

**John Maynard KEYNES (1936)**

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

Traduit de l'Anglais par Jean- de Largentaye (1942)

## **Livres IV, V et VI**

Un document produit en version numérique par Jean-Marie Tremblay,  
professeur de sociologie au Cégep de Chicoutimi

Courriel: [jmt\\_sociologue@videotron.ca](mailto:jmt_sociologue@videotron.ca)

Site web: <http://pages.infinit.net/sociojmt>

Dans le cadre de la collection: "Les classiques des sciences sociales"

Site web: [http://www.uqac.quebec.ca/zone30/Classiques\\_des\\_sciences\\_sociales/index.html](http://www.uqac.quebec.ca/zone30/Classiques_des_sciences_sociales/index.html)

Une collection développée en collaboration avec la Bibliothèque  
Paul-Émile-Boulet de l'Université du Québec à Chicoutimi

Site web: <http://bibliotheque.uqac.quebec.ca/index.htm>

Cette édition électronique a été réalisée par Jean-Marie Tremblay, professeur de sociologie au Cégep de Chicoutimi à partir de :

John Maynard KEYNES

Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie (1936)

Livres IV, V et VI.

Traduit de l'Anglais par Jean- de Largentaye (1942)

Une édition numérique réalisée à partir du livre de John Maynard Keynes, **Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie** (1936). Traduit de l'Anglais par Jean de Largentaye (1942). Paris : Éditions Payot, 1942.

Polices de caractères utilisée :

Pour le texte: Times, 12 points.

Pour les citations : Times 10 points.

Pour les notes de bas de page : Times, 10 points.

Toutes les formules ont été réalisées avec l'Éditeur d'Équations du traitement de textes, ce qui rend manipulable toutes les formules.

Édition électronique réalisée avec le traitement de textes Microsoft Word 2001 pour Macintosh.

Mise en page sur papier format  
LETTRE (US letter), 8.5'' x 11''

Édition complétée le 20 juin 2002 à Chicoutimi, Québec.



# Table des matières

[Voir le premier fichier](#)

Préface pour l'édition française, 1942  
préface de l'édition anglaise, 1936  
note du traducteur, 1942

## Livre I

Introduction

- I. - La théorie générale
- II. - Les postulats de l'économie classique
- III. - Le principe de la demande effective

## Livre II : Définitions et concepts

- IV. - Le choix des unités
- V. - De la prévision en tant qu'elle détermine le volume de la production et de l'emploi
- VI. - La définition du revenu, de l'épargne et de l'investissement
  - I. - Le revenu
  - II. - L'épargne et l'investissement
- VII. - Appendice sur le Coût d'usage  
Nouvelles considérations sur le sens des notions d'épargne et d'investissement

## Livre III : La propension à consommer

- VIII. - La propension à consommer I. - LES facteurs objectifs
- IX. - La propension à consommer II. - LES facteurs subjectifs
- X. - La propension marginale à consommer et le multiplicateur

## **Livre IV : L'incitation à investir**

- XI. - [L'efficacité marginale du capital](#)
- XII. - [L'état de la prévision à long terme](#)
- XIII. - [La théorie générale du taux de l'intérêt](#)
- XIV. - [La théorie classique du taux de l'intérêt](#)

*Appendice* relatif aux taux de l'intérêt tel qu'il apparaît dans les *Principes d'Économie* de Marshall, dans les *Principes d'Économie Politique* de Ricardo, et en d'autres ouvrages

- XV. - [Les motifs psychologiques et commerciaux de la liquidité](#)
- XVI. - [Observations diverses sur la nature du capital](#)
- XVII. - [Les propriétés essentielles de l'intérêt et de la monnaie](#)
- XVIII. - [Nouvel exposé de la théorie générale](#)

## **Livre V : Salaires nominaux et prix**

- XIX. - [Variations des salaires nominaux](#)

*Appendice* sur la *Théorie du Chômage* du Professeur Pigou

- XX. - [La fonction de l'emploi](#)
- XXI. - [La théorie des prix](#)

## **Livre VI : Notes succinctes suggérées par la théorie générale**

- XXII. - [Notes sur le cycle économique](#)
- XXIII. - [Notes sur le mercantilisme, les lois contre l'usure, la monnaie estampillée, et les théories de la sous-consommation](#)
- XXIV. - [Notes finales sur la philosophie sociale à laquelle la théorie générale peut conduire](#)

## **LEXIQUE**

# Livre IV

## L'incitation à investir

[Retour à la table des matières](#)

Livre IV : L'incitation à investir

## Chapitre XI

---

# L'efficacité, marginale du capital

### I

[Retour à la table des matières](#)

Quand un homme achète un bien de capital ou investissement, il achète le droit à la série de revenus escomptés qu'il espère tirer pendant la durée de ce capital de la vente de sa production, déduction faite des dépenses courantes nécessaires à obtenir ladite production. Il sera commode d'appeler cette série d'annuités  $Q_1, Q_2 \dots Q_N$  le *rendement escompté* de l'investissement.

