire des expériences", mais sa réprobation des autres partisans de l'autosuffisance, l'Italie fasciste et l'Allemagne nazie, est nettement plus nuancée : « Mussolini acquiert peut-être des dents de sagesse (...) l'Allemagne est à la merci d'irresponsables déchaînés, mais il est trop tôt pour juger ».

L'arrivée de Franklin D. Roosevelt à la Maison Blanche le 4 mars 1933 suscite l'enthousiasme de Keynes, car Roosevelt annonce dans son allocution inaugurale que « nos relations commerciales internationales, même si elles sont importantes, sont pour l'instant bien secondaires par rapport à la nécessité d'établir une économie nationale solide. Je suis décidé à faire en premier ce qui doit être fait en premier. Je ferai tout mon possible pour rétablir le commerce mondial, mais l'urgence des problèmes nationaux est telle qu'elle ne peut pas attendre ce rétablissement. » [Robert Dallek, *Franklin Roosevelt and American Foreign Policy, 1932-1945*, New York : Oxford University Press, 1979, p. 23].

Keynes apprécie particulièrement le « torpillage » de la Conférence économique de Londres par Roosevelt qui expédie un "câble" ravageur aux négociateurs anglais et français qui souhaitent limiter les fluctuations des grandes monnaies internationales : "Les vieux fétiches des soi-disant banquiers internationaux sont désormais remplacés par des efforts pour organiser les monnaies nationales de façon à donner à ces monnaies un pouvoir d'achat qui ne varie pas beaucoup en termes de marchandises. Je dirai franchement que les Etats-Unis cherchent à avoir un dollar qui, dans une génération, aura le même pouvoir d'achat que la valeur du dollar que nous espérons obtenir très bientôt. Cet objectif est plus important pour la bonne marche des autres pays qu'arriver à stabiliser le dollar pendant un mois ou deux par rapport à la livre sterling ou au franc." [Franklin D. Roosevelt, "Wireless to the London Conference", July 3rd 1933].

Comme d'autres économistes anglais favorables à l'intervention de l'Etat dans l'économie, Keynes envoie une « lettre ouverte » au Président Roosevelt qui est publiée dans le *New York Times* du 31 décembre 1933. Pour ne pas être en reste, les économistes de Oxford, entraînés par Roy Harrod, écrivent eux aussi au Président américain pour le féliciter pour sa politique expansionniste, pour son message à la Conférence de Londres et pour sa volonté de lancer des « grands travaux ». [Harrod et al. to F.D. Roosevelt, 20 November 1933].

Keynes, qui n'hésite pas à critiquer les mesures « hâtives et qui freinent probablement la croissance » du *National Industrial Recovery Act* (NIRA), recommande à Roosevelt de conserver le contrôle du taux de change du dollar « pour que la politique du change soit subordonnée aux besoins de la politique économique interne », de financer un vaste programme de dépenses publiques financées par le recours à l'emprunt, « la préférence étant donnée à des dépenses qui ont des effets rapides, comme la remise en état des voies ferrées », et de réaliser une baisse des taux d'intérêt à long terme, car « le renversement de tendance en Grande-Bretagne est largement attribuable à la réduction du taux d'intérêt à long terme (...) qui a été délibérément organisée par la politique d'open-market de la Banque d'Angleterre ».

Roosevelt fait répondre par son conseiller Felix Frankfurter, qui est alors professeur visitant à Oxford, que "Vous pouvez dire au professeur [Keynes] qu'en ce qui concerne les travaux publics, nous dépenserons deux fois plus lors de la prochaine année fiscale, mais qu'il y a une limite pratique à ce que l'Etat peut emprunter, en particulier parce que les banques font de la résistance passive sur presque toutes les places financières".

## 1934. Keynes rencontre le président Roosevelt

Keynes se rend à nouveau aux Etats-Unis en mai et juin 1934, il a l'occasion de rencontrer brièvement le Président Roosevelt, sans vraiment lui faire une grosse impression. Roosevelt confie que Keynes lui a débité toute une litanie de chiffres, et il pense que le célèbre professeur anglais est "un mathématicien plutôt qu'un économiste politique". De son côté, Keynes cherche à convaincre le Président américain qu'en période de dépression, il faut considérer comme positif le financement au moyen du déficit budgétaire et ne pas simplement le tolérer comme un mal inévitable. Il semble bien que Roosevelt ne soit pas complètement convaincu des bienfaits supposés des déficits budgétaires. [Sur le caractère indécis de la politique budgétaire de l'administration Roosevelt dans les années 1930, voir Brown, E. Carey, « *Fiscal Policy in the Thirties : A Reappraisal* », *American Economic Review*, December 1956, pp. 857-879]. Keynes présente ensuite à New York, sous une forme embryonnaire, la théorie de la demande effective et du multiplicateur qui est ultérieurement développée dans la Théorie générale. J.M. Clark, Alvin Hansen, Irving Fisher, Wesley Mitchell et Joseph Schumpeter sont présents lors de cette présentation new yorkaise

Dans une nouvelle « lettre ouverte » au Président américain datée du 5 juin 1934, Keynes s'adresse à l'opinion publique américaine et il demande que le gouvernement fédéral s'engage à emprunter 400 millions de dollars par mois pour financer des « travaux publics ». Cette somme, explique Keynes, « ne représente pas plus de 8 % du revenu national (sic) ; mais elle peut, directement ou indirectement, accroître le revenu national d'au moins trois à quatre fois plus (...) La plupart des gens sous-estiment fortement l'effet d'une dépense donnée, parce qu'ils ne pensent pas au Multiplicateur – c'est-à-dire à l'effet cumulé de l'augmentation des revenus individuels, parce que la dépense de ces revenus augmente les revenus d'autres personnes et ainsi de suite. »

Keynes profite de son séjour aux Etats-Unis pour étudier de visu le marché financier. Il trouve que les actions des *public utilities* sont particulièrement mal valorisées et il investit une large partie de ses avoirs en actions américaines de ce secteur, ce qui lui permet d'envisager sérieusement de doter Cambridge d'une salle de théâtre bien équipée. "Je pense qu'un petit théâtre de qualité, disposant de tous les équipements de scène moderne, est aussi nécessaire à notre compréhension du théâtre, avec ses liens complexes avec la littérature, la musique et l'esthétique, que ne l'est un laboratoire pour une science expérimentale. C'est une caractéristique remarquable de notre génération que d'avoir fait autant pour rétablir le théâtre à la place qu'il occupait au début du 17ème siècle dans les objectifs sérieux de l'Université", écrit Keynes en 1934.

Le *Cambridge Arts Theatre* est inauguré le 3 février 1936, la veille de la parution de la Théorie générale. Keynes a investi, sur ses fonds personnels, l'équivalent de 350 000 euros 2018.

---

## Encadré : Le New Deal

Le New Deal est le nom donné par le président Franklin Roosevelt à toute une série de programmes - et de promesses électorales - qu'il propose lors de son premier mandat 1933- 1937 dans le but de réduire la pauvreté, de réformer le système financier et de relancer l'économie. Le « premier » New Deal de 1933 met très rapidement en oeuvre des programmes qui concernent toutes les catégories sociales. Sont ainsi adoptées des mesures qui abolissent la prohibition de l'alcool, réforment de fond en comble le système bancaire, organisent des secours d'urgence, et surtout mettent en place la *National Recovery Administration* et l'*Agricultural Adjustment Administration*, deux organismes qui visent le relèvement des salaires et des prix industriels et agricoles.

Le « second New Deal » de 1935-1936 est beaucoup plus radical et il met en place des législations, toujours en vigueur, qui étendent l'exercice du droit syndical (National Labor Relations Act) et organisent un système de pensions de retraite et d'assurances chômage (Social Security Act). Contrairement aux idées reçues, le New Deal ne se caractérise pas par l'ampleur des travaux publics, ni par l'accroissement des déficits publics. En 1936, les dépenses publiques d'investissement sont revenues à environ 60 % de leur niveau d'avant 1929 ; quant à la dette publique, elle plafonne à environ 40 % du PIB, rapport déjà atteint à la fin du mandat du président Hoover. Voir William E. Leuchtenburg, *Franklin Roosevelt and the New Deal*, New York : Harper & Row, 1963.

---

## Encadré : Keynes sur Marx

"Mon sentiment sur Le Capital est le même que mon sentiment sur Le Coran ; je sais que ce sont des ouvrages historiquement importants, et je sais aussi que des gens, qui ne sont pas tous des idiots, considèrent ces ouvrages comme une sorte de pierre philosophale et qu'ils y trouvent leur inspiration. Mais quand je regarde ces bouquins, ça m'apparaît tout à fait inexplicable qu'ils puissent avoir un tel effet. (...) Quel que soit l'intérêt sociologique du livre [Le Capital], je suis certain que son intérêt économique est nul », écrit Keynes à G.B. Shaw en décembre 1935.

---

## La Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie

Dès le début de l'année 1935, Keynes envoie des copies de la première version de son manuscrit à toute une série d'économistes et de personnalités. Dans une lettre adressée au célèbre dramaturge socialiste George Bernard Shaw, Keynes : « Je pense que je suis en train d'écrire un livre de théorie économique qui va largement révolutionner – pas forcément d'un coup, mais dans les dix prochaines années - la façon dont le monde voit les problèmes économiques ».

*The General Theory of Employment, Interest and Money* est publiée le 4 février 1936 et les journaux en donnent très vite un résumé elliptique : L'économie est constituée de quantités agrégées de production qui résultent de flux agrégés de dépenses ; le chômage survient parce que les gens ne dépensent pas assez d'argent.

### La Théorie générale : un livre génial ?

On peut raconter de multiples façons l'histoire de *La Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. Le célèbre livre peut être considéré autant comme une œuvre d'art que comme un exposé aride de science économique. On peut, on doit le traiter comme une invitation à la réflexion plutôt que comme un livre de recettes pour résoudre les « crises ».

« Le livre est mal écrit, mal organisé. Les personnes qui ont acheté le livre en se basant sur la réputation de l'auteur se sont fait avoir de 5 shillings. Le livre peut difficilement servir de manuel. Il est prétentieux, polémique et agressif. Il est rempli de confusions et prétendues inventions (...) [Mais] quand on a finalement maîtrisé l'analyse, on trouve qu'elle est à la fois évidente et nouvelle. En bref, c'est l'œuvre d'un génie ». Paul Samuelson, « *Lord Keynes and the General Theory* », *Econometrica*, July 1946, pp. 187- 200.

En fait, les réactions initiales des économistes "installés" sont généralement négatives. Voir par exemple Viner, Jacob, « *Mr. Keynes and the Causes of Unemployment* », *Quarterly Journal of Economics*, November 1936. Les commentaires d'Alvin Hansen, Joseph Schumpeter, Wassily Leontief et Frank Knight sont quasi-uniformément négatifs. Keynes ne daigne répondre qu'au seul Viner avec son article de 1937 "*The General Theory of Employment*".

### La Théorie générale : une révolution scientifique ?

Dans son ouvrage inachevé *History of Economic Analysis*, Joseph Schumpeter parle des trois étapes qui constituent, selon lui, une révolution scientifique. L'œuvre maîtresse de Keynes peut être présentée en suivant ces trois étapes.

Il y a d'abord « l'action cognitive préanalytique qui fournit la matière brute sur laquelle va s'exercer l'effort d'analyse ». L'intuition de Keynes est de rejeter le postulat qui fait de l'économie la science des choix face à la rareté. Keynes affirme au contraire que l'économie politique doit s'intéresser à la logique des choix face à l'incertitude. Même si Keynes n'apprécie pas du tout Marx, le point de départ des deux livres « classiques » de l'hétérodoxie économique est assez similaire.

Tous deux reposent sur l'idée assez géniale en termes de communication – une vision, comme le dit Schumpeter – selon laquelle l'économie ne se comporte pas comme les économistes racontent qu'elle le fait, parce que les économistes font abstraction d'un élément fondamental.

Marx accuse les économistes de son époque de faire abstraction de l'exploitation et de la lutte des classes. Keynes accuse les économistes de son époque de faire abstraction de l'incertitude. Après l'intuition, arrive l'étape de la théorisation, c'est-à-dire, comme l'explique Schumpeter, « la conceptualisation du contenu de la vision, la fixation des éléments en concepts précis qui reçoivent des intitulés ou des dénominations de manière à conserver leur identité, l'établissements de relations (des théorèmes ou des propositions) entre ces éléments ». C'est l'étape où les deux auteurs inventent leur propre terminologie qui sert de signe de reconnaissance aux initiés. Marx parle ainsi de « composition organique du capital », de « reproduction élargie » ; Keynes invente de son côté les expressions de « préférence pour la liquidité », de « demande effective », de « multiplicateur d'investissement ».

La troisième étape est celle de la production d'un « modèle scientifique », une version épurée, abstraite de la théorie, qui ne contient plus que les variables spécifiées dans le modèle et les spécifications précises de leurs relations. Keynes, on le verra, se refuse à présenter le « modèle » de La Théorie générale sous forme mathématique et il en fait l'exposition purement littéraire dans le chapitre 18, la science économique ayant,

selon lui, le grave défaut de chercher à rendre parfaitement précis ce qui est en réalité vague et complexe. Dans l'article laudateur qu'il consacre au 10ème anniversaire de la publication de *La Théorie générale*, Paul Samuelson écrit malicieusement : « Il y a des raisons de penser qu'avant l'apparition des modèles mathématiques de Meade, Lange, Hicks et Harrod, Keynes lui-même ne comprenait pas vraiment sa propre analyse ». P. Samuelson, « *Lord Keynes and the General Theory* » !

Il est particulièrement difficile de raconter « l'histoire centrale » de *La Théorie générale*, car les éléments de la structure d'ensemble sont, dans une certaine mesure, disjoints et indépendants les uns des autres. La « vision » de Keynes – le rôle crucial de l'incertitude – ne se retrouve pas parfaitement dans la « théorie » ; la « théorie » n'est pas fidèlement retracée dans le « modèle » ; ni la « vision », ni la « théorie » ne justifient logiquement la méthode d'analyse choisie qui est celle de l'équilibre de courte période pendant lequel l'incertitude suspend ses effets.

## Keynes, le psychologue de l'économie

A son niveau le plus général, le livre peut être considéré comme une réflexion sur la société capitaliste contemporaine. Selon Keynes, c'est la « psychologie de la société », telle qu'elle est façonnée par la nécessité d'agir face à un avenir incertain qui crée le problème économique fondamental de l'humanité. Comme le futur est inconnu, et donc qu'on le craint, il existe un décalage croissant entre ce qu'on pourrait faire (le pouvoir de produire) et ce qu'on fait (le désir de consommer) ; on est ainsi incapable d'avoir « la belle vie » (the « *good life* »), qui est pourtant l'unique motif rationnel pour lequel on devrait faire des efforts. Heureusement que le « gouvernement » éclairé et bienveillant peut intervenir !

Ce drame psychologique complexe correspond étroitement à celui de la *Fable des abeilles* de Bernard Mandeville, que Keynes cite deux fois avec approbation (TG, 123, 354) : d'un côté, notre désir de consommer – le Vice – qui fait avancer les choses ; de l'autre, notre désir d'épargner – la Vertu – qui les freine. Le désir d'épargner n'est pas simplement lié, dit Keynes le psychologue, à la rationalité économique individuelle qui pousserait chaque individu à essayer de se ménager un futur plus prospère ; ce comportement reflète également une anxiété sociale généralisée vis-à-vis du futur et une incapacité malade à profiter du présent. Dans l'analyse sociologique de Keynes, l'épargnant ressemble donc fâcheusement à l'avare et au thésaurisateur, et il semble donc logique de favoriser l'évolution qui conduira à terme à « l'euthanasie du rentier et du capitaliste oisif » (TG, 370).

---

## Encadré : Keynes et Mandeville

Bernard Mandeville (1670-1733) est un médecin néerlandais qui s'installe à Londres en 1699 et qui, après avoir traduit les Fables de La Fontaine en anglais, publie ses propres poèmes satiriques qu'il développe dans sa fameuse *Fable des abeilles*, qui porte le sous-titre « vices privés, avantages publics » (*private vices, publick benefits*). La Fable explique que les vices comme le goût du luxe, la vanité, la jalousie, etc. conduisent tous à des avantages publics parce qu'ils encouragent l'activité économique. La Fable des abeilles a pu être considérée comme une apologie du laissez-faire, mais elle représente en fait une ébauche de la théorie de la sous-consommation dans laquelle la récession est déclenchée par une épargne excessive, alors que la consommation débridée constitue un précieux stimulant pour l'économie. Mandeville demande d'ailleurs que le gouvernement intervienne, au besoin par une politique protectionniste, pour promouvoir la consommation intérieure. De cette façon, « les vices privés peuvent être transformés en bienfaits publics grâce à l'intervention adroite d'un bon gouvernant ». On comprend tout de suite que Mandeville – comme Malthus – fasse partie des auteurs appréciés par Keynes.

---

## La Théorie générale comme pièce de théâtre

Dans « l'économie monétaire » que dépeint Keynes, on trouve deux catégories très différentes d'acteurs. D'un côté, les travailleurs qui consomment tranquillement à peu près tout ce qu'on leur octroie ; de l'autre, des capitalistes qui sont fébriles, anxieux et instables. Les capitalistes devraient investir et non thésauriser – c'est leur rôle dans la pièce, mais pour cela il faut qu'ils aient l'esprit d'entreprise – mais, le plus souvent, leur « propension à thésauriser » est plus puissante que « l'incitation à investir » qui les motive.

La raison de ce comportement « antisocial » provient de la nature de la décision d'investissement : comme le futur est parfaitement inconnu pour tous les agents, l'investissement ne peut être entrepris que s'il existe une « convention sociale » selon laquelle les faits actuels seraient des prédicateurs précis des événements futurs. Mais si la convention change, si « le pessimisme » triomphe de « l'espoir », si la morosité, la déprime s'installent, les capitalistes choisissent de ne pas investir et ils placent leur argent de manière à rester «

liquide ».

Dans l'économie monétaire, dit Keynes, la monnaie n'est pas simplement un moyen d'échange ; elle est avant tout une réserve de valeur qui représente à tout moment une alternative attractive à la consommation et à l'investissement. Le mécanisme psychologique de « la préférence pour la liquidité » détermine ainsi le résultat final de l'épargne et de l'investissement. C'est « le paradoxe de l'épargne », puisque la société s'appauvrit alors qu'elle consomme moins, car dans cette économie, c'est la dépense qui crée son propre revenu : le revenu correspond en fait à l'anticipation qui conduit les acteurs à faire ce qu'ils font. En d'autres termes, dans cette histoire, ne pas dîner aujourd'hui diminue la possibilité de pouvoir dîner demain...

Heureusement, le gouvernement – qui ressemble à s'y méprendre à celui de la Cité idéale de Platon - est là, et il peut agir sur le taux d'intérêt pour que la quantité de monnaie corresponde à l'état de « la préférence pour la liquidité ». Mieux encore, il peut « socialiser l'investissement », « enfiler les chaussures des entrepreneurs qui sont trop frileux des pieds ». L'intervention permanente du gouvernement permet ainsi à la société de ne plus avoir à subir les comportements versatiles d'une classe d'hommes d'affaires toujours prêts à spéculer ou à thésauriser.

## Keynes et « les classiques »

La *Théorie générale*, pièce de théâtre ou roman « noir », comporte également une attaque en règle contre un épouvantail composite que Keynes baptise « l'économie classique ». La méthode qu'utilise Keynes pour pourfendre cet adversaire mythique est caricaturale mais très efficace. Keynes veut absolument forcer les économistes à abandonner leur croyance – s'ils l'avaient jamais eue – en un système économique qui s'autorégule. Il invente donc, assez abusivement, une théorie réduite à quelques principes fondamentaux qu'aucun économiste n'a évidemment jamais osé assimiler au fonctionnement concret du système économique. Il a tout loisir ensuite de pourfendre à sa guise cet adversaire créé de toutes pièces pour les besoins de sa cause !

Keynes construit donc une représentation « classique » de l'économie globale dans laquelle les marchés, pourtant interdépendants, s'équilibrent sans aucune difficulté. Sur chacun des marchés, le raisonnement est le même : la confrontation de l'offre et de la demande aboutit à un ajustement grâce au mécanisme des prix. Keynes commence par le marché du travail sur lequel, pour les « classiques », la flexibilité des salaires suffirait à assurer le plein-emploi, un équilibre qui dépendrait uniquement des mécanismes d'ajustement du seul marché du travail.

La question que Keynes pose ensuite est de savoir si toute la production, obtenue par l'utilisation de la force de travail telle qu'elle vient d'être déterminée, peut être écoulee. La réponse est positive parce que la théorie « classique » des salaires – « les postulats classiques n'admettent pas la possibilité (...) du chômage « involontaire » - équivaut à la loi de Say, selon laquelle « l'offre crée sa propre demande » (TG, 32, 44).

Pour que la loi de Say se vérifie, il suffit ensuite de montrer que la production se répartit entre consommation et investissement de façon à ce que soit toujours vérifiée l'égalité entre l'épargne et l'investissement. Le raisonnement des « classiques » est toujours le même : « le taux d'intérêt, pour la tradition classique, est le facteur qui amène à s'équilibrer la demande d'investissement et le consentement à épargner » (TG, 186). Les « postulats de l'économie classique » sont enfin complétés, dit Keynes, par « la Théorie Quantitative de la Monnaie qui peut être énoncée dans les termes suivants : " Tant qu'il existe du chômage, l'emploi varie proportionnellement à la quantité de monnaie ; lorsque le plein-emploi est réalisé, les prix varient proportionnellement à la quantité de monnaie " » (TG, 297).

La loi de Say, à savoir « l'hypothèse d'égalité entre le prix de demande de la production dans son ensemble et de son prix d'offre », doit être regardée « comme le "postulat d'Euclide" de la théorie classique. Cette hypothèse admise, tout le reste en découle, les avantages sociaux de l'épargne privée et nationale, l'attitude traditionnelle vis-à-vis du taux d'intérêt, la théorie classique du chômage, la théorie quantitative de la monnaie, les avantages inconditionnels du laissez-faire dans le commerce extérieur et beaucoup d'autres choses que nous devons mettre en doute » (TG, 46-47).

Bien entendu, pour être certain de gagner, Keynes n'hésite pas à tricher sans vergogne ! Il se protège fort habilement contre d'éventuelles accusations de partialité en parsemant l'exposé qu'il fait des « principes de l'économie classique » de commentaires du genre « La théorie classique a été, croyons-nous, fondée sur deux postulats fondamentaux » ; « Telle est, si nous la comprenons bien, la substance du seul exposé détaillé qui existe de la théorie classique du chômage » ; « Il est vrai qu'on pourrait difficilement citer des passages comparables dans les derniers ouvrages de Marshall, d'Edgeworth ou de Pigou. La doctrine n'est plus énoncée aujourd'hui sous une forme aussi crue » ; « Il paraît difficile de trouver un exposé explicite » ; « Le raisonnement ne saurait être trouvé mot à mot ».

Jusqu'à la « révolution keynésienne » des années 1930, la théorie économique est, pour l'essentiel, composée de champs d'étude bien distincts appelés respectivement « théorie monétaire » et « théorie des

prix ». Comme Keynes l'écrit lui-même : « la division de l'économie en théorie de la valeur et de la distribution d'une part et en théorie de la monnaie d'autre part nous paraît erronée. (...) Aussitôt qu'on en vient à chercher ce qui détermine les volumes globaux de la production et de l'emploi, la théorie complète d'une économie monétaire est indispensable » (TG, 294). Il est donc parfaitement abusif de présenter les « principes de l'économie classique » pour les opposer à une « théorie de la production et de l'emploi dans son ensemble ».

Keynes pourrait opposer sa théorie à l'idée d'équilibre général développée dès 1877 par Léon Walras dans les *Eléments d'économie politique pure*, une présentation reprise par des économistes comme Gustav Cassel. Mais Walras et Cassel ne sont pas des adversaires intéressants pour Keynes : ils sont peu connus chez les économistes anglo-saxons. Pour Keynes, « La théorie de Walras et les autres du même style ne sont pratiquement qu'un tissu d'âneries » (KP : MM/19). De plus, Walras répète que « Cet état d'équilibre est un état idéal et non réel. Il n'arrive jamais que le prix de vente des produits soit absolument égal à leur prix de revient en services producteurs ».

La présentation très pédagogique de Keynes a gagné haut la main, puisqu'elle figure désormais dans tous les manuels de base de macro-économie qui présentent sans sourciller comme « théorie classique » des modèles dans lesquels les prix sont flexibles et la monnaie n'est qu'un simple instrument d'échange. Certains ouvrages plus populaires vont même jusqu'à baptiser de « théorie économique avant Keynes » l'articulation simpliste des trois équilibres sur les marchés du travail, des biens et des services et de la monnaie, que Keynes présente comme le résumé de « l'économie classique ». C'est le cas des livres très connus dans les années 1970 de M. Steward, *Keynes, Le Seuil*, 1969, et du « Que-sais-je ? », *Keynes et le keynésianisme* de P. Delfaud, PUF, 1977.

Dans son *Guide to Keynes*, Alvin Hansen, plus respectueux de l'histoire de la pensée économique, écrit : « Les étudiants débutants qui lisent la littérature actuelle sur la « révolution keynésienne » ont probablement l'impression que tous les économistes présentaient jusqu'en 1936 un solide front classique et orthodoxe. Rien n'est plus contraire à la réalité (...) Il y avait de nombreux dissidents », et Hansen cite pêle-mêle Tugan- Baranowski, Spiethoff, Wicksell et Aftalion comme auteurs qui s'intéressent aux cycles économiques et qui analysent « le rôle dynamique de l'investissement, la relation entre l'épargne et l'investissement, le processus des innovations, les délais qui apparaissent dans l'utilisation du capital fixe et la demande dérivée (...) en ce qui concerne le fonctionnement de l'économie dans son ensemble. » [*A Guide to Keynes*, McGraw-Hill Book Company, Inc, 1953, pp. 4-15].

Le plus surprenant sans doute dans cette attaque de Keynes contre « les Classiques » écrit William Baumol, est que « la « loi de Say » est d'abord et avant tout une étude des éléments favorables à la croissance économique à long terme et qu'elle ne concerne pas directement les problèmes de court terme de chômage et de surproduction. L'idée essentielle de l'argumentation de Say est que l'investissement (la consommation productive) est le moyen effectif de promouvoir la croissance, bien plus que ne le sont la consommation de produits de luxe, la construction de pyramides ou les dépenses militaires (consommation improductive). On tend de nos jours à penser que les arguments que Malthus oppose à Say sont, déjà, d' « esprit keynésien » et qu'ils sont donc « progressistes », et que la position de Say et de Ricardo est à l'opposé de l'échiquier politique. Dans le contexte du début du 19ème siècle, c'est l'inverse qui est vrai. Malthus se fait l'ardent défenseur des propriétaires fonciers contre la classe capitaliste montante. En face, Say et Ricardo cherchent à encourager les nouvelles activités industrielles et, avec elles, l'expansion de l'économie. Il est toujours dangereux d'interpréter l'orientation politique d'ouvrages anciens en se référant à la situation qui existe à l'époque du lecteur. » [William Baumol, « Say's (at Least) Eight Laws, or What Say and James Mill Really Have Meant », *Economica*, May 1977, pp. 145-162].

---

## Encadré : La Cité idéale de Platon

La Cité idéale de Platon se compose de trois classes, chacune remplissant une fonction spécifique : la classe des magistrats (ou gardiens), la classe des soldats (ou guerriers), la classe des ouvriers (artisans, laboureurs, marchands). La classe des magistrats est à la cité ce que la raison est à l'âme. Son rôle est donc de gouverner. La classe des soldats représente la volonté : sous l'autorité des magistrats, sa fonction est de défendre la cité contre d'éventuels ennemis extérieurs et de réduire les citoyens ordinaires à l'obéissance. Enfin, la classe des ouvriers, sous les ordres des instances supérieures, a pour fonction de produire tous les biens matériels dont la cité a besoin. Selon Platon, les individus ne peuvent pas occuper n'importe quelle fonction. Pour que la cité fonctionne correctement, il faut que chacun occupe la place qui convienne le mieux à ses aptitudes. Comment assurer cette juste distribution des tâches ? D'abord, en remettant entièrement à l'État la charge de l'éducation des enfants. C'est au tout début que seront sélectionnés les individus. Ceux qui démontrent une aptitude manifeste en science et en art ainsi qu'une propension à se dévouer aux autres, recevront une éducation élaborée pour devenir magistrats ; ceux qui sont plutôt

talentueux en gymnastique, tout en démontrant courage, discipline de soi et une capacité à comprendre et exécuter des ordres, seront instruits et formés pour devenir soldats. Les autres recevront une formation de plus courte durée pour devenir ouvriers.

---

## **Encadré : Keynes et la culture populaire**

Keynes n'aime pas les romans, ni les films "noirs", et, plus généralement, il déteste la culture populaire américaine. Lors de la création du *Arts Council* en juillet 1945, il s'exprime ainsi à la BBC : « En fournissant des salles de concert, des bibliothèques modernes, des théâtres et des centres artistiques, nous désirons garantir à nos concitoyens un accès complet au grand héritage culturel de notre nation. Que chacun puisse se distraire à façon dans l'aimable Angleterre (*merrie England*). A mort Hollywood ! ».

---

## **La Théorie générale décortiquée chapitre par chapitre**

L'introduction du livre (le chapitre 1) annonce la couleur en affirmant que « nous démontrerons que les postulats de la théorie classique ne s'appliquent qu'à un cas spécial et non au cas général (...) Son enseignement ne peut donc être que trompeur et néfaste ».

Le chapitre 2 est très important, puisque qu'il contient – avec le chapitre 19 – l'essentiel de ce que Keynes veut exprimer sur la façon dont le marché du travail se comporte face aux situations de déséquilibre. Les « économistes classiques » soutiennent, dit Keynes, que les travailleurs peuvent maintenir le plein-emploi en acceptant un salaire réel plus faible. Keynes accepte sans problème le premier "postulat classique" selon lequel le niveau de l'emploi est inversement corrélé au salaire réel par l'intermédiaire de la productivité marginale (TG, 53).