En regard du *rendement escompté* de l'investissement, nous avons le *prix d'offre* du bien de capital. Ce terme désigne, non le prix de marché auquel un capital du même type peut être en fait acheté sur le marché, mais bien le prix qui est juste suffisant pour décider un fabricant à produire une unité nouvelle supplémentaire de ce capital, c'est-à-dire ce que l'on appelle parfois son *coût de remplacement*. La relation entre le rendement escompté d'un capital et son prix d'offre ou coût de remplacement, i. e. la relation entre le rendement escompté et le coût de production d'une unité supplémentaire de ce capital, nous donne *l'efficacité marginale de ce capital*. Plus précisément nous définirons l'efficacité marginale d'un capital le taux d'escompte qui, appliqué à la série d'annuités constituée par les rendements escomptés de ce capital pendant son existence entière, rend la valeur actuelle des annuités égale au prix d'offre de ce capital. Ceci nous donne les efficacités marginales des différents types de capital. La

plus élevée de ces efficacités marginales peut être considérée comme l'efficacité marginale du capital en général.

Le lecteur observera que l'efficacité marginale du capital est définie ici en fonction de la *prévision* de rendement d'un capital et de son prix d'offre *courant*. Elle dépend de l'importance du revenu attendu de l'argent lorsqu'on l'investit dans un capital *nouveau*, et non de la relation effective qu'après la fin de la vie d'un capital on constate rétrospectivement entre son rendement réel et son coût originel.

Lorsque l'investissement dans un type quelconque de capital s'accroît durant une certaine période, l'efficacité marginale de ce capital diminue pour deux raisons à mesure que l'investissement augmente. D'abord le rendement escompté de ce capital diminue lorsque son offre augmente. Ensuite la compétition autour des ressources servant à le produire tend normalement à faire monter son prix d'offre. C'est en général le second facteur qui dans un temps limité contribue principalement à établir l'équilibre ; mais, plus la période considérée est longue, et plus le premier tend à se substituer au second. On peut donc tracer pour chaque type de capital une courbe indiquant de combien l'investissement dans ce capital doit s'accroître au cours de la période pour que la valeur de son efficacité marginale baisse à un chiffre quelconque. On peut ensuite, en additionnant pour tous les types de capital les flux d'investissement qui correspondent à une même valeur de l'efficacité marginale, tracer la courbe reliant les divers flux globaux d'investissement aux valeurs de l'efficacité marginale qui leur correspondent. Nous appellerons cette courbe tantôt la courbe de la demande de capital tantôt la courbe de l'efficacité marginale du capital.

Dès lors il est évident que le flux effectif d'investissement tend à augmenter jusqu'à ce qu'il n'y ait plus aucune catégorie de capital dont l'efficacité marginale soit supérieure au taux de l'intérêt courant. En d'autres termes, l'investissement tend à grossir jusqu'à ce que sur la courbe de la demande de capital l'efficacité marginale tombe au niveau du taux d'intérêt du marché <sup>1</sup>.

Cette idée peut être exprimée sous une autre forme. Si  $Q$  est le rendement escompté d'un capital à l'époque future  $r$ , et  $d_r$  la valeur actuelle calculée au moyen du *taux d'intérêt courant* de £ 1 disponible dans  $r$  années, le prix de demande de ce capital sera  $\Sigma Q_r d_r$ . L'investissement se développera donc jusqu'à ce que  $\Sigma Q_r d_r$  soit égal à son prix d'offre, tel qu'il a été défini au début du chapitre. Si au contraire  $\Sigma Q_r d_r$  est inférieur au prix d'offre, il n'y aura aucun investissement dans le capital en question.

Il s'ensuit que l'incitation à investir dépend en partie de la courbe de la demande de capital et en partie du taux de l'intérêt. On devra attendre la fin du Livre IV pour embrasser sous la forme complexe qu'ils revêtent dans la réalité l'ensemble des facteurs qui déterminent le flux d'investissement. Néanmoins nous demandons au lecteur de noter tout de suite que ni la connaissance du rendement escompté d'un capital ni celle de son efficacité marginale ne permettent de déterminer le taux de

<sup>1</sup> Pour la simplicité de l'exposé nous avons négligé le fait que l'on a affaire à une gamme de taux d'intérêt et de taux d'escompte correspondant aux périodes différentes qui doivent s'écouler avant que les divers rendements du capital apparaissent. Mais il est aisé de refaire le raisonnement en tenant compte cette difficulté.

l'intérêt ou la valeur présente de ce capital. Il faut tirer le taux de l'intérêt d'une autre source et C'est alors seulement qu'on peut connaître la valeur d'un investissement en « capitalisant » son rendement escompté.