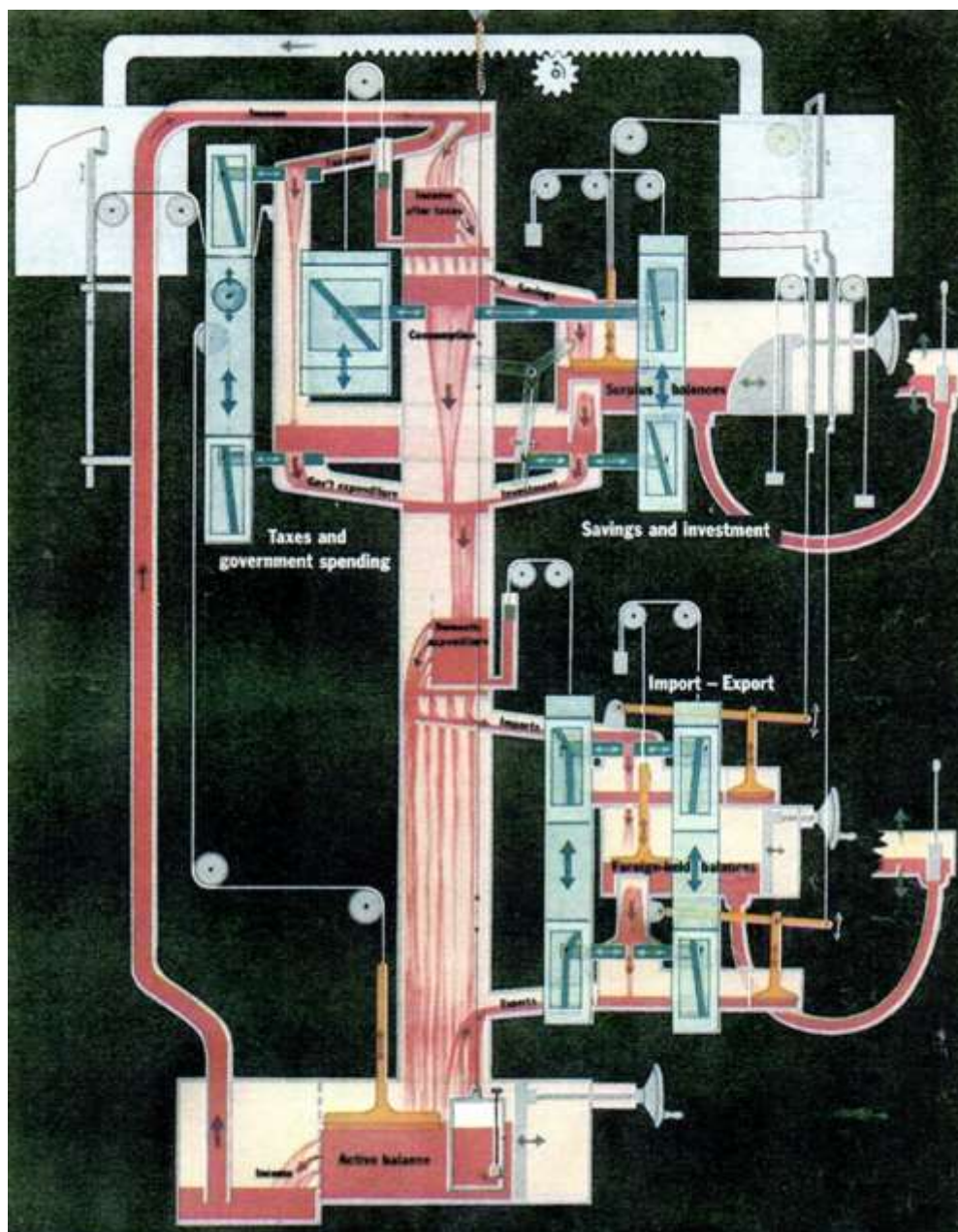
Mais ce n'est généralement pas possible, dit-il, car les négociations salariales se font sur la base des salaires nominaux et qu' « en cas de variation des salaires nominaux, les prix varient dans une proportion sensiblement égale, de telle sorte que le salaire réel et le chômage restent pratiquement inchangés » (TG, 38). Même dans une économie où les salaires nominaux seraient parfaitement flexibles, il pourrait y avoir du chômage involontaire : « L'Ecole classique, en supposant que les contrats de salaire peuvent déterminer le salaire réel, a fait une hypothèse illicite. (...) Car il se peut que la main-d'œuvre considérée dans son ensemble n'ait aucun moyen de réduire ses salaires réels à un chiffre donné en révisant les clauses monétaires des accords conclus avec les entrepreneurs » (TG, 39). Selon Keynes, le volume effectif de l'emploi n'est pas déterminé sur un marché où se rencontreraient symétriquement entrepreneurs et salariés ; il résulte d'une décision asymétrique des producteurs qui fixe à la fois le salaire réel et le volume de l'emploi. Le salaire réel pourrait baisser si les entrepreneurs décidaient d'augmenter le volume de l'emploi, mais ils n'ont (peut-être) pas envie de le faire. S'il y a du chômage, c'est donc uniquement de la faute des entrepreneurs et la réduction des salaires nominaux n'améliore pas nécessairement la situation de l'emploi : « Un déclin de l'emploi est nécessairement associé au fait que le travail reçoit un salaire équivalent à une quantité plus grande de biens de consommation, mais ce déclin ne résulte pas nécessairement du fait que le travail exige une quantité plus grande de ces biens ; et une disposition chez la main-d'œuvre à accepter des salaires nominaux plus faibles n'est pas nécessairement un remède au chômage » (TG, 43).

---

## **Encadré : Le keynésianisme « hydraulique »**

«Le keynésianisme "hydraulique" est un système dans lequel les prix en tant que tels ne fournissent pas les incitations auxquelles répondent les individus lorsqu'ils font des choix dont dépend le fonctionnement du système. Il y a un seul agent qui est en mesure d'exercer des choix délibérés et cet agent est, bien entendu, « le gouvernement ». Et c'est la croyance dans l'idée qu'il y a des relations stables entre les différents flux économiques qui fournit la base de la démonstration selon laquelle « le gouvernement » peut réaliser ses objectifs de politique économique et déterminer un certain niveau d'activité économique et, par là même, un certain niveau d'emploi. C'est la stabilité de ces relations agrégées qui donne au « gouvernement » les moyens d'influencer les flux qui ne sont pas sous son contrôle direct. En effectuant des choix délibérés sur les flux qu'il contrôle (par le truchement du budget), en prétendant stables les relations entre ces flux et les autres grandeurs qui représentent des objectifs de politique économique, « le gouvernement » peut, en principe, exercer un contrôle indirect sur tous ces flux. Voilà l'histoire du keynésianisme « hydraulique ». Quand on raconte cette histoire, elle ressemble à une victoire majeure de l'esprit humain qui correspond à une extension remarquable et irréversible du domaine d'action de la responsabilité politique. Au lieu d'accepter passivement le chômage et la récession, un peu comme on subit les caprices de la météorologie, on les considère désormais comme des éléments sur lesquels peut agir un acteur, l'Etat, pour les rendre plus

supportables. Comme idée, cela semble à la fois simple et bénéfique. Dès la fin de la Seconde Guerre mondiale, le keynésianisme « hydraulique » est rapidement assimilé dans les déclarations et les programmes de tous les partis politiques importants. En Grande-Bretagne, la transition essentielle entre le discours « keynésien » et la classe politique se fait lors de la publication en 1944 du livre *Full employment in a free society* de William Beveridge. Aux Etats-Unis, le Congrès adopte en 1946 l'*Employment Act* qui souligne la responsabilité du gouvernement dans le maintien d'un niveau « maximum de l'emploi » tandis qu'est créé le Council of Economic Advisors chargé d'éclairer le président. Voir Alan Coddington, "*Keynesian Economics: In Search of First Principles*," *Journal of Economic Literature*, 14:4, pp. 1258-73.



Le *Phillips Hydraulic Computer (MONIAC)* construit en 1949 par Alban William Phillips, économiste néo-zélandais plus connu pour ses travaux sur la relation entre l'inflation et le chômage, la célèbre « courbe de Phillips ».

A la fin du chapitre 2 de *La Théorie générale*, Keynes affirme, sans plus de précisions, que la totalité des coûts de production n'est pas nécessairement dépensée pour l'achat de la production et le chapitre 3 constitue un premier essai d'explication de ce déséquilibre : le principe de la demande effective.

La demande effective – trop souvent confondue avec la demande globale dans les présentations keynésiennes « hydrauliques » - est définie comme « la recette attendue, notée **D**, que les entrepreneurs espèrent tirer de la production, une fois fixé le volume de l'emploi **N** ».

Les entrepreneurs cherchent à maximiser leur profit, et « ils s'efforcent de fixer le volume de l'emploi **N** au niveau qu'ils estiment propre à rendre maximum l'excès de la recette **D** sur le coût de facteur **Z**» (TG, 49).



La recette attendue est donc « juste suffisante pour qu'aux yeux des entrepreneurs il vaille la peine d'offrir le volume d'emploi  $N$  ». Il y a donc deux fonctions (deux courbes) qui dépendent du niveau d'emploi : la courbe de l'offre globale  $Z = \Phi(N)$  qui représente le coût de la production en fonction de l'emploi, et la courbe de demande globale  $D = F(N)$  qui représente la recette attendue en fonction de l'emploi :

« Si, pour un certain volume de l'emploi  $N$ , la recette attendue est supérieure au prix de l'offre globale, c'est-à-dire si  $D$  est supérieure à  $Z$ , il y aura un mobile qui incitera les entrepreneurs à accroître l'emploi (...). Ainsi le volume de l'emploi est déterminé par le point d'intersection de la courbe de demande globale et de la courbe de l'offre globale, car c'est à ce point que la prévision des profits des entrepreneurs est maximum. Nous appellerons demande effective le montant de la recette attendue  $D$  au point de la courbe de demande où elle est coupée par celle de l'offre globale. Ceci constitue l'essentiel de la Théorie Générale de l'Emploi que nous nous proposons d'exposer » (TG, 49-50).

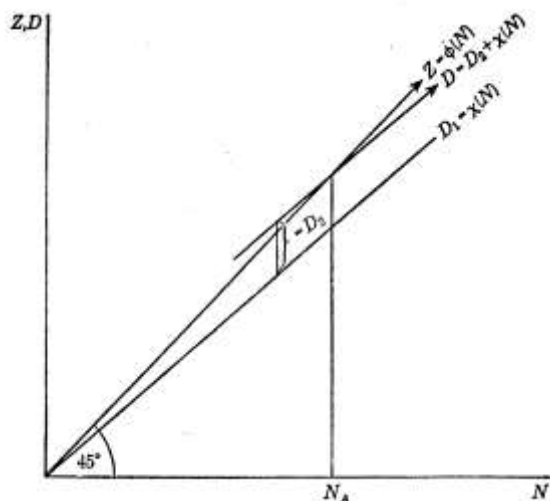
Keynes affirme donc que, dans l'économie capitaliste, les entrepreneurs fixent apparemment à leur guise le volume de l'emploi  $N$  de façon à maximiser leur profit, mais le volume qu'ils choisissent est en réalité déterminé par les caractéristiques du système. « C'est seulement dans un cas spécial que la demande effective se trouve associée au plein-emploi ; et pour que ce cas se réalise, il faut qu'il y ait entre la propension à consommer et la propension à investir une relation particulière » (TG, 52).

Le raisonnement de Keynes est le suivant :

« Lorsque l'emploi  $N$  croît, le revenu global  $D(N)$  augmente. Or l'état d'esprit de la communauté est tel que, lorsque le revenu global croît, la consommation globale  $D_1$  croît mais non du même montant que le revenu. [On retrouve le psychologue Keynes qui soutient que "les hommes tendent à accroître leur consommation à mesure que le revenu croît, mais non d'une quantité aussi grande" (TG, 115). Le grand bourgeois Keynes n'a évidemment jamais connu de situation de surendettement].

Les entrepreneurs réaliseraient une perte si l'emploi supplémentaire était consacré en totalité à produire des biens de consommation. Pour qu'un certain volume d'emploi  $N$  soit justifié, il faut donc qu'il existe un montant d'investissement courant  $D_2$  suffisant pour absorber l'excès de la production totale  $D$  sur le volume  $D_1$  que la société désire consommer lorsque l'emploi se trouve à ce niveau  $N$ . Car, faute d'un tel montant d'investissement, les recettes des entrepreneurs seraient inférieures au chiffre nécessaire pour les décider à offrir le volume d'emploi  $N$ . Il s'ensuit que pour une valeur donnée  $\chi$  de ce que nous appellerons la propension à consommer, c'est le montant de l'investissement courant  $D_2$  qui détermine le niveau d'équilibre de l'emploi » (TG, 51).

Dans son ouvrage *A Guide to Keynes*, Alvin Hansen propose le graphique suivant pour montrer comment le niveau d'emploi réalisé  $N_A$  est déterminé par l'intersection de la fonction de demande  $D = D_2 + \chi(N)$  et la fonction d'offre  $\Phi(N)$ .



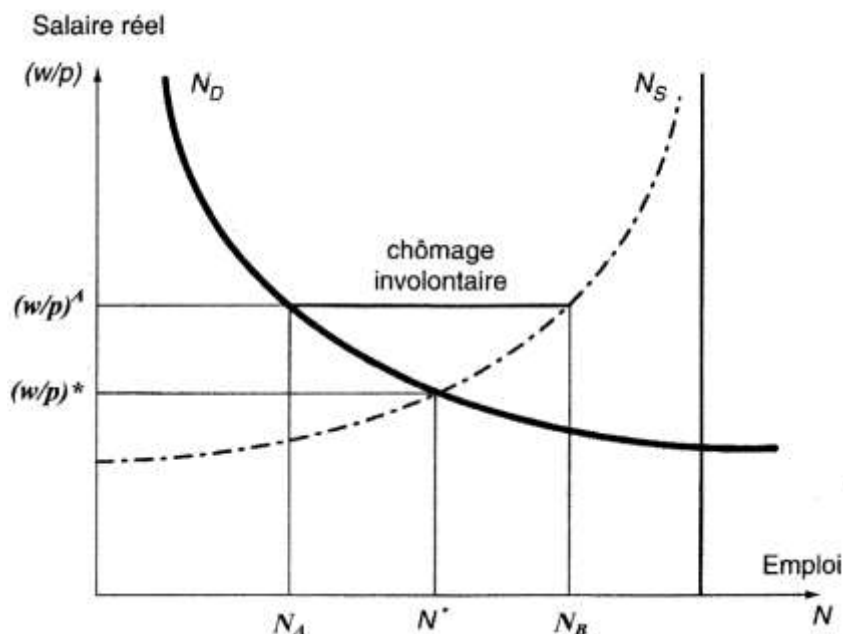
Ce graphique ne figure pas dans *La Théorie générale*

Le raisonnement de Keynes se visualise ainsi. Lorsque les entrepreneurs décident d'offrir un volume d'emploi  $N$  telle que leur prévision de profit soit maximale, ils ont déjà décidé par ailleurs du montant de l'investissement  $D_2$  et ils connaissent le coût de la production  $Z(N)$  et la consommation  $D_1 = \chi(N)$ . Il ne leur reste plus qu'à « regarder » où se coupent les courbes  $D = D_1 + \chi(N)$ .

Tout se passe donc comme si les entrepreneurs pris dans leur ensemble pouvaient calculer à l'avance les recettes et les coûts qu'ils peuvent espérer que chaque volume d'emploi possible. Comme seule la dépense d'investissement  $D_2$  peut combler l'écart grandissant entre l'offre globale  $Z$  et la dépense de consommation  $D_1$ , il est clair que le système économique risque de se retrouver en équilibre stable pour un niveau d'emploi  $N_A$  inférieur au plein-emploi. C'est le résultat que Keynes souhaite mettre en évidence :

« Si la propension à consommer et le montant de l'investissement nouveau engendrent une demande effective insuffisante, le volume effectif de l'emploi sera inférieur à l'offre de travail qui existe en puissance au salaire réel en vigueur ; le salaire réel d'équilibre sera supérieur à la désutilité marginale du volume d'équilibre de l'emploi. Cette analyse nous explique le paradoxe de la pauvreté au sein de l'abondance. Le seul fait qu'il existe une insuffisance de la demande effective peut arrêter et arrête souvent l'augmentation de l'emploi avant qu'il ait atteint son maximum » (TG, 54).

On peut traduire graphiquement ce qu'affirme Keynes en utilisant les fameux « ciseaux » de son professeur d'économie à Cambridge.



Ce graphique ne figure pas dans *La Théorie générale*

La représentation marshallienne du marché du travail comporte très « néoclassiquement » une courbe d'offre de travail  $N_S$  (en pointillé) et une courbe de demande de travail  $N_D$  (en gras).

Si ce que Keynes appelle « les deux postulats fondamentaux de la théorie classique de l'emploi » étaient valides, le marché du travail convergerait vers la situation d'équilibre  $[(w/p)^*, N^*]$  où ne peuvent apparaître que du chômage « de frottement » et du chômage « volontaire ».

Keynes affirme au contraire que les entrepreneurs déterminent le volume de l'emploi offert  $N_A$  et le salaire réel  $(w/p)^A$ . La conséquence de la détermination asymétrique du volume de l'emploi est évidente : il y a du chômage « involontaire », puisque, en utilisant les notations du graphique : « le volume effectif de l'emploi  $N_A$  sera inférieur à l'offre de travail  $N_B$  qui existe en puissance au salaire réel  $(w/p)^A$  en vigueur » (TG, 54). Les trois premiers chapitres de *La théorie générale* sont donc bien résumés par les deux graphiques ci-dessus.

## L'égalité épargne-investissement

Selon Keynes lui-même, les chapitres 4 à 7 qui constituent le Livre II « ont le caractère d'une digression » (TG, 52), mais ils servent à préciser les propriétés du modèle. Le résultat paraît mince : « nous appellerons unité de travail l'unité dans laquelle la quantité d'emploi est mesurée ; et le salaire nominal de l'unité de travail sera dénommé l'unité de salaire » (TG, 63) ; « les changements des prévisions à court terme ne sont pas, en général, (...) violents ou rapides », tandis que « les prévisions à long terme sont sujettes à des révisions soudaines » (TG, 68,72) ; « Revenu = valeur de la production = consommation + investissement  
Épargne = revenu – consommation  
Donc, épargne = investissement » (TG, 83). « Comment l'identité de l'épargne et de l'investissement se concilie-t-elle avec la « liberté » dont jouit chaque individu d'épargner ce qui lui plaît sans tenir compte de ce que lui-même ou les autres peuvent investir ? L'explication réside essentiellement dans le fait que l'épargne, comme la dépense, est à double face » (TG, 104).

La réponse de Keynes, assez emberlificotée, repose sur l'idée que les décisions d'épargne et d'investissement peuvent diverger, mais que les montants réellement épargnés et investis sont toujours égaux ex post, parce que toute divergence produit immédiatement un ajustement égalisateur du revenu global.

## La propension à consommer

Dans le chapitre 8, le premier des trois chapitres du Livre III à traiter de la « propension à consommer », Keynes fait de la consommation à une période donnée « une fonction assez stable, à condition qu'aient été éliminées les variations du montant nominal de l'unité de salaire » (TG, 113). « La stabilité du système économique repose essentiellement sur la prédominance pratique de cette loi » (TG, 115). La forme de la fonction de consommation est expliquée par « la 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 » (TG, 114). Comme on le verra, la fonction de consommation keynésienne est remise en cause dès les années 1950 par les travaux de Franco Modigliani et de Milton Friedman.

Et c'est là où réside, selon Keynes, « l'impasse ultime » : « chaque affaiblissement de la propension à consommer (...) diminue forcément la demande de capital aussi bien que la demande d'objets de consommation » (TG, 124).

On retrouve la vision pessimiste du développement économique qui fait dire à Keynes :

« Chaque fois que nous assurons l'équilibre d'aujourd'hui en augmentant l'investissement, nous aggravons la difficulté que nous aurons à assurer l'équilibre de demain » (TG, 123). Comme Keynes est convaincu que la « propension à épargner » augmente avec le revenu, « une communauté riche est obligée de découvrir des occasions d'investissement beaucoup plus nombreuses pour pouvoir concilier la propension à épargner de ses membres les plus riches avec l'emploi de ses membres les plus pauvres » (TG, 55).

Le chapitre 9 explique à nouveau « le paradoxe de l'épargne » :

« L'influence des variations du taux d'intérêt sur le montant effectivement épargné est primordiale, mais elle s'exerce dans un sens opposé à celui qu'on a coutume de lui assigner (...) On peut affirmer qu'une hausse du taux de l'intérêt a pour effet de diminuer le montant effectivement épargné. L'épargne globale est en effet commandée par l'investissement global ; une hausse du taux de l'intérêt diminuera l'investissement ; elle fera donc nécessairement baisser les revenus au niveau où l'épargne aura décliné dans la même mesure que l'investissement » (TG, 127).

En soulignant le problème que se crée la société lorsqu'elle ne consomme pas tout ce qu'elle produit, Keynes renverse totalement la thèse classique. Les économistes classiques vantent l'épargne parce qu'elle accroît la quantité de capital disponible et qu'elle augmente ainsi « la richesse des nations ». Keynes soutient exactement le contraire : chaque acte d'épargne déprime la demande d'investissement : « La décision de ne pas dîner aujourd'hui déprime l'activité consistant à préparer le dîner d'aujourd'hui sans stimuler une activité pourvoyant à un 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 demande » (TG, 218).

Ainsi, affirme Keynes, qui se souvient de la « *Fable des Abeilles* » :

« Plus nous sommes ascètes, plus nous sommes économes, plus obstinément nous sommes orthodoxes dans la gestion de nos finances personnelles et publiques, et plus nos revenus doivent baisser lorsque le taux d'intérêt s'élève par rapport à l'efficacité marginale du capital » (TG, 128).

Alors que pour les « classiques », la décision d'épargner correspond au désir d'une plus grande consommation dans le futur, Keynes la voit comme provenant d'une incapacité à profiter du présent due à des instincts puritains. La « propension à épargner » est donc, sur le plan psychologique, l'opposé et non le complément de la « propension à consommer ». Keynes est arrivé à relier son intuition sur la psychologie de l'épargnant à son argumentation économique : « Plus nous sommes vertueux, plus nos revenus baissent ».

## Le multiplicateur et « la confiance »

La « loi psychologique » de la consommation est également décisive pour que fonctionne le modèle comme l'explique Keynes dans le chapitre 10. Cette loi permet en effet d'établir un rapport défini, le multiplicateur  $k$  qui est directement déterminé par la « propension marginale à consommer »  $c$ . Plus la propension à consommer est forte, plus le multiplicateur est élevé.

Si la théorie du multiplicateur paraît trop simple, c'est qu'elle l'est vraiment ! Keynes a beau dire que « la théorie logique du multiplicateur se vérifie d'une façon continue, sans décalage, à tous les instants successifs » (TG, 138), il reconnaît lui-même que les effets réels peuvent ne pas être aussi précis que ce que suggère la formule  $k=1/(1-c)$ . Il prend comme exemple « le cas où l'augmentation de l'emploi dans les industries produisant des biens de capital est si complètement imprévue qu'il n'y a tout d'abord aucun accroissement dans la production de biens de consommation ». Les prix des biens de consommation augmentent et, dans un premier temps, « l'équilibre est rétabli par l'ajournement de la consommation et on se trouve en présence d'une réduction temporaire du multiplicateur » (TG, 139). Mais « le fait qu'un changement imprévu ne

produit son effet sur l'emploi qu'après un certain laps de temps (...) ne saurait limiter la portée de la théorie du multiplicateur ». Comme limite à la portée quasi- magique de cette théorie, Keynes admet cependant que « le programme du gouvernement par son effet sur « la confiance » peut accroître la préférence pour la liquidité ou diminuer l'efficacité marginale du capital, ce qui peut ralentir l'investissement dans d'autres secteurs » (TG, 136).

## Keynes et les pyramides

Dans le **chapitre 10**, Keynes se moque carrément du lecteur en proposant une méthode de relance tout à fait saugrenue :

« Si la Trésorerie était disposée à emplir de billets de banque de vieilles bouteilles, à les enfouir à des profondeurs convenables dans des mines désaffectées qui seraient ensuite comblées avec des détritiques urbains, et à autoriser l'entreprise privée à extraire de nouveau les billets, le droit d'exploiter les terrains *billetifères* étant, bien entendu, concédé par adjudication, le chômage pourrait disparaître et, compte tenu des répercussions, il est probable que le revenu réel de la communauté de même que sa richesse en capital seraient sensiblement plus élevés qu'ils ne le sont réellement » (TG, 145).

Il avoue qu'« à vrai dire, il serait plus sensé de construire des maisons ou quelque chose d'utile, mais le moyen précédent vaut encore mieux que rien ». Keynes continue toutefois sur sa lancée assez déplaisante pour affirmer : « La construction de pyramides, les tremblements de terre et jusqu'à la guerre peuvent contribuer à accroître la richesse » (TG, 145).

Dans le passage suivant qui embarrasse ses plus fervents admirateurs, il montre bien qu'à ses yeux, toute dépense gouvernementale est justifiée même si elle est déraisonnable :

« L'ancienne Egypte avait le double privilège, qui explique sans doute sa richesse fabuleuse, de posséder deux sortes d'activités, la construction de pyramides et l'extraction de métaux précieux, dont les fruits, du fait qu'ils servent aux besoins de l'homme sans être consommés, ne s'avilissent pas à raison de leur abondance. Le Moyen Age construisait des cathédrales et chantait des requiems. Deux pyramides, deux messes pour un mort valent deux fois plus qu'une seule. Mais ceci n'est pas vrai de deux voies ferrées reliant Londres à York. Nous sommes si raisonnables qu'il ne nous est plus si facile d'échapper aux épreuves du chômage » (TG, 147).

## L'incitation à investir, les crises de confiance, le marché financier et la spéculation

Le livre IV est intitulé « L'incitation à investir ». C'est donc seulement dans le *chapitre 11* que le taux d'intérêt entre dans la *Théorie générale* comme variable qui exerce une influence sur le volume de l'investissement.

Le chapitre 12 s'intitule « L'état de la prévision à long terme » et il montre de façon saisissante comment la courbe qui relie l'efficacité marginale au taux d'intérêt est sujette à des déplacements rapides. Les anticipations qui déterminent aujourd'hui les décisions d'investissement sont nécessairement fondées sur des prévisions d'événements qui sont pour la plupart fondamentalement incertains. « Les crises de confiance qui affligent la vie économique moderne » amplifient énormément l'instabilité économique et elles ont « des répercussions désastreuses, cumulatives et presque illimitées » (TG, 173).

Comme l'instabilité de la fonction d'investissement ne peut pas être expliquée dans le cadre du modèle précédent où chaque période de court terme est déjà déterminé, Keynes annonce que le chapitre 12 « ne présente pas le même degré d'abstraction que la majeure partie de l'ouvrage » et que « nos conclusions devront surtout s'inspirer de l'observation pratique des marchés et de la psychologie des affaires » (TG, 161).

En quelques pages, Keynes présente un exposé remarquable de la psychologie des paniques et des bulles financières. Il affirme que c'est « l'extrême précarité des bases sur lesquelles nous sommes obligés de former nos évaluations des rendements escomptés » qui a donné naissance à une institution particulière de l'économie capitaliste, le marché financier « qui exerce nécessairement une influence décisive sur le flux de l'investissement courant » (TG, 163). Les Bourses de valeurs organisées réduisent le caractère risqué des investissements en faisant en sorte que « les investissements qui sont « fixes » pour la communauté sont rendus liquides pour l'individu » (TG, 165). L'investisseur dispose ainsi par les cours du marché boursier d'une « évaluation conventionnelle » qu'il peut considérer avec une certaine confiance comme représentant la mesure des efficacités marginales des différentes catégories d'investissement. « La convention consiste dans l'hypothèse que l'état actuel des affaires continuera indéfiniment à moins qu'on ait des raisons définies

d'attendre un changement » (TG, 164), ce qui limite le risque de l'investisseur « à celui d'un changement effectif dans les informations relatives au proche avenir, risque qui ne saurait être très grand » (TG, 165).

Mais « l'évaluation conventionnelle, fruit de la psychologie de masse d'individus ignorants, est exposée à subir des variations violentes (...) Les jugements manquent en effet de racines profondes (...) Le marché se trouve exposé à des vagues d'optimisme et de pessimisme irraisonnées » (TG, 166). Soudain, tout le monde veut être « liquide », mais « pour la communauté dans son ensemble, il n'y a rien qui corresponde à la liquidité de l'investissement » (TG, 167).

L'instabilité fondamentale de la convention accorde une large part au jeu de la spéculation et des « esprits animaux » [La traduction française, affadie, de l'expression *animal spirits* parle simplement de « dynamisme naturel »]. « Du point de vue de l'utilité sociale, l'objectif de placement éclairés devrait être de vaincre les forces obscures du temps et de percer le mystère qui entoure le futur. Le véritable objectif privé aujourd'hui des placements les plus éclairés est de 'voler le départ' » (TG, 167).

Dans le passage souvent cité sur la spéculation, Keynes écrit : « Si nous désignons par le terme spéculation l'activité qui consiste à prévoir la psychologie du marché et par le terme entreprise celle qui consiste à prévoir le rendement escompté des actifs pendant leur existence entière, on ne saurait dire que la spéculation l'emporte toujours sur l'entreprise. Cependant le risque d'une prédominance de la spéculation tend à grandir à mesure que l'organisation des marchés financiers progresse. (...) Les spéculateurs peuvent être aussi inoffensifs que des bulles d'air dans un courant régulier d'entreprise. Mais la situation devient sérieuse lorsque l'entreprise n'est plus qu'une bulle d'air dans le tourbillon spéculatif. Lorsque dans un pays le développement du capital devient le sous-produit de l'activité d'un casino, il risque de s'accomplir en des conditions défectueuses » (TG, 171).

Keynes insiste beaucoup sur la nécessité d'encadrer et de taxer sévèrement les marchés financiers, mais il reconnaît que « si la liquidité du marché contrarie parfois l'investissement nouveau, en revanche elle le favorise le plus souvent » (TG, 172). Il est assez amusant de noter ici que Keynes se révèle favorable à un principe semblable à celui qu'appliquent les banques islamiques qui prêtent « sans intérêt » et deviennent partenaires des projets d'investissements : « Devant le spectacle des marchés financiers modernes, si les opérations d'investissement étaient rendues définitives et irrévocables, les maux de notre époque pourraient être utilement soulagés, car les détenteurs de fonds à placer seraient obligés de porter leur attention sur les perspectives à long terme et sur celles-là seulement » (TG, 172).

Keynes, le grand bourgeois spéculateur, va toutefois jusqu'à proposer « comme seul remède radical aux crises de confiance qui affligent la vie économique moderne de restreindre le choix de l'individu à la seule alternative de consommer son revenu ou de s'en servir pour faire fabriquer l'article de capital réel qui lui paraît être l'investissement le plus intéressant qui lui soit offert » (TG, 173). On voit poindre les tentations planificatrices de Keynes : « Il y a la catégorie de jour en jour plus importante des investissements entrepris ou garantis par les autorités publiques (...) qui tendent à atténuer dans la pratique les effets de notre ignorance de l'avenir » (TG, 175).

Le chapitre 12 s'achève sur deux affirmations assez péremptoires :

« Nous sommes aujourd'hui assez sceptique sur les chances de succès d'une politique purement monétaire destinée à agir sur le taux de l'intérêt. Nous nous attendons à voir l'Etat, qui est en mesure de calculer l'efficacité marginale du capital avec des vues lointaines et sur la base de l'intérêt général de la communauté, prendre une responsabilité sans cesse croissante dans l'organisation directe de l'investissement » (TG, 176).

## **L'opposition entre le Keynes « hydraulique » et le Keynes « fondamentaliste »**

Le chapitre 12 est de loin le passage le plus réaliste et le plus vivant de la Théorie générale, mais il n'a pas été jugé vraiment important sur le plan théorique par les interprétations de Keynes qui dominent la littérature macro-économique jusqu'aux années 1970. Au niveau de l'interprétation de Keynes, ce chapitre est fondamental puisqu'il explique comment se détermine l'équilibre de longue période autour duquel se réalisent les fluctuations de la demande globale. L'équilibre est défini en termes d'anticipations comme étant la position où les valeurs prévues et les valeurs réalisées sont identiques. L'équilibre dépend conditionnellement de l'état des anticipations qui affecte la demande : « Le volume stable de l'emploi ainsi atteint peut être appelé l'emploi de longue période correspondant à cet état de la prévision (...) A tout état de la prévision correspond un volume défini de l'emploi de longue période » (TG, 69).