## II

Comment la définition de l'efficacité marginale du capital qui vient d'être donnée se relie-t-elle à l'usage courant ? La *Productivité*, le *Rendement*, l'*Efficacité* ou l'*Utilité* marginales du capital sont des termes familiers dont nous nous sommes tous fréquemment servis, Mais il n'est pas facile de trouver dans la littérature économique une claire définition du sens que les économistes ont généralement voulu leur donner.

Trois équivoques pour le moins doivent être dissipées. La première porte sur le point de savoir si l'on s'attache à l'accroissement de production physique par unité de temps qui résulte de l'emploi supplémentaire d'une unité physique de capital, ou bien à l'accroissement de valeur qui résulte de l'emploi additionnel d'une unité de valeur de capital. Dans le premier cas la définition de l'unité physique de capital soulève des difficultés qui nous paraissent à la fois insolubles et dépourvues d'intérêt. Sans doute peut-on dire que sur une aire déterminée dix laboureurs récolteront plus de blé s'ils sont en mesure d'employer plus de machines ; mais nous ne voyons pas le-moyen de réduire cette idée à une expression arithmétique intelligible sans revenir à la notion de valeur. Maintes discussions sur ce sujet semblent néanmoins se rapporter à la productivité physique du capital, entendue dans un certain sens ; mais les auteurs ne réussissent pas à se faire clairement comprendre.

La deuxième question qui se pose est de savoir si l'efficacité marginale du capital est une quantité absolue ou une proportion. Les contextes où elle intervient et le fait qu'on la traite habituellement comme si elle avait la même dimension que le taux d'intérêt exigent, semble-t-il, qu'elle soit une proportion. Mais il est rare qu'on indique clairement la nature des quantités qui sont supposées constituer les deux termes du rapport.

Reste enfin une distinction, dont la méconnaissance a été la principale source de confusion et d'erreur, savoir, la distinction entre l'accroissement de valeur que l'emploi d'une quantité additionnelle de capital doit procurer dans la situation *actuelle* et la série des accroissements de valeur qu'on espère obtenir pendant *l'existence entière* du capital additionnel ; i. e. entre  $Q_1$  et la série complète  $Q_1, Q_2 \dots Q_r \dots$ . Cette distinction pose tout le problème du rôle de la prévision dans la théorie économique. La plupart des discussions relatives à l'efficacité marginale du capital semblent négliger les termes de la série autres que  $Q_1$ . Une telle méthode ne pourrait se justifier que dans une théorie statique où les valeurs de  $Q$  seraient toutes égales. La théorie ordinaire de la distribution des richesses, qui suppose que le capital obtient *actuellement* un revenu égal à sa productivité marginale (dans un sens ou dans un autre), ne vaut que dans une économie stationnaire. Le revenu global dont le capital bénéficie - dans la période Courante n'a pas de rapport direct avec son efficacité marginale ; le revenu courant à la limite de la production bénéficiaire (i. e. le revenu



qui entre dans le prix d'offre de la production) n'est autre que le coût d'usage, lequel n'est pas en relation immédiate avec l'efficacité marginale.

Il est remarquable qu'aucune explication claire n'ait été donnée du sujet. Cependant, nous estimons que le sens défini ci-dessus est très voisin de celui qu'avait ce terme dans l'esprit de Marshall. La propre expression dont il se sert est « l'efficacité marginale nette » d'un facteur de production ; ou encore « l'utilité marginale du capital ». On trouvera ci-dessous un résumé des passages les plus significatifs que nous ayons pu trouver dans ses *Principles* (6e édition, pp. 519-520). Afin d'exprimer l'essentiel de sa thèse nous avons assemblé des phrases qui ne se suivent pas dans son texte :