L'opposition flagrante entre l'esprit des chapitres 11 et 12 a donné naissance à deux interprétations radicalement différentes de la Théorie générale. On peut dire de façon schématique que les « keynésiens hydrauliques du chapitre 11 » admettent que les anticipations sont « données » et ils peuvent ainsi montrer que la stabilisation d'une économie capitaliste par les instruments de la politique économique est facile et

quasi mécanique. Les « keynésiens fondamentalistes du *chapitre 12* » soulignent au contraire le rôle de l'incertitude irréductible de l'avenir et ils considèrent que la stabilisation est par nature difficile puisqu'elle a elle-même des effets sur « l'état de la confiance ».

Keynes est lui-même partagé entre ces deux perspectives. Même si la *Théorie générale*, à la différence du *Treatise on Money*, ne fait que peu de références spécifiques à des problèmes contemporains, Keynes, on le sait, n'est que modestement intéressé par la théorie pure. Son objectif primordial est d'expliquer pourquoi « le plein-emploi, ou une situation voisine du plein-emploi, est rare autant qu'éphémère » (TG, 255) et de montrer comment le volume total de l'investissement peut être contrôlé par les autorités centrales dans une société où les décisions d'investissement restent pour l'essentiel aux mains d'agents privés. Il reconnaît que les résultats sont difficiles à atteindre car « une politique économique ne s'avère capable de réussir facilement que si elle conquiert l'opinion publique parce qu'elle lui paraît praticable, raisonnable et conforme à l'intérêt général, parce qu'elle est fondée sur une ferme conviction, et parce qu'elle est mise en œuvre par une autorité qui ne risque pas d'être supplantée » (TG, 212). Keynes donne ici sa description du New Deal de Roosevelt.

## La détermination du taux d'intérêt

A mesure qu'on progresse dans la *Théorie générale*, le taux d'intérêt joue un rôle de plus en plus important : si la propension à consommer est donnée, le revenu est déterminé par le niveau d'investissement, et si l'état des prévisions est donné, le niveau d'investissement est déterminé par le taux d'intérêt. Tant qu'on ne connaît pas le taux d'intérêt, on ne peut pas connaître le niveau d'investissement. Dans ce cheminement logique, le taux d'intérêt est la variable indépendante finale dont Keynes veut montrer qu'elle peut rester à un niveau trop élevé pour permettre un volume de plein-emploi.

L'objectif des chapitres 13, 14 et 15 est clair : il s'agit de prouver que le mécanisme classique d'ajustement du taux d'intérêt est « absurde » et qu'au contraire, le taux d'intérêt se détermine sur le marché monétaire en fonction de la « préférence pour la liquidité ».

## Le niveau des taux longs et la « préférence pour la liquidité »

« La spéculation est l'activité qui consiste à prévoir la psychologie du marché (...), à miser sur un changement favorable de la base conventionnelle d'évaluation » (TG, 170-171). Le but de tout spéculateur est de réaliser des plus-values en capital, d'acheter bon marché des actifs réels ou financiers et de les revendre quand leur prix a augmenté. Si le prix de ces actifs est jugé élevé et que le spéculateur prévoit la baisse (*bear*), il cesse d'acheter et il vend pour « prendre ses bénéfices ». Il préfère la monnaie. Quand il fait l'inverse parce qu'il prévoit la hausse (*bull*), il préfère les actifs non monétaires. La spéculation consiste donc à arbitrer en permanence entre la monnaie et les actifs non monétaires.

La spéculation peut porter sur tous les actifs non monétaires, des matières premières jusqu'aux titres cotés en Bourse et aux instruments financiers, mais Keynes choisit de rattacher spécifiquement la « préférence pour la liquidité » aux prix des obligations et aux rendements du marché obligataire (les taux longs).

Ce choix du marché obligataire est pédagogiquement habile puisqu'il existe désormais une relation simple entre le prix d'une créance et le taux d'intérêt qui correspond à cette échéance : « Le taux d'intérêt n'est en soi rien de plus que l'inverse du rapport existant entre une somme de monnaie et ce qu'on peut obtenir en abandonnant pour une période déterminée la libre disposition de cette somme en échange d'une créance (...) Il ne peut être une récompense pour l'épargne ou l'abstinence en tant que telle ; il est la récompense pour une renonciation à la liquidité pendant une période déterminée » (TG, 178).

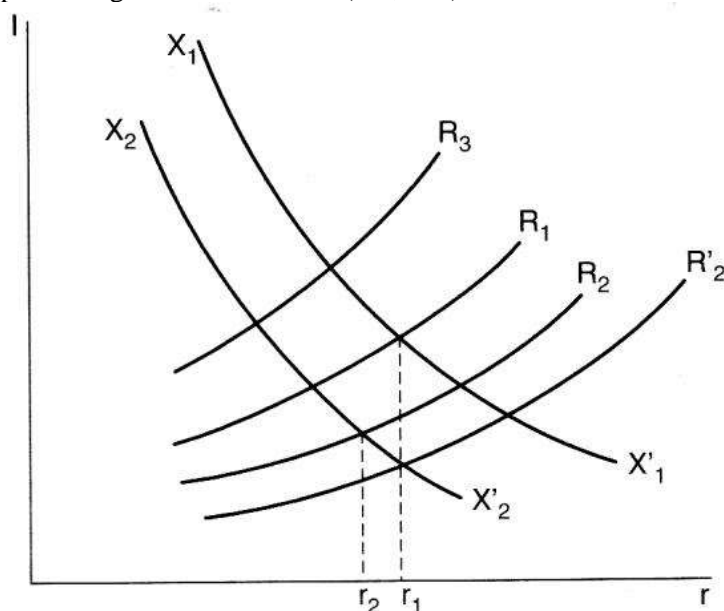
Dans le chapitre 13, Keynes explique très clairement la volatilité du marché obligataire : « La condition nécessaire de la préférence pour l'argent liquide en tant que moyen de détenir la richesse est l'existence d'incertitudes quant à l'avenir du taux d'intérêt, c'est-à-dire quant aux gammes de taux d'intérêt à différentes échéances » (TG, 180). Compte tenu de ces incertitudes, il existe en permanence « un motif spéculatif » à détenir de l'argent liquide plutôt que des obligations. Si les spéculateurs pensent que le taux d'intérêt va augmenter, ils sont incités à vendre leurs obligations, ce qui en fait baisser le prix et conduit donc à une augmentation du taux d'intérêt. Inversement, s'ils pensent que le taux d'intérêt va baisser, ils sont incités à acheter des obligations, ce qui en fait monter le prix et conduit à une baisse du taux d'intérêt. « Le prix du marché [des obligations – et donc le taux d'intérêt] se fixe au niveau où les ventes des baissiers équilibrent les achats des haussiers » (TG, 181).

Keynes montre ainsi que, dans le capitalisme de laissez-faire, la détermination du taux d'intérêt est aussi aléatoire que la détermination de l'efficacité marginale du capital : « De même que l'efficacité marginale du capital est déterminée, nous l'avons vu, non par l'opinion la plus éclairée, mais par l'évaluation du marché telle que la fait la psychologie de masse, les prévisions concernant l'avenir du taux d'intérêt telles qu'elles

résultent de la psychologie de masse ont leurs répercussions sur la préférence pour la liquidité » (TG, 181). Il ajoute que les interventions de la Banque centrale peuvent d'ailleurs déclencher des mouvements spéculatifs : « Il est possible qu'un fort accroissement de la quantité de monnaie cause tant d'incertitude au sujet de l'avenir que les préférences pour la liquidité dues au motif de précaution s'en trouvent renforcées » (TG, 183).

## L'unique graphique de la *Théorie générale*

Dans le *chapitre 14*, Keynes répète que c'est une erreur « de considérer le taux de l'intérêt comme une récompense pour l'abstinence en tant que telle plutôt qu'une récompense pour la non-thésaurisation (...) la récompense pour l'acceptation du risque d'incertitude d'une sorte ou d'une autre » (TG, 192). « Dans la théorie classique du taux de l'intérêt les variables indépendantes sont la courbe de demande de capital et l'influence du taux de l'intérêt sur le montant de l'épargne issu d'un revenu donné (...) La théorie classique paraît supposer que, si un changement se produit, le taux nouveau de l'intérêt est donné par le point d'intersection des deux courbes dans leurs positions nouvelles. Mais ceci est une théorie absurde, car si l'une ou l'autre de ces courbes change, le revenu change lui aussi et toute la construction s'écroule (...) Ce qui précède peut être illustré par le diagramme suivant : » (TG, 191)



La *Théorie générale* ne contient que cette unique figure, qui se trouve au chapitre 14, p. 191.

Keynes poursuit : « Si la courbe de demande de capital se déplace de  $X_1X'_1$  à  $X_2X'_2$ , le revenu variera lui aussi en règle générale. Mais le diagramme ci-dessus ne contient pas assez de données pour nous indiquer sa nouvelle valeur (...) Toutefois si nous introduisons l'état de la préférence pour la liquidité et la quantité de monnaie et si, connaissant ces deux facteurs, nous savons que le taux de l'intérêt est  $R_2$ , alors l'ensemble de la situation devient déterminé » (TG, 192).

## La politique monétaire, le motif de spéculation et la « trappe à liquidité »

Les éléments du puzzle s'imbriquent progressivement. Jusqu'ici, l'offre de monnaie était fixée, car « en des circonstances normales, la quantité de monnaie nécessaire pour satisfaire aux deux motifs de transaction et de précaution dépend surtout de l'activité générale du système économique et du montant du revenu nominal ». L'autorité monétaire peut toutefois intervenir : « C'est en faisant jouer le motif de spéculation que l'administration de la monnaie [la Banque centrale] est conduite à influencer le système économique » (TG, 206). Elle peut ainsi chercher à abaisser le taux d'intérêt en achetant des obligations : « Dans les circonstances normales, le système bancaire est toujours capable d'acheter (ou de vendre) des obligations sur un marché moyennant une enchère (ou un rabais) d'un montant modeste (...) S'il n'en était pas ainsi, les opérations d'open market seraient impossibles » (TG, 206).

La Banque centrale est donc capable d'exercer un pouvoir important : « A chaque montant de la quantité de

monnaie créée par l'autorité monétaire correspond donc, toutes choses égales par ailleurs, une valeur déterminée du taux de l'intérêt » (TG, 213). L'efficacité de la politique monétaire est toutefois limitée : « Il se peut que, une fois le taux d'intérêt tombé à un certain niveau, la préférence pour la liquidité devienne virtuellement absolue, en ce sens que presque tout le monde préfère l'argent liquide à la détention d'une créance qui rapporte un taux d'intérêt aussi faible. L'autorité monétaire perd alors la direction effective du taux d'intérêt » (TG, 215).

En définitive, le taux d'intérêt, comme l'efficacité marginale du capital, dépend de l'état de la confiance. « Une politique monétaire qui frappe l'opinion par son caractère empirique ou par son aptitude à changer facilement peut donc manquer son but » (TG, 212). Les mêmes remarques peuvent évidemment s'appliquer à une politique de « grands travaux », mais Keynes ne le dit pas expressément et c'est un peu dommage.

Cela nous amène à la seule variable de court terme qui soit réellement indépendante dans le modèle de Keynes, « l'état de l'information », c'est-à-dire les news et les rumeurs : « La variation du taux de l'intérêt est d'ordinaire l'effet le plus marquant d'un changement dans l'information » (TG, 208).

Les lecteurs des pages « Marchés et taux de change » des journaux économiques peuvent confirmer que, sur ce point, Keynes a parfaitement raison, même si, sur le long terme, les évolutions des marchés reflètent plus les « fondamentaux » que les incidents conjoncturels.

Keynes termine cette discussion en soulignant que « le taux d'intérêt [à long terme] est au plus haut degré un phénomène conventionnel plus que psychologique, car sa valeur effective dépend dans une large mesure de sa valeur future telle que l'opinion dominante estime qu'on l'a prévu ». Comme il a confiance dans la crédibilité de la banque centrale, il affirme que « la convention n'est pas ancrée dans une connaissance sûre et elle n'opposera pas une résistance excessive à une dose modeste de persévérance et de résolution de la part des autorités monétaires (...) Jusqu'à un certain point, la prévision conventionnelle de l'avenir peut être modifiée » (TG, 213). « Mais il est probable que les fluctuations dans l'estimation de l'efficacité marginale des divers types de capitaux, telle qu'elle est faite par le marché seront trop considérables pour qu'on puisse les compenser par les variations pratiquement possibles du taux de l'intérêt » (TG, 176).

Comme les chances de succès de la politique monétaire sont faibles, l'intérêt de la politique budgétaire comme moyen de lutter contre la dépression s'en trouve nettement renforcé, ce qui est le but cherché par l'auteur. Dans la note de lecture sévère qu'il consacre à la *Théorie générale*, Etienne Mantoux ne s'y trompe pas et il parle à ce propos « d'une justification analytique d'une politique qui lui est chère et que nous lui connaissons depuis longtemps ». E. Mantoux, « *La 'théorie générale' de M. Keynes* », *Revue d'économie politique*, vol. 51, no 6, novembre-décembre 1937, pp. 1559-1590

## La dynamisation du modèle statique

La partie purement statique de la *Théorie générale* est achevée et le reste du livre – c'est-à-dire les chapitres 16 à 24 (à l'exception du résumé du modèle qui figure dans le chapitre 18) – applique les concepts à des situations et des conjonctures qui sortent du cadre statique.

Le chapitre 16 est une évocation de l'état stationnaire tel qu'on devrait l'atteindre « en l'espace d'une seule génération » :

« Supposons que l'on prenne des mesures pour que le taux d'intérêt soit compatible avec le taux d'investissement qui correspond au plein-emploi (...) En de telles conditions, une communauté bien gouvernée (...) devrait être capable d'abaisser l'efficacité marginale du capital à un niveau d'équilibre voisin de zéro. Les conditions qui caractérisent une économie stationnaire se trouveraient alors réalisées (...) Ce serait sans doute la façon la plus raisonnable d'éliminer graduellement une grande partie des aspects choquants du capitalisme » (TG, 228). Keynes reprend ici la prophétie des Perspectives économiques pour nos petits-enfants.

Le chapitre 17 a, paraît-il, fasciné les lecteurs lors de la sortie du livre et il continue à susciter des interprétations diverses. L'argumentation de Keynes est la suivante : « Un accroissement du taux d'intérêt de la monnaie ralentit la production dans toutes les branches où cette production est élastique, sans être capable de stimuler celle de la monnaie qui, par hypothèse, est parfaitement inélastique » (TG, 242). « Si la monnaie pouvait être produite comme une céréale ou fabriquée comme une automobile, les dépressions seraient évitées ou atténuées, car, en cas de baisse des prix exprimés en monnaie des autres richesses, une plus grande quantité de main-d'œuvre serait détournée vers la production de monnaie » (TG, 238). « Ceci revient à dire que le chômage se développe parce qu'on demande la lune. Les hommes ne peuvent être employés lorsque l'objet de leur désir (c'est-à-dire la monnaie) est une chose qu'il n'est pas possible de produire et dont la demande ne peut être facilement restreinte. Le seul remède pratique consiste à persuader le public que lune et fromage sont pratiquement la même chose et à faire fonctionner une fabrique de fromage (c'est-à-dire une banque centrale) sous la direction de l'autorité » (TG, 242).