« Supposons que dans une fabrique un supplément de machines valant £ 100 puisse être utilisé en des conditions telles que leur emploi n'entraîne aucune dépense supplémentaire autre que leur coût et détermine un accroissement de production nette ayant une valeur de £ 3 par an, déduction faite de leur amortissement. Si les personnes qui investissent engagent d'abord leurs capitaux dans les emplois qui paraissent susceptibles de fournir un rendement élevé et si, ces investissements une fois réalisés et l'équilibre établi, l'emploi du supplément de machines considéré est encore une opération tout juste payante, on peut en déduire que le taux annuel de l'intérêt est 3 pour cent. Mais des exemples de ce genre n'illustrent qu'en partie l'action des grandes causes qui gouvernent la valeur. On ne peut sans raisonner en cercle vicieux s'en servir pour construire une théorie du taux de l'intérêt ou même une théorie des salaires... Supposons que le taux d'intérêt afférent à des obligations parfaitement garanties soit 3 pour cent l'an et que l'industrie chapelière absorbe un million de Livres. Ceci signifie que, jusqu'à concurrence de l'équivalent d'un million de Livres, cette industrie est en mesure de tirer du capital un profit suffisant pour qu'elle ait avantage à payer chaque année 3 pour cent net pour l'utiliser plutôt qu'à s'en passer. Il peut exister de l'outillage dont l'industrie n'aurait pas voulu être privée même si le taux de l'intérêt avait été 20 pour cent l'an. Si le taux de l'intérêt avait été 10 pour cent l'on aurait employé plus d'outillage ; s'il avait été 6, plus encore; s'il avait été 4, plus encore; et finalement, le taux de l'intérêt étant 3 pour cent, l'on emploie un outillage encore plus considérable. Lorsque ce volume d'outillage est employé, son efficacité marginale, c'est-à-dire celle des machines qu'il est tout juste avantageux d'employer, a pour mesure 3 pour cent ».

Marshall avait donc vu, cela ne fait aucun doute, qu'on ne pouvait, sans s'engager dans un cercle vicieux, chercher à déterminer par un tel raisonnement la valeur effective du taux de l'intérêt <sup>1</sup>. Dans ce passage, il semble adopter la conception exposée ci-dessus d'après laquelle le taux de l'intérêt détermine le montant que l'investissement nouveau tend à atteindre lorsque la courbe de l'efficacité marginale est donnée. Si le taux de l'intérêt est égal à 3 %, ceci signifie qu'aucune personne n'achètera une machine de 100 Livres à moins qu'elle n'espère ajouter ainsi £ 3 à sa production nette annuelle, compte tenu de la dépréciation de la machine et des coûts qui résultent de son emploi. Mais nous verrons au Chapitre XIV qu'en d'autres passages Marshall se

---

<sup>1</sup> Mais n'avait-il pas tort de supposer que la théorie des salaires fondée sur la productivité marginale était également un cercle vicieux ?

montre moins circonspect, encore qu'il batte en retraite lorsque son raisonnement le conduit sur un sol mouvant.

Bien qu'il n'emploie pas l'expression d' « efficacité marginale du capital », le Professeur Irving Fisher dans sa *Theory of Interest* (1930) donne de ce qu'il appelle le « taux de rendement par rapport au coût » une définition identique à la nôtre. « Le taux de rendement par rapport au coût » écrit-il <sup>1</sup> - « est le taux qui, employé pour calculer la valeur actuelle de tous les coûts et la valeur actuelle de tous les rendements, rend ces deux quantités égales. » Le Professeur Fisher explique que l'extension de l'investissement dans une direction quelconque dépend de la relation existant entre le taux de l'intérêt et le taux de rendement par rapport au coût. Pour provoquer un investissement nouveau « le taux de rendement par rapport au coût doit être supérieur au taux de l'intérêt » <sup>2</sup> Cette grandeur nouvelle (ou ce facteur nouveau) introduite dans notre étude joue le rôle principal dans la partie de la théorie de l'intérêt qui a trait à l'opportunité de l'investissement » <sup>3</sup>. La notion « de taux de rendement par rapport au coût » du professeur Fisher et notre concept d' « efficacité marginale du capital » ont donc le même sens et servent au même usage.

### III

La confusion la plus importante quant au sens et à la portée de l'efficacité marginale du capital a eu pour origine la méconnaissance du fait que cette efficacité marginale dépend du rendement *escompté* du capital, et non pas simplement de son rendement courant. La meilleure façon d'illustrer ce fait sera d'indiquer l'effet produit sur ladite efficacité marginale par une prévision de changements dans le coût escompté de la production, que ces changements soient attendus d'inventions et de techniques nouvelles ou bien de variations dans le coût du travail, c'est-à-dire dans l'unité de salaire. La production obtenue à l'aide de l'équipement fabriqué aujourd'hui concourra pendant l'existence de cet équipement avec la production qui sera obtenue à l'aide d'équipements fabriqués plus tard. Il se peut que, au moment où ces derniers équipements seront fabriqués, le coût du travail soit moins élevé et la technique meilleure. Ces équipements pourraient alors être rémunérés, même si leur production était vendue à un prix moindre ; et leur quantité s'accroîtrait jusqu'à ce que le prix de vente de leur production fût égal au chiffre minimum nécessaire à les rémunérer. D'autre part le profit (exprimé en monnaie) que les entrepreneurs tireront de leur équipement, ancien ou nouveau, se trouvera réduit s'il advient que la production tout entière soit fabriquée à meilleur marché. L'efficacité marginale actuelle du capital diminue dans la mesure où de tels événements paraissent probables ou simplement possibles.