## Les salaires et les prix

Jusqu'au chapitre 19, Keynes ne parle guère des salaires et des prix. Son explication se déroule depuis le chapitre 2 dans le respect de salaires nominaux fixes ou visqueux (*sticky wages*) [« Les salaires exprimés en monnaie ont tendance à être visqueux, leur valeur nominale étant plus stable que leur valeur réelle », explique Keynes (TG, 239)] et de prix qui augmentent comme les coûts marginaux, ce qui permet la baisse des salaires réels. Keynes examine maintenant quels sont les effets d'une réduction des salaires nominaux sur l'investissement et la préférence pour la liquidité :

« Si on limite le raisonnement au cas d'une économie fermée (...) l'espoir qu'une réduction des salaires nominaux agisse favorablement sur l'emploi doit surtout être fondé sur l'amélioration que la hausse de l'efficacité marginale du capital ou la baisse du taux d'intérêt peuvent amener dans l'investissement (...) Une réduction soudaine et importante des salaires nominaux, qui les amènerait à un niveau si bas que personne ne pourrait croire à sa persistance indéfinie, serait l'éventualité la plus favorable à la restauration de la demande effective. Mais une réduction de ce genre ne semble guère possible dans un régime de libre discussion des salaires. (...) On peut, au moins en théorie, produire les mêmes effets sur le taux d'intérêt en réduisant les salaires, et en augmentant la quantité de monnaie sans modifier le niveau des salaires (...) [Mais] il n'y a pas de raison de croire qu'une politique de salaires souple puisse maintenir un état permanent de plein-emploi, pas plus qu'une politique souple de la monnaie », (TG, 269-271).

Encore une fois, Keynes retrouve ce qu'il voulait montrer : seule une action gouvernementale sur le niveau de l'investissement peut être efficace.

## L' « illusion monétaire » des entrepreneurs

Le chapitre 20 s'intéresse à la situation de « reprise économique ». Au cours de cette phase, on assiste à une certaine hausse des prix – assez bénéfique, comme on va le voir – mais à partir du moment où il n'y a plus de sous-emploi [c'est-à-dire, pour Keynes, un taux de chômage de l'ordre de 5 à 6 % de la population active], les salaires réels augmentent :

« A mesure que la demande effective croît, l'emploi augmente donc sur la base d'un salaire réel égal ou inférieur à celui qui existe, jusqu'à ce qu'il ne reste plus de main-d'œuvre disposée à travailler pour le salaire réel alors en vigueur, sauf si les salaires nominaux montent plus vite que les prix » (TG, 291).

Cette hausse des prix et des salaires brouille les perspectives des entrepreneurs qui continuent à accroître l'emploi : « La hausse des prix, par les illusions qu'elle fait naître chez les entrepreneurs, peut les amener au moins pendant un certain temps à accroître l'emploi au-delà du volume qui porte au maximum leurs profits individuels » (TG, 292). La remarque que fait Keynes est très importante dans l'histoire de la pensée économique, puisque Milton Friedman soutient, environ trente ans plus tard, que ce sont au contraire les salariés qui sont dupés par la hausse des prix qu'ils n'ont pas anticipée.

Keynes reprend ensuite le fonctionnement du marché du travail développé dans le chapitre 2 pour montrer que la « surchauffe » de l'économie et son « refroidissement » ne sont pas des phénomènes symétriques : « Une inflation de la demande effective au-delà du montant qui correspond au plein-emploi agit seulement sur les prix, une déflation de ladite demande en deçà de ce montant fait baisser tout à la fois le volume de l'emploi et le niveau des prix » (TG, 293). Cette asymétrie s'explique, dit Keynes, par le fait que les travailleurs sont capables de refuser des heures supplémentaires, mais qu'ils sont dans l'impossibilité d'en exiger. On se souvient que, depuis *Les Conséquences économiques de la paix*, Keynes affirme que la déflation est plus grave dans une économie en récession : « L'inflation est injuste et la déflation inopportune. Si on fait abstraction des inflations extraordinaires comme celle de l'Allemagne, la déflation est sans doute la pire des deux. En effet, dans un monde appauvri, il est pire de provoquer le chômage que de frustrer le rentier dans ses espoirs » (CW, 4,36).

## La spirale salaires-prix n'est pas trop gênante, dit Keynes

Le chapitre 21 est tout bonnement intitulé « La théorie des prix ». Keynes veut montrer que l'accroissement de la demande effective, quelle qu'en soit la cause, fait certes augmenter les prix et les salaires, mais que ce n'est pas grave, car pour lui « l'état qu'on peut proprement qualifier d'inflation véritable [n'apparaît] que lorsqu'un nouvel accroissement de la demande effective ne provoque plus de nouvelle augmentation de la production et se traduit par un accroissement proportionnel des coûts » (TG, 303). Sa propre « théorie quantitative de la monnaie » s'énonce ainsi : « Tant qu'il existe du chômage, l'emploi varie proportionnellement à la quantité de monnaie ; lorsque le plein-emploi est réalisé, les prix varient proportionnellement à la quantité de monnaie. » (TG, 297). Au détour d'une phrase, il reconnaît toutefois

que la politique de « reflation », au sens de Fisher, peut entraîner certains problèmes lorsque « la production a suffisamment augmenté pour atteindre la zone des ‘goulots d’étranglement’ où l’offre de certains produits cesse d’être élastique», et surtout quand « cette hausse correspond à une variation des salaires par rapport à l’étranger ou à une variation par rapport aux coûts escomptés des salaires dans l’avenir » (TG, 302). Keynes ne veut sans doute pas dire franchement que son scénario sympathique tel qu’il se déroule jusqu’au « point critique ultime de plein emploi » a nécessairement des conséquences sur « l’état de la confiance », ce qui réduit d’autant l’efficacité des solutions qu’il préconise.

Pris ensemble, les chapitres 20 et 21 montrent que le résumé habituel de la *Théorie générale* : « les quantités s’ajustent, pas les prix » est sérieusement incomplet. Keynes ne dit pas, comme certains l’accusent, que les salaires ne commencent à augmenter que lorsque le plein-emploi est atteint. Les quantités et les prix suivent l’évolution du revenu national à la hausse comme à la baisse, et la production n’est pas la seule variable causale, l’effet sur les prix et les salaires dépendant de « l’état d’esprit des travailleurs ainsi que de la politique des employeurs et des syndicats ouvriers », « ce qui se prête mal aux généralisations théoriques ». C’est une façon beaucoup plus sérieuse de présenter les choses que la version « hydraulique » du circuit revenu-dépense. Mais Keynes a quand même attendu le chapitre 21 pour parler de l’évolution des prix et des salaires et il minimise, comme on l’a vu, les effets induits de la dérive des prix et des salaires.

## La succession de phases d’emballement et de récession

Le chapitre 22 « Notes sur le cycle économique » est important, car Keynes y abandonne carrément sa méthode de courte période et étudie l’évolution des « propensions » qui déterminent la position du système économique au cours du temps. Cette fois, tout bouge ! Le chapitre 22 permet comprendre enfin que le « modèle de Keynes » n’est pas bloqué dans son « équilibre de sous-emploi ». Il y a toujours des reprises et des récessions, car le système, tel que Keynes le décrit, contient des mécanismes d’ajustement qui le font régulièrement revenir vers des conditions « normales » mais « sous-optimales ».

On peut, sans trop tricher, décrire le « cycle keynésien » en commençant évidemment par la « crise ». L’effondrement de « l’efficacité marginale du capital » (traduisez : le rendement attendu du capital) est en partie engendré par l’augmentation des coûts de production, mais ce sont surtout les anticipations exagérément optimistes engendrées par la psychologie de masse des marchés financiers et les « esprits animaux » déchaînés qui sont les responsables du retournement. « Les marchés financiers sont soumis à l’influence d’acheteurs qui ignorent pour la plupart ce qu’ils achètent et de spéculateurs qui s’intéressent plus à la prévision du prochain changement de l’opinion boursière qu’à l’estimation rationnelle du rendement futur du capital. » (TG, 313).

Un boom, explique Keynes, « est une situation où le ‘super-optimisme’ l’emporte sur un taux d’intérêt qui, envisagé de sang-froid, eût été jugé trop élevé » (TG, 320). Il n’est donc pas étonnant que « quand la désillusion s’abat sur un marché surévalué et trop optimiste (...) les cours baissent d’un mouvement soudain et même catastrophique » (TG, 313-314).

L’effondrement est aggravé par la hausse des taux d’intérêt consécutive à l’augmentation de la « préférence pour la liquidité » (traduisez : sur le marché obligataire, les intervenants liquident leurs positions ce qui fait bondir les taux longs). « La baisse de l’efficacité marginale du capital peut être si profonde qu’aucune réduction possible du taux d’intérêt ne suffirait à la contrebalancer » (TG, 314). C’est pourquoi « le retour de la confiance est si difficile à provoquer dans une économie fondée sur le capitalisme individuel (...) un certain laps de temps doit s’écouler avant le commencement de la reprise, avant la restauration de l’efficacité marginale du capital » (TG, 315). Keynes donne comme facteur explicatif de la durée de la récession la durée de vie des biens d’équipement : au bout d’un certain temps, les capitalistes sont « obligés » de réinvestir. Il affirme que « la période descendante témoigne d’une certaine régularité et elle reste comprise entre, disons, trois et cinq ans (...) La reprise une fois commencée, la manière dont elle s’entretient et s’accélère est évidente » (TG, 315).

## Comment empêcher le boom, comment sortir de la récession ?

Pour enrayer la phase d’emballement, Keynes écarte la solution du relèvement des taux, car « même si le surinvestissement est une caractéristique normale du boom, le remède ne consiste pas à asséner une forte hausse du taux de l’intérêt, qui ferait probablement obstacle à certains investissements utiles (...) Le remède au boom n’est donc pas la hausse, mais la baisse du taux de l’intérêt, car il se peut que cette dernière permette à l’état qu’on nomme ‘boom’ de durer » (TG, 318-319). Keynes se rend compte qu’il exagère, car il indique en note de bas de page que « la hausse du taux de l’intérêt pendant le boom peut être un moindre mal » (TG, 319).

Pour sortir de la récession, Keynes n'est pas un farouche partisan, il faut le souligner, de la relance par la consommation : « S'il est matériellement impossible d'augmenter l'investissement, l'accroissement de la consommation est évidemment le seul moyen d'améliorer l'emploi (...) Mais à une époque où il y a encore beaucoup de bénéfices à attendre d'une augmentation de l'investissement, [c'est] accorder une importance quelque peu excessive au développement de la consommation » (TG, 322).

Quant à la réduction du temps de travail si chère aux hommes politiques « keynésiens » français des années 1990, il l'écarte également : « Une telle politique serait à notre avis prématurée (...) A l'heure actuelle, il nous paraît manifeste que la grande majorité des individus préfèrent l'augmentation de leurs revenus à l'augmentation de leurs loisirs » (TG, 323).

## La philosophie sociale de Keynes

Le chapitre 23 « Notes sur le mercantilisme » et son contenu fort discutables sont examinés dans mon article *Le mercantilisme*. Keynes est mort avant la signature des accords du GATT de 1947, mais on peut penser qu'en dépit de ses écrits des années 1930, il aurait applaudi en disant comme à l'habitude : « *When the facts change, I change my mind. What do you do, sir?* » [Quand les faits changent, je change d'opinion. Et vous, comment faites-vous ?].

La *Théorie générale* s'achève par le chapitre 24 dans lequel l'auteur essaie de montrer que ses propositions peuvent être acceptées par une opinion publique anglo-saxonne à juste titre inquiète des méthodes dirigistes. Sans revenir sur la nécessité des mesures interventionnistes, Keynes explique que la planification qu'il envisage sera pratiquement invisible : « Les contrôles centraux nécessaires à assurer le plein emploi impliquent, bien entendu, une large extension des fonctions traditionnelles de l'Etat (...) [Mais] hors la nécessité d'un contrôle central pour maintenir en équilibre la propension à consommer et l'incitation à investir, il n'y a pas plus de raison de socialiser la vie économique (...) Un large domaine n'en subsistera pas moins, où l'initiative et la responsabilité privées pourront encore s'exercer. Dans ce domaine les avantages traditionnels de l'individualisme garderont toute leur valeur » (TG, 372-373). Il ajoute que sa proposition est indispensable pour sauver le capitalisme : « Cet élargissement nous apparaît au contraire et comme le seul moyen possible d'éviter une complète destruction des institutions économiques actuelles et comme la condition d'un fructueux exercice de l'initiative individuelle » (TG, 273)

Il évoque enfin, sans les citer, la Russie stalinienne et l'Allemagne nazie pour nous convaincre que sa solution est différente : « Les régimes autoritaires contemporains paraissent résoudre le problème du chômage aux dépens de la liberté et du rendement individuels. Il est certain que le monde ne supportera plus longtemps l'état de chômage qui, en dehors de courtes périodes d'emballement, est une conséquence, et à notre avis une conséquence inévitable, de l'individualisme du régime capitaliste moderne. Mais une analyse correcte permet de remédier au mal sans sacrifier la liberté et le rendement » (TG, 374).

En fait ce discours lénifiant ne peut cacher que Keynes a des penchants assez embarrassants pour les régimes totalitaires qui semblent, à l'époque, avoir réglé le problème du chômage. La traduction allemande de *La Théorie générale* est publiée quelques mois après les Jeux olympiques de Berlin de 1936 et, dans la préface qu'il a rédigée spécialement pour les lecteurs allemands, Keynes écrit :

"Il va sans dire que la théorie de la production agrégée, qui est l'objet de ce livre, s'adapte beaucoup mieux aux conditions d'un état totalitaire, que ne le fait la théorie de la production et de la distribution lorsqu'elle se réalise dans les conditions de la libre concurrence, avec en plus une large dose de laissez-faire. C'est une des raisons qui justifie le fait que j'appelle ma théorie une théorie générale." (CW, 7, xxvi).

Dans cette année marquée par le début des Procès de Moscou, Keynes écrit à propos du régime soviétique : « Le nouveau régime est, maintenant, suffisamment cristallisé pour être examiné. Le résultat est impressionnant. Les innovateurs russes ont dépassé non seulement l'étape révolutionnaire, mais également la période doctrinaire. Il ne reste que peu ou pratiquement rien qui maintienne une relation spéciale avec Marx ou le marxisme et qui le distingue des autres systèmes de socialisme. Les Soviétiques sont occupés à la vaste tentative administrative de faire fonctionner de forme tranquille et avec succès, sur un territoire si grand qu'il occupe la sixième partie de la superficie terrestre, toute une nouvelle série d'institutions sociales et économiques. Les procédures varient rapidement pour s'ajuster aux nouvelles expériences. Nous sommes en train d'assister au plus grand degré d'expérimentation et d'empirisme jamais tenté par des administrateurs désintéressés. En ce sens, les Webb, avec leur livre, nous ont permis de contempler la direction vers laquelle semblent se diriger les choses et jusqu'où elles sont arrivées pour l'instant (...) Le livre me laisse avec un fort désir que nous, dans ce pays, sachions découvrir comment combiner une disposition illimitée pour expérimenter des changements dans nos modèles et nos institutions politiques et économiques, dans tous les sens du terme, avec la préservation de la tradition et une espèce de prudent conservatisme, qui renferme toute l'expérience vécue par le genre humain. »

[Les Procès de Moscou, qui se déroulent de 1936 à 1938, sont une série de procès truqués spectaculaires,

organisés par le régime soviétique, pour éliminer politiquement (et pour la plupart physiquement) les vétérans bolcheviks de la révolution russe], Keynes commente radiophoniquement la publication du livre des époux Webb, *Soviet communism: a new civilisation ?* London, Longmans, Green and Co. Ltd. 1936. [Le communisme soviétique : une civilisation nouvelle ?] :

## 1937 Keynes face aux risques de surchauffe de l'économie

En février 1937, Keynes répond aux critiques qu'a déclenchées la parution de son livre en publiant un article dans « sa » revue économique de façon à ce que « ses idées simples de base deviennent familières et acceptables ».[Keynes, J.M., « *The General Theory of Employment* », *Quarterly Journal of Economics*, February 1937, pp. 209-223, Traduction française, *Revue française d'économie* 4, 1990, pp.141-156]. Après avoir rappelé à plusieurs reprises que « notre connaissance du futur n'est pas calculable et elle est sujette à des changements soudains », il écrit assez modestement « On peut résumer ma théorie en disant qu'étant donné la psychologie du public, le niveau global de la production et de l'emploi dépend du montant de l'investissement (...) Ce que je propose, c'est finalement une méthodologie qui vise à expliquer pourquoi la production et l'emploi sont tant sujets à des fluctuations. Cette théorie n'offre pas un remède tout prêt quant à la manière d'éviter ces fluctuations et de maintenir la production à un niveau optimal et stable ».

## Keynes contre Keynes

Au début de l'année 1937, alors que le chômage anglais est encore très élevé, même s'il est redescendu en quatre ans de 22 % de la population active à 12 ou 13 %, Keynes écrit plusieurs articles pour le journal *The Times* dans lesquels il affirme : « Il y a trois ans, il était important d'utiliser la politique économique pour accroître l'investissement. Il va peut-être être bientôt aussi souhaitable de retarder certains types d'investissement ». Keynes demande en particulier aux administrations locales de « différer toutes les activités nouvelles qui peuvent raisonnablement attendre » et il avertit le gouvernement que la politique de réarmement entraîne « le risque de ce qu'il faut appeler, sans hésitation, de l'inflation ».

Le fait que Keynes semble être opposé à une relance générale de l'économie est suffisamment remarquable pour que plusieurs auteurs keynésiens, en particulier son exécutif testamentaire, Lord Richard Kahn, aient éprouvé le besoin d'expliquer que les arguments de Keynes ne s'appliquaient qu'au contexte du réarmement d'avant-guerre et qu'il ne fallait pas les détacher de ce contexte. D'autres auteurs se servent au contraire de ces articles de 1937 pour montrer que ce sont les « keynésiens fondamentalistes », en particulier Roy Harrod, Richard Kahn et Joan Robinson, qui ont fait passer à la trappe les avertissements de Keynes sur les dangers que représente l'inflation et qui ont donc incité les gouvernements d'après-guerre à appliquer des politiques de soutien de la demande globale alors que le chômage était largement passé en dessous du niveau jugé dangereux par Keynes pour de telles actions.

Les articles du *Times* représentent « les dernières propositions opérationnelles concernant un objectif en matière de chômage que Keynes ait faites en temps de paix ». Ils nous montrent un Keynes qui cherche à appliquer la Théorie générale à des situations concrètes avec une nouvelle orientation, nettement moins macro-économique, de la politique économique « keynésienne » :

« Je pense qu'on approche d'une situation où il n'est plus guère intéressant d'appliquer une stimulation générale à partir du centre de l'économie (...) Il est de plus en plus évident que la structure de l'économie est malheureusement très rigide et que, dans certaines régions, la reprise du secteur du bâtiment a moins d'effet que ce qu'on espérait sur le niveau du chômage (...) Après une longue période de dépression, on voit apparaître ce que j'espère n'être qu'une pénurie temporaire de main-d'œuvre qualifiée (...) Les qualifications ont rouillé parce qu'elles n'ont pas servi, ou le personnel qualifié s'est orienté vers d'autres secteurs. Le flux d'apprentis a diminué (...) Lorsque le programme de réarmement va arriver, il y aura certainement des problèmes concernant certaines catégories de main-d'œuvre bien spécifiques ».

En fait la récession américaine de 1937 qui touche la Grande-Bretagne à la fin de l'année écarte tout risque de surchauffe de l'économie anglaise et fait perdre à Keynes une partie significative de son patrimoine financier qui passe de 506 222 livres en 1936 à 181 244 livres en 1938. Keynes subit d'autre part sa première grave crise cardiaque qui l'éloigne de toute activité jusqu'au milieu de l'année suivante.

On ne peut donc qu'être d'accord avec des auteurs comme Hutchison lorsqu'ils rappellent que Keynes ne pense pas uniquement à la stimulation de la demande globale comme moyen de lutter contre le chômage, mais qu'il s'inquiète également de l'élasticité de l'offre de travail, de la structure de la demande, des goulots d'étranglement des différents secteurs et des aspects régionaux de l'emploi. D'ailleurs, comme le dit Hutchison, « si l'influence de la révolution keynésienne se fait sentir, de manière limitée mais remarquable, à Whitehall, tout de suite après la publication de la Théorie générale, c'est que Keynes de son côté semble

être un allié pragmatique du Trésor et prodigue des conseils qui ne ressemble guère aux politiques de relance qu'on lui attribuera après-guerre » [T.W. Hutchison, « *Keynes versus the « Keynesians »*, London : Institute of Economic Affairs, 1977].

## 1940 Keynes chargé de mission au Trésor (août 1940 - avril 1946)

Le premier budget de guerre anglais est adopté en septembre 1939 et il prévoit un énorme accroissement du déficit budgétaire qui est estimé à 25 % du PNB. Le ministère des Finances ne craint guère l'inflation puisque le taux de chômage est encore supérieur à 9 % et il hésite tout naturellement à augmenter les impôts. L'augmentation du recours à l'emprunt paraît donc la meilleure solution. En février 1940, Keynes publie un petit ouvrage intitulé *How to Pay for the War : a Radical Plan for the Chancellor of Exchequer* [Comment financer la guerre], Keynes explique qu'il risque d'y avoir bientôt « excès de demande », en raison des créations d'emplois et de l'allongement de la durée du travail liées à l'énorme programme de réarmement : « Comme les revenus de la classe ouvrière vont augmenter de 20 % alors que les impôts n'augmenteront que de 5 %, il s'ensuit que soit la consommation réelle augmentera nettement au-dessus du niveau d'avant-guerre, soit les ouvriers épargneront nettement plus, soit les prix augmenteront ».

Keynes est très clair : il faut que le gouvernement trouve un moyen pour empêcher le public de consommer les ressources supplémentaires que les dépenses gouvernementales vont créer, sans quoi ces ressources seront perdues pour l'effort de guerre. Pendant la Première guerre mondiale, le gouvernement anglais avait recouru à l'inflation, le niveau des prix avait doublé en quatre ans, les salaires avaient suivi avec retard et les « profits d'aubaine » des entreprises avaient été épongés par une augmentation des impôts et le recours à l'emprunt national.

La solution proposée par Keynes - pour financer les dépenses supplémentaires tout en évitant l'inflation - consiste à augmenter les impôts pesant sur tous les ménages, une partie de ces prélèvements supplémentaire devant être remboursée après la fin de la guerre, l'épargne différée (*deferred pay*) étant d'autant plus grande que le revenu est modeste.

« Le problème auquel nous sommes confrontés est que le pouvoir d'achat global augmente plus vite que l'offre de biens disponibles. (...) Avant d'exposer les vraies solutions du problème, examinons deux prétendus remèdes. Le premier est le rationnement qui suppose que tous les goûts sont identiques et impose une chape bureaucratique intolérable. Le deuxième est l'impôt sur les superprofits qui ne touche que le facteur le moins important de la hausse des prix qui est due à l'augmentation du pouvoir d'achat de la classe ouvrière. Les deux vrais remèdes sont l'inflation et une augmentation des impôts sur les ménages. La hausse des prix est inévitable, mais comme les travailleurs sont devenus beaucoup plus conscients de l'indice des prix, une hausse excessive des prix ne peut que déclencher la spirale vicieuse de l'inflation salaire-prix, et causer de graves injustices sociales. Pour résoudre le problème, il faut augmenter les impôts sur la classe ouvrière, puisque les trois cinquièmes des dépenses de consommation sont effectués par ceux qui gagnent moins de 250 livres par an [Ce qui représente environ 10000 euros actuels] et que ce sont les revenus de cette catégorie qui vont augmenter d'au moins 15 %. (...). Nous devons trouver un moyen pour empêcher les individus de dépenser plus qu'avant, mais d'une façon qui évite une imposition brutale des riches et qui récompense la classe ouvrière pour son effort accru en lui donnant un droit sur des ressources futures. Elle profitera ainsi d'une augmentation de son revenu réel si elle est prête à accepter un salaire différé » [Extrait d'un article de Keynes publié dans le *Times* en novembre 1939].

Keynes recommande donc qu'environ 15 % des dépenses budgétaires soient financées par ce système d'épargne obligatoire. Les budgets anglais adoptés de 1940 à 1945 reprennent en partie seulement les propositions de Keynes, puisque le contrôle des prix et le rationnement sont introduits, mais que le système d'épargne obligatoire ne représente environ que 3 % des dépenses budgétaires. L'accent mis par Keynes sur la nécessité de lutter contre l'inflation par des moyens budgétaires – ce que Keynes appelle une « révolution dans les finances publiques » - est néanmoins largement entendu par le Chancelier de l'Echiquier : les dépenses budgétaires anglaises sont couvertes à 54 % par l'impôt durant la Seconde Guerre mondiale contre 32 % seulement pendant la Première guerre, tandis que le niveau des prix en 1945 n'est que de 30 % plus élevé que celui de 1940, alors que les prix avaient plus que doublé entre 1914 et 1918.

En juillet 1940, Keynes est appelé comme chargé de mission (à titre gracieux) au Trésor. En mai 1941, il est envoyé aux Etats-Unis pour renégocier les accords *Lend-Lease* (Prêt-bail) en arguant des difficultés financières de la Grande-Bretagne au bout de deux ans de guerre. En octobre 1941, Montagu Norman, gouverneur de la Banque d'Angleterre de 1920 à 1944, propose à Keynes de devenir membre du collège des directeurs de la Banque d'Angleterre. La nomination prend effet le 18 septembre 1941 et Keynes doit déboursier 7300 livres pour devenir actionnaire de la Banque qui est encore, à l'époque, une institution privée [La Banque d'Angleterre sera nationalisée en mars 1946].

C'est à cette époque que Keynes commence à faire circuler ses premières réflexions sur l'organisation du système monétaire et commercial international à la fin des hostilités. Ses « *Propositions pour une union monétaire internationale* » (CW, 25, 21-68) reprennent les grandes lignes du plan allemand de Schacht : création d'une Banque internationale de clearing, contrôle sévère des mouvements de capitaux, taux de change fixes déterminés en unités de monnaie internationale (baptisée *grammor* par Keynes) qui est elle-même basée sur l'or. En juin 1942, Keynes est anobli et le Baron Keynes of Tilton, également nommé président du *Committee for the Encouragement of Music and Arts*, siège désormais à la chambre des Lords. En septembre 1943, Keynes effectue son deuxième voyage officiel aux Etats-Unis et il discute le négociateur américain Harry Dexter White qui est en position de force compte tenu de la situation économique respective de la Grande-Bretagne et des Etats-Unis. La troisième mission de Keynes aux Etats-Unis se déroule en juin-juillet 1944 lors de la conférence de Bretton Woods, à l'issue de laquelle Keynes subit une nouvelle attaque cardiaque.

La dernière intervention de politique économique de Keynes a lieu en mars 1945, lorsqu'il participe au *National Debt Enquiry Committee* [Comité d'enquête sur la dette publique]. Keynes formule des recommandations très axées sur la lutte contre l'inflation pour la période de transition qui suivra la fin des hostilités. Les contrôles doivent être maintenus sur les investissements, les produits stratégiques et le marché des changes. Il en va de même pour le rationnement des consommateurs et la fiscalité très élevée du temps de guerre. Keynes explique que toutes ces mesures contraignantes devraient permettre de ne pas « durcir » la politique monétaire comme cela a été le cas après la Première Guerre mondiale.

De septembre 1945 à décembre 1945, Keynes repart une nouvelle fois aux Etats-Unis et il réussit à obtenir un prêt américain sans intérêt pendant six ans et la suppression des dettes au titre des accords *Lend-Lease*. En dépit d'une nouvelle attaque cardiaque, Keynes effectue en février 1946 un sixième voyage transatlantique pour participer à Washington, DC, aux réunions d'inauguration du FMI et de la Banque mondiale. De retour en Grande-Bretagne, il déclare lors d'un dîner à la Banque d'Angleterre au début du mois d'avril : « **Je pense de plus en plus que la solution de nos problèmes se trouve dans la « main invisible » que j'ai essayé d'expulser de la pensée économique il y a une vingtaine d'années.** ».

Keynes meurt le 21 avril 1946 et le chroniqueur du *Times* écrit : « Il faut remonter à Adam Smith pour trouver un économiste ayant une influence comparable. ».

Dans l'article posthume "*The Balance of Payments of the United States*" qui est publié en juin 1946 par *The Economic Journal*, la revue dont Keynes a été longtemps le directeur de publication, on trouve cette conversion remarquable aux thèses des économistes classiques : "Je me sens obligé de rappeler aux économistes contemporains, et ce n'est pas la première fois que les enseignements classiques contiennent des vérités permanentes d'une grande importance, que nous risquons de nos jours de ne pas entendre parce que nous les associons à d'autres doctrines que nous ne pouvons accepter sans qualifications. Il y a dans ces domaines des courants profonds à l'œuvre, des forces naturelles, comme on peut les appeler, ou la main invisible, qui ramènent vers l'équilibre".

Mais c'est bien entendu le Keynes simplifié de « la pompe à investissement » tel qu'il est expliqué dans des ouvrages comme ceux d'Abba Lerner, *Economics of Control : Principles of Welfare Economics* (1944), Lorie Tarshis, *The Elements of Economics* (1947), Seymour Harris (ed.) *The New Economics : Keynes, Influence on Theory and Public Policy* (1947), et surtout Paul Samuelson, *Economics* (1948) qui va être entendu par les hommes politiques d'après-guerre. L'ouvrage "keynésien" français de référence est celui de Lionel Stoléru, *L'équilibre et la croissance économiques*. Principes de macro-économie, Dunod, 1969.

---

## **Encadré : Harry Dexter White, l'homme de Bretton Woods**

Harry Dexter White (1892-1948) est assistant du secrétaire au Trésor en charge des affaires internationales et c'est à ce titre qu'il propose un plan très différent de celui de Keynes, dans lequel l'organisme international (ultérieurement baptisé Fonds monétaire international) n'exerce pas de fonction centrale de clearing, mais est simplement chargé, comme une caisse de secours mutuel, d'aider les pays qui ont des difficultés de balance des paiements. White est nommé directeur général du FMI en janvier 1946, mais il ne prend pas ses fonctions car il est écarté de l'administration américaine du président Truman qui le soupçonne, à juste titre, d'être un espion au service de l'Union soviétique. Cf. Robert Skidelsky, *John Maynard Keynes: Fighting for Britain, 1937-1946*, London : Macmillan, 2000, p.257.

---

## **Encadré : IS-LM, le "petit mécanisme" de Hicks** [Hicks, J.R., "*Mr. Keynes and the Classics : A Suggested Reinterpretation*", *Econometrica*, April 1937].