C'est par là que l'attente d'une variation de valeur de la monnaie influe sur le volume de la production courante. La perspective d'une baisse de valeur de la monnaie stimule l'investissement et par suite, en règle générale, l'emploi, parce qu'elle élève la courbe de l'efficacité marginale du capital, i. e. la courbe de la demande de

<sup>1</sup> Op. cit., p. 168.

<sup>2</sup> Op. cit., p. 159.

<sup>3</sup> Op. cit., p. 155.

capital ; la perspective d'une hausse de valeur de la monnaie produit au contraire un effet déprimant, parce qu'elle abaisse la courbe de l'efficacité marginale du capital.

Telle est la vérité contenue dans la théorie que le Professeur Irving Fisher a le premier dénommée « Appréciation et Intérêt » et qui distingue du taux nominal de l'intérêt le taux réel qui est égal au premier dûment corrigé pour tenir compte des variations de valeur de la monnaie. Mais il est difficile de trouver un sens à la théorie ainsi présentée, car on ne sait pas si elle suppose que la variation de valeur de la monnaie est ou non prévue. L'on ne sort pas du dilemme suivant : si la variation n'est pas prévue, son effet sur les affaires courantes est nul ; si elle est prévue, le prix des richesses existantes s'ajuste instantanément de manière à rétablir l'égalité d'avantages entre la détention de ces richesses et la conservation de la monnaie, il est alors trop tard pour que les détenteurs de monnaie puissent réaliser sur le taux de l'intérêt un gain ou une perte qui compense la variation attendue dans la valeur de la monnaie pendant la durée du prêt. C'est en vain que le Professeur Pigou cherche à sortir du dilemme en supposant que la variation attendue dans la valeur de la monnaie est prévue par les uns et non par les autres.

L'erreur consiste à croire que les variations attendues dans la valeur de la monnaie agissent directement sur le taux de l'intérêt alors qu'en fait elles agissent sur l'efficacité marginale d'un stock donné de capital. Le prix des capitaux *existants* s'ajuste toujours aux variations attendues dans la valeur future de la monnaie. Si ces variations attendues jouent un rôle important, c'est parce que, en faisant varier l'efficacité marginale du capital, elles agissent sur la tendance à produire des capitaux *nouveaux*. L'attente d'une hausse des prix a un effet stimulant, non parce qu'elle fait monter le taux de l'intérêt (ce serait une manière paradoxale de stimuler la production ; dans la mesure où le taux de l'intérêt monte, l'effet stimulant est au contraire annulé par cette hausse), mais bien parce qu'elle accroît l'efficacité marginale d'un stock donné de capital. Si le taux de l'intérêt devait monter de pair avec l'efficacité marginale du capital, l'attente d'une hausse des prix ne produirait *aucun* effet stimulant. L'impulsion donnée à la production résulte du fait que l'efficacité marginale d'un stock donné de capital monte *par rapport* au taux de l'intérêt. Il y aurait certainement avantage à refaire la théorie du Professeur Fisher en fonction d'« un taux réel de l'intérêt » qui serait par définition celui qui, lors d'un changement de l'état de la prévision relative à la valeur future de la monnaie, devrait prévaloir pour soustraire la production courante à l'influence de ce changement <sup>1</sup>.

Il convient de noter que l'attente d'une diminution du taux de l'intérêt *abaisse* la courbe de l'efficacité marginale du capital ; elle signifie que la production obtenue à l'aide de l'équipement créé aujourd'hui devra concourir pendant une partie de l'existence de cet équipement avec la production qui sera obtenue à l'aide d'un équipement auquel suffira un moindre revenu. L'effet déprimant d'une telle attente ne sera d'ailleurs pas très sensible ; car les prévisions des gammes de taux d'intérêt à différents termes destinées à prévaloir aux époques futures se reflètent en partie dans la gamme des taux d'intérêt à différents termes qui prévaut aujourd'hui. Un certain effet déprimant pourra néanmoins se produire, car il se peut qu'à la fin de l'existence de l'équipement fabriqué aujourd'hui la production obtenue avec son aide ait à concourir avec la production provenant d'équipements beaucoup plus récents ; or un revenu

<sup>1</sup> Cf. l'article de M. Robertson sur « Les Fluctuations de l'Industrie et le Taux Naturel de l'intérêt », *Economic Journal*, décembre 1934.

moindre pourra suffire à rémunérer ces derniers équipements si les taux d'intérêt sont moins élevés pour les périodes postérieures à la disparition du premier.

Il importe de comprendre l'influence des variations de la prévision sur l'efficacité marginale d'un stock donné de capital, car c'est principalement cette influence qui rend l'efficacité marginale du capital sujette à ces fluctuations d'une certaine violence qui expliquent le Cycle Économique. Au Chapitre XXII nous montrerons comment on peut décrire et analyser l'alternance d'essor et de dépression en fonction des variations de l'efficacité marginale du capital par rapport au taux de l'intérêt.

## IV

Deux sortes de risques influent sur l'importance de l'investissement ; entre eux la distinction n'a pas souvent été faite encore qu'il importât de la faire. Le premier de ces risques, celui de l'entrepreneur ou emprunteur, naît des doutes qu'il conçoit lui-même quant à la -probabilité d'obtenir effectivement le rendement qu'il espère. Lorsqu'un homme expose son propre argent, c'est le seul risque qui intervient.

Mais, quand existe un système de crédit, nous entendons par là, quand on peut octroyer des prêts en les entourant d'une marge de garantie réelle ou, personnelle, il intervient une seconde sorte de risque que nous appellerons le risque du prêteur. Ce risque peut être dû soit à une contingence morale, carence volontaire ou autre manquement, légal parfois, soit à une insuffisance possible de la marge de garantie, c'est-à-dire à un défaut involontaire cause par une prévision déçue. On pourrait encore mentionner un troisième risque dû à la possibilité d'une variation défavorable de la valeur de l'étalon monétaire, risque qui diminue à concurrence de son montant la sécurité d'une créance monétaire par rapport à celle d'un capital réel, encore que la totalité ou la majeure partie de ce risque soit déjà reflétée et donc incorporée dans le prix des richesses réelles durables.

Or le risque de la première catégorie est, en un certain sens, une charge nécessaire de la communauté, charge qui peut d'ailleurs être allégée par la division des risques et par une exactitude plus grande de la prévision. Le risque de la seconde catégorie est, au contraire, une pure addition au Coût de l'investissement ; il n'existerait pas, si le prêteur et l'emprunteur étaient une même personne. De plus une partie de ce dernier risque double une fraction du risque de l'entrepreneur. Dans le calcul du minimum de rendement escompté exigé par l'investissement, cette fraction se trouve ajoutée deux fois au taux de l'intérêt pur. Le caractère aléatoire d'un investissement contribue d'abord à agrandir la marge entre la prévision de rendement de l'entrepreneur et le taux d'intérêt auquel il jugera avantageux d'emprunter ; et ce même motif pousse encore le prêteur à exiger, pour consentir le prêt, un écart plus fort entre sa rémunération et le taux, de l'intérêt pur (sauf si la puissance et la richesse de l'emprunteur lui permettent d'offrir une marge exceptionnelle de garantie).

L'espoir d'un résultat très favorable peut compenser le risque dans l'esprit de l'emprunteur, mais il n'est pas de nature à enhardir le prêteur.

Le fait qu'une portion du risque entre deux fois en ligne de compte n'a pas à notre connaissance été encore mis en relief ; il peut cependant avoir de, l'importance dans

certains cas. En période de hausse le public est capable de sous-évaluer dans une proportion anormale et dangereuse tant le risque de l'emprunteur que celui du prêteur.

## V

La courbe de l'efficacité marginale du capital est d'une importance fondamentale, car c'est surtout par elle que la, prévision de l'avenir influe sur le présent (beaucoup plus que par le taux de l'intérêt). En considérant que l'efficacité marginale du capital est surtout fonction du rendement *courant* de l'équipement, ce qui n'est vrai que dans une économie stationnaire, où aucun changement futur ne peut agir sur le présent, on a commis une erreur qui rompt le lien théorique entre aujourd'hui et demain. Déjà l'intérêt est virtuellement <sup>1</sup> un phénomène *courant*, si on réduit l'efficacité marginale du capital à la même dimension, on renonce à faire intervenir directement l'influence du futur dans l'analyse de l'équilibre présent.

Le fait que la théorie économique contemporaine repose sur les hypothèses de l'état stationnaire lui enlève beaucoup de sa portée pratique. L'introduction des concepts de coût d'usage et d'efficacité marginale du capital contribuera, nous l'espérons, à la rapprocher de la réalité et réduira au minimum le degré d'adaptation nécessaire.

C'est l'existence d'un équipement durable qui rattache l'économie future à l'économie présente. Que le futur influe sur le présent par l'intermédiaire du prix de demande des biens durables, c'est un fait qui se concilie et même s'accorde pleinement avec notre sentiment intuitif.

---

<sup>1</sup> Mais non complètement, car le taux de l'intérêt reflète en partie l'incertitude de l'avenir. De plus, la relation entre les taux d'intérêt à différents termes dépend des prévisions.