Qui était John Hicks ? Sir John R. Hicks (1904-1989) fait ses études d'économie à Oxford et c'est à Oxford qu'il achève en 1971 une extraordinaire carrière universitaire. On doit à Hicks plusieurs contributions importantes à la pensée économique. C'est d'abord grâce à lui que les travaux des économistes d'Europe continentale (Walras et Pareto de l'école de Lausanne, Menger et Böhm-Bawerk de l'école autrichienne et Wicksell de l'école suédoise) viennent s'intégrer à la tradition marshallienne. Hicks fait paraître en 1939 son livre majeur *Value and Capital* dans lequel il démontre que la théorie de la valeur peut être construite sans avoir à supposer que l'utilité est mesurable [John Hicks, *Value and Capital*, Oxford : Clarendon Press, 1939. trad. française, *Valeur et capital*, Paris : Dunod, 1956]. L'ouvrage est également remarquable par son exposé de la théorie de l'équilibre général et il est à l'origine, avec les travaux de Maurice Allais, du renouveau des études parétiennes. On doit à Hicks, entre autres avancées théoriques, le concept d'élasticité de substitution [J. R. Hicks and R. G. D. Allen, *A Reconsideration of the Theory of Value. Part I*, *Economica*, New Series, February 1934, pp. 52-76] et le développement de l'économie du bien-être (*Welfare Economics*) par l'introduction du "critère de compensation de Hicks" [Hicks, John R., "*The Foundations of Welfare Economics*." *Economic Journal*, December 1939, 696-712]. En 1972, John Hicks a reçu le conjointement avec Kenneth Arrow le Prix nobel d'économie « pour ses contributions avancées à la théorie de l'équilibre général et à l'économie du bien-être », mais c'est surtout pour l'introduction de ce qu'on a baptisé « le schéma IS-LM » que son nom est connu des étudiants qui s'initient à la science économique.

## Le schéma IS-LM et *La Théorie générale*

Dans son article célèbre – mais peu lu - Hicks commence par construire une théorie "classique" du chômage sous une forme "similaire à celle que M. Keynes a utilisée dans sa propre théorie ». Dans ce modèle stylisé, le revenu nominal total  $Y$  dépend de la quantité de monnaie  $M$ , l'emploi  $N$  dépend du revenu nominal total  $Y$ , l'épargne  $S$  et l'investissement  $I$  s'équilibrent par le truchement du taux d'intérêt  $i$ , et les rémunérations de facteurs sont déterminées par le niveau du salaire nominal  $w$ . "C'est plus ou moins la théorie défendue par Marshall, même si déjà du temps de Marshall, on commençait à la remettre en cause.", affirme Hicks.

Keynes rejette Marshall, dit Hicks, parce qu'il fait de la demande de monnaie une fonction du taux d'intérêt. "C'est la théorie de la préférence pour la liquidité qui est vitale, car, maintenant, c'est le taux d'intérêt  $i$ , et non le revenu  $Y$ , qui est déterminé par la quantité de monnaie  $M$ ."

Si la quantité de monnaie  $M$  et la courbe de demande d'investissement sont données, le niveau de l'emploi  $N$  - pour un niveau donné du salaire nominal  $w$  - est déterminé par le niveau d'investissement et la fonction de consommation. Hicks souligne que cette modification du modèle "classique" :

"aboutit à la conclusion étonnante, qu'un accroissement de l'incitation à investir ou de la propension à consommer, ne tend pas à faire monter le taux d'intérêt, mais à accroître l'emploi. Mais, en dépit de ce résultat, et en dépit du fait qu'une partie importante de la démonstration repose sur ce modèle, et sur lui uniquement, ce n'est pas la Théorie générale. On peut l'appeler, si on veut, la théorie spéciale de M. Keynes. La Théorie générale est quelque chose de considérablement plus orthodoxe".

Hicks "généralise" ensuite la "théorie spéciale" de Keynes. Il souligne que, dans la présentation keynésienne, la "demande de monnaie" dépend non seulement du taux d'intérêt, mais aussi du revenu nominal, par l'intermédiaire des "encaisses de transaction", ce qui représente, selon lui, "un net retour à l'orthodoxie marshallienne". "Si l'on souhaite que la théorie soit vraiment Générale, l'élégance mathématique voudrait qu'on retrouve  $Y$  (le revenu) et  $i$  (le taux d'intérêt) dans les trois équations représentant l'épargne, l'investissement et la monnaie."

Hicks est donc arrivé à transformer l'exposé fait par Keynes des causes qui conduisent l'économie à une situation de sous-emploi en un système d'équations simultanées dont le résultat dépend des hypothèses faites sur les "propensions" à investir et à consommer.

La "vision de Keynes" qui insiste sur « les facteurs latents que sont l'état de doute extrême, la précarité, l'espoir et la crainte » est remplacée par la généralisation de John Hicks qui « fait abstraction du fait que nous avons une connaissance limitée de l'avenir ». Keynes ne s'oppose pas à cette mutation, mais il prend son temps pour répondre au bout de six mois : "J'ai trouvé votre contribution très intéressante et, vraiment, je n'ai pratiquement aucune critique à formuler." (CW, 14, 82).

La Théorie générale "généralisée" trouve donc sa représentation graphique : deux courbes mutuellement dépendantes **IS** et **LM**, le revenu et le taux d'intérêt jouant le rôle de coordonneurs de l'ensemble. Dans son article original, Hicks parle de la courbe **LL**. Depuis la publication en 1949 de l'ouvrage très « keynésien hydraulique » *Monetary Theory and Fiscal Policy* d'Alvin Hansen, l'habitude s'est prise de parler de la courbe **LM**

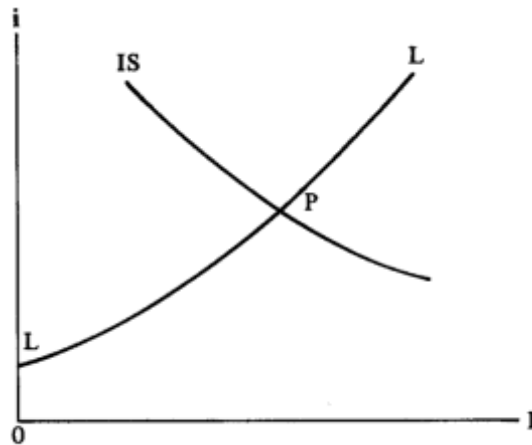


Figure 1.

### Le graphique original de John Hicks

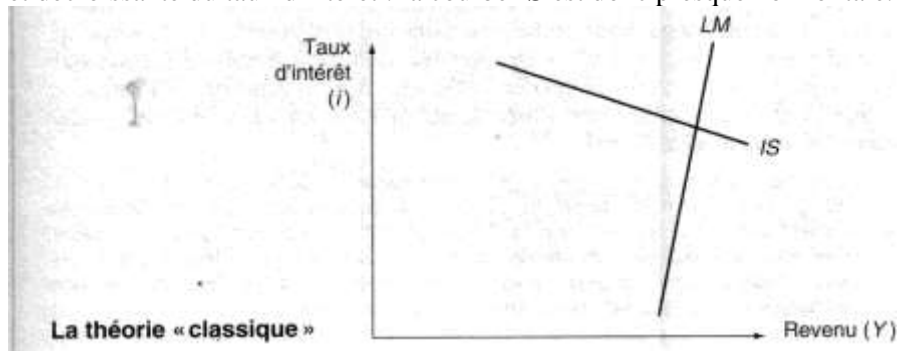
La courbe **LM** représente l'ensemble des combinaisons du revenu national **Y** et du taux d'intérêt **i** pour lesquelles la "demande de monnaie" **L** est égale à l'offre de monnaie **M** elle-même déterminée de façon exogène. La pente ascendante de la courbe **LM** correspond à l'idée que la "demande de monnaie" est une fonction croissante du revenu et décroissante du taux d'intérêt.

La courbe **IS** représente l'ensemble des combinaisons de revenu national **Y** et du taux d'intérêt **i** pour lesquelles l'investissement **I** est égal à l'épargne **S**. La pente descendante de la courbe **IS** correspond à l'idée que l'investissement augmente si le taux d'intérêt est plus faible et qu'il diminue si le revenu augmente.

L'intersection des deux courbes détermine le niveau d'équilibre du revenu **Y** et du taux d'intérêt **i** pour une quantité donnée de monnaie.

Les pentes et les positions respectives des deux courbes dépendent des hypothèses qui sont faites sur les déterminants de l'épargne, de l'investissement et de la demande de monnaie.

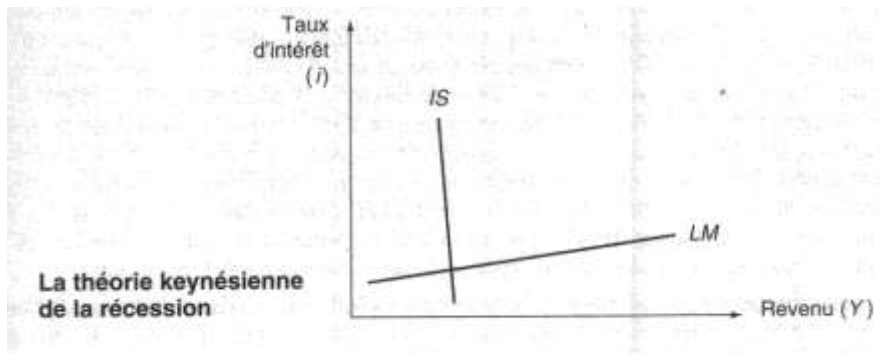
Dans le cas « classique », la "demande de monnaie" est principalement une demande d'encaisse de transactions largement déterminée par le revenu **Y** et quasiment indépendante du taux d'intérêt **i** : la courbe **LM** est donc presque verticale. L'épargne et l'investissement sont des fonctions (respectivement) croissante et décroissante du taux d'intérêt : la courbe **IS** est donc presque horizontale.



On retrouve facilement sur la figure ci-dessus le "point de vue du Trésor" des adversaires de Keynes dans la Commission Macmillan de 1930. Comme la masse monétaire est fixée par l'étalon-or, il est impossible d'utiliser la politique monétaire. Une politique de travaux publics financée par l'emprunt qui cherche à déplacer la courbe **IS** vers la droite "évince" un montant équivalent d'investissements privés. La politique macro-économique budgétaire est inefficace et le chômage reste à son "taux naturel".

Dans le cas "keynésien", la "demande de monnaie" est principalement déterminée par la "préférence pour la liquidité", c'est-à-dire par le taux d'intérêt **i**. La courbe **LM** est donc presque horizontale. De son côté, l'épargne est principalement déterminée par le niveau de revenu **Y**. La courbe **IS** est donc presque verticale. A supposer qu'il soit possible d'augmenter la quantité de monnaie, l'effet serait dérisoire. C'est ici que la politique de "grands travaux" peut intervenir en déplaçant la courbe **IS** vers la droite, par accroissement de l'investissement et du revenu, le surcroît d'investissement étant financé par l'augmentation de l'épargne engendrée par le revenu supplémentaire.





La "théorie spéciale" de Keynes est une combinaison des deux situations précédentes : Keynes admet que la situation de l'économie est normalement telle que la politique monétaire peut agir sur l'équilibre en abaissant le taux d'intérêt - la courbe **LM** a une pente significative – ce qui entraîne un volume plus élevé d'investissement et une augmentation du revenu national.

Le "petit mécanisme" de Hicks peut être ainsi utilisé pour illustrer de nombreuses situations. Hicks reconnaît toutefois que "[ses] courbes ne sont pas réellement déterminées" puisque l'hypothèse d'anticipations données et stables est tout à fait irréaliste : lorsqu'une courbe se déplace, il y a nécessairement des répercussions sur l'autre courbe. C'est ce que souligne Keynes dans son article de février 1937, « *The General Theory of Employment* » [La théorie générale de l'emploi] :

"J'accuse la théorie économique (...) d'être elle-même une de ces jolies techniques raffinées qui tentent de parler du présent en faisant abstraction du fait que nous avons une connaissance limitée de l'avenir (...) L'hypothèse d'un avenir prévisible par le calcul mène à une interprétation erronée des principes de conduite que le besoin d'agir nous conduit à adopter, et à une sous-estimation des facteurs latents que sont l'état de doute extrême, la précarité, l'espoir et la crainte" (CW, 14, 1).

Soixante-dix ans plus tard, le modèle **IS-LM** demeure toutefois l'interprétation de Keynes la plus largement utilisée dans les manuels universitaires de macro-économie et dans les modèles de prévision macro-économiques des grandes institutions nationales et internationales.

## Que faut-il retenir de l'influence de John Maynard Keynes ?

Le message keynésien est souvent ramené à quelques concepts mécaniques – la demande globale, la propension à consommer, le multiplicateur – et à une expression « les quantités s'ajustent, mais pas les prix » qui justifie le « réamorçage de la pompe » par l'État. En fait, Keynes, l'économiste pragmatique, parle beaucoup plus des anticipations des agents économiques et de l'incertitude complète dans laquelle nous devons, à chaque instant prendre des décisions complexes, qu'il ne se fait le défenseur de modèles macro-économiques sophistiqués : « Pour l'essentiel, les travaux d'économie « mathématique », comme ceux qui défigurent de plus en plus les pages des revues contemporaines, sont de simples bricolages qui ne servent qu'à donner aux non-mathématiciens une satisfaction esthétique illusoire qui ne repose que sur l'habillage mathématique » (CW, 14, 511).

Keynes, l'économiste psychologue, souligne l'importance décisive de l'état de l'opinion (ce qu'il appelle « la convention »), et de l'état de la confiance sur les marchés financiers et les décisions d'investissement : « Un spéculateur est quelqu'un qui accepte de courir un risque qu'il connaît, alors qu'un investisseur est quelqu'un qui accepte de prendre un risque qu'il ne connaît pas » (CW, 12, 108).

Keynes, l'économiste monétaire, explique comment la Banque centrale peut mener une politique monétaire « crédible » et arriver ainsi à stabiliser à la baisse les taux longs : « Je suis loin d'être convaincu par la thèse récente selon laquelle les taux d'intérêt ne jouent qu'un faible rôle dans la détermination du volume des investissements. Il se peut que d'autres influences soient déterminantes dans le démarrage d'une reprise. Mais je suis tout à fait convaincu qu'un niveau bas des taux d'intérêt peut jouer un rôle énorme dans le maintien des investissements à un niveau donné et, d'autre part, qu'une évolution à la baisse des taux d'intérêt permet de réaliser des investissements à plus grande échelle pendant plus longtemps » (Lettre de Keynes datée du 6 juin 1941). C'est exactement ce que pensent et ce que cherchent à réaliser Joseph Powell et Mario Draghi, respectivement présidents du *Federal Reserve Board* [La Réserve fédérale] et de la Banque centrale européenne.

Keynes, l'économiste « radical-socialiste », est particulièrement conscient des dangers inflationnistes des politiques intempestives de stimulation de la demande, en particulier si le marché du travail est rigide, et cela même si le niveau du chômage semble encore élevé : « Il est facile d'utiliser 80 à 90 % des ressources nationales sans vraiment réfléchir à la façon dont les choses vont s'arranger, car il y a toujours une marge de manœuvre avec laquelle on peut jouer. Par contre, ce n'est pas du tout pareil de chercher à employer 95 à

100 % des ressources nationales. Même en organisant et en prévoyant, cet effort peut conduire à l'inflation » (*The Times*, March 11, 1937 »).

Keynes, l'économiste anti-keynésien, interrogé en février 1946 par Hayek qui lui demande si ce que certains de ses disciples racontent sur sa théorie ne l'inquiète pas, se veut rassurant :

« Après avoir fait des commentaires peu flatteurs sur les personnes en question, Keynes me rassure : de telles idées étaient vraiment nécessaires au moment où il les a exprimées, mais si elles s'avéraient dangereuses, je pourrais compter sur lui pour retourner très vite l'opinion publique – et il fait un mouvement rapide de la main pour montrer comment ça pourrait se faire rapidement. Mais trois mois plus tard, il était mort » (F.A. Hayek, *Studies in Philosophy, Politics and Economics*, University of Chicago Press, 1967, p. 348).

Enfin et malheureusement, Keynes, l'économiste élitiste, dont le vocabulaire ne contient pas le mot « démocratie », affirme : « Je pense que la bonne solution d'une planification modérée viendra d'éléments intellectuels et scientifiques qui devront être au-dessus des têtes de la grande masse d'électeurs plus ou moins illettrés » (CW, 27, 386).