Livre IV : L'incitation à investir

## Chapitre XII

---

### L'état de la prévision à long terme.

#### I

[Retour à la table des matières](#)

Nous avons vu au chapitre précédent que le flux effectif d'investissement dépend de la relation entre le taux de l'intérêt et la courbe qui exprime les variations de l'efficacité marginale du capital en fonction du flux d'investissement, l'efficacité marginale du capital dépendant elle-même de la relation qui existe entre le prix d'offre d'un capital et son rendement escompté. Dans le présent chapitre nous examinerons de plus près certains des facteurs qui déterminent le rendement escompté d'un capital.

Les évaluations des rendements futurs sont fondées en partie sur des faits actuels, qu'on peut supposer être connus avec plus ou moins de certitude et en partie sur des événements futurs qui ne peuvent qu'être prévus avec plus ou moins de confiance. Dans la première catégorie on citera le volume actuel des divers types de capitaux et celui du capital en général ainsi que l'intensité de la demande actuelle des consommateurs portant sur les richesses dont la production à haut rendement exigerait une participation relativement plus importante du capital. Dans la seconde catégorie figurent les changements futurs dans l'espèce et la quantité des divers capitaux et dans les goûts des consommateurs, l'ampleur de la demande effective à diverses époques de l'existence du capital en cause et enfin les variations qui peuvent apparaître, au cours de son existence, dans la valeur monétaire de l'unité de salaire. On peut res-

serrer l'état psychologique d'attente vis-à-vis des événements de la seconde catégorie dans l'expression d'état *de la prévision à long terme*- la prévision à long terme ne devant pas être confondue avec la prévision à court terme examinée au Chapitre V, qui sert de base aux producteurs lorsqu'ils évaluent le prix qu'après son achèvement ils tireront d'un produit s'ils décident d'en commencer tout de suite la fabrication avec l'outillage existant.

## II

Il serait absurde, lorsqu'on forme des prévisions, d'attacher beaucoup de poids aux choses très incertaines <sup>1</sup>. Il est donc raisonnable de se laisser guider dans une large mesure par les faits dont on se sent suffisamment certain, même s'ils n'ont pas pour le résultat considéré une importance aussi décisive que d'autres faits dont on n'a qu'une connaissance limitée et imprécise. C'est pourquoi les faits actuels jouent un rôle en quelque sorte disproportionné dans la formation de nos prévisions à long terme ; notre méthode habituelle consistant à considérer la situation actuelle, puis à la projeter dans le futur après l'avoir modifiée dans la seule mesure où l'on a des raisons plus ou moins précises d'attendre un changement.

Par suite l'état de la prévision à long terme ne dépend pas seulement de l'éventualité la plus probable qu'on puisse envisager. Il dépend aussi de la *confiance* avec laquelle on la prévoit, c'est-à-dire, de l'évaluation qu'on fait de la probabilité pour que sa prévision la mieux établie se révèle complètement fautive. Lorsqu'on s'attend à des variations profondes, mais qu'on est très incertain de la forme qu'elles revêtiront, on n'a qu'une confiance limitée.

*L'état de la confiance*, comme disent les hommes d'affaires, est une chose à laquelle ils prêtent toujours l'attention la plus stricte et la plus vigilante. Mais les économistes ne l'ont pas analysée avec soin et se sont contentés le plus souvent d'en disputer en termes généraux. En particulier, ils n'ont pas clairement indiqué que son importance dans les problèmes économiques vient de l'influence considérable qu'elle exerce sur la courbe de l'efficacité marginale du capital. L'état de la confiance et la courbe de l'efficacité marginale du capital ne sont pas deux facteurs distincts, agissant séparément sur le flux d'investissement. L'état de la confiance intervient parce qu'il est un des facteurs principaux qui gouvernent cette courbe, laquelle est la même que la courbe de la demande de capital.

Cependant il n'y a pas beaucoup à dire a priori sur l'état de la confiance. Nos conclusions devront surtout s'inspirer de l'observation pratique des marchés et de la psychologie des affaires. C'est pourquoi la digression qui va suivre ne présentera pas le même degré d'abstraction que la majeure partie de cet ouvrage.

Pour la commodité de l'exposition, dans l'étude ci-après de l'état de la confiance, nous admettrons que le taux de l'intérêt ne varie pas ; dans les prochaines sections du chapitre, nous raisonnerons constamment comme si les variations de valeur des in-

<sup>1</sup> En disant « très incertaines » nous ne voulons pas dire « très improbables ». Cf. notre *Treatise on Probability*, Chap. VI. « Le poids des arguments ».

vestissements provenaient uniquement des changements dans la prévision de leurs rendements escomptés et ne résultaient en aucun cas des variations du taux d'intérêt auquel ces rendements escomptés sont capitalisés. Il est d'ailleurs facile de superposer l'effet des variations du taux de l'intérêt à l'effet des changements dans l'état de la confiance.

### III

Le fait marquant en la matière est l'extrême précarité des données à l'aide desquelles nous sommes obligés d'effectuer nos évaluations des rendements escomptés. Notre connaissance des facteurs qui gouverneront le rendement d'un investissement quelques années plus tard est en général très limitée et souvent négligeable. A parler franc, on doit avouer que, pour estimer dix ans ou même cinq ans à l'avance le rendement d'un chemin de fer, d'une mine de cuivre, d'une fabrique de textile, d'une marque pharmaceutique, d'un transatlantique ou d'un immeuble à Londres, les données dont on dispose se réduisent à bien peu de choses, parfois à rien. En fait ceux qui cherchent à effectuer sérieusement une telle estimation forment souvent une si petite minorité qu'ils n'ont pas d'influence sur le marché.

Autrefois, lorsque les entreprises appartenaient pour la plupart à ceux qui les avaient créées ou aux amis et associés de leurs fondateurs, l'importance de l'investissement était fonction du nombre des individus de tempérament sanguin et d'esprit constructif qui s'embarquaient dans les affaires pour occuper leur existence sans chercher réellement à s'appuyer sur un calcul précis de profit escompté. Les affaires étaient en partie une loterie, encore que leur résultat final différât grandement selon que les aptitudes et le caractère de leurs dirigeants étaient supérieurs ou inférieurs à la moyenne. Les uns étaient appelés à réussir, les autres à échouer. Mais personne ne savait même après coup si les résultats moyens seraient avec les sommes engagées dans un rapport supérieur, égal ou inférieur au taux de l'intérêt existant ; cependant, si on excepte l'exploitation des ressources naturelles et celles des monopoles, il est probable qu'en moyenne les résultats effectifs des investissements même pendant les périodes de prospérité et de progrès ont déçu les espoirs qui les avaient fait naître. Les hommes d'affaires jouent un jeu mixte d'adresse et de hasard dont les résultats moyens pour les joueurs ne sont pas connus de ceux qui prennent une main. Si la nature humaine n'avait pas le goût du risque, si elle n'éprouvait aucune satisfaction (autre que pécuniaire) à construire une usine ou un chemin de fer, à exploiter une mine ou une ferme, les seuls investissements suscités par un calcul froidement établi ne prendraient sans doute pas une grande extension.

Cependant, lorsqu'on décidait de mettre de l'argent dans les affaires privées conçues à l'ancienne mode, de telles décisions étaient en grande partie irrévocables non seulement pour la communauté dans son ensemble mais encore pour les individus pris isolément. La scission entre la propriété et la gestion du capital, qui prévaut à l'heure actuelle, et l'extension prise par les marchés financiers organisés ont fait intervenir un nouveau facteur d'une grande importance, qui facilite parfois l'investissement, mais qui parfois aussi contribue à aggraver l'instabilité du système. En l'absence de bourses de valeurs il n'y a pas de motif pour qu'on essaye de réévaluer fréquemment les investissements où l'on s'est engagé. Mais le Stock Exchange rééva-



lue tous les jours un grand nombre d'investissements, et ses réévaluations fournissent à chaque individu (mais non à la communauté dans son ensemble) une occasion fréquente de réviser ses engagements. C'est comme si un fermier, après avoir tapoté son baromètre au repas du matin, pouvait décider entre dix et onze heures de retirer son capital de l'exploitation agricole, puis envisager plus tard dans la semaine de l'y investir de nouveau. Cependant les réévaluations journalières du Stock Exchange, bien qu'elles soient surtout destinées à faciliter les transferts des capitaux anciens d'un individu à un autre, exercent nécessairement une influence décisive sur le montant de l'investissement courant. Il serait absurde en effet de créer une entreprise nouvelle d'un certain coût si l'on peut acquérir une entreprise identique à un prix moindre ; inversement, on est incité à dépenser dans une affaire nouvelle une somme qui peut sembler extravagante, si cette affaire peut être cédée sur le marché avec un bénéfice immédiat <sup>1</sup>. Ainsi certaines catégories d'investissement sont-elles gouvernées moins par les prévisions véritables des entrepreneurs de profession que par la prévision moyenne des personnes qui opèrent sur le Stock Exchange, telle qu'elle est exprimée par le cours des actions <sup>2</sup>. Comment donc s'effectuent dans la pratique ces réévaluations d'une si haute portée auxquelles les investissements existants sont soumis tous les jours et même toutes les heures ?

## IV

Dans la pratique, nous sommes tacitement convenus, en règle générale, d'avoir recours à une méthode qui repose à vrai dire sur une pure *convention*. Cette convention réside essentiellement - encore que, bien entendu, elle ne joue pas toujours sous une forme aussi simple - dans l'hypothèse que l'état actuel des affaires continuera indéfiniment à moins qu'on ait des raisons définies d'attendre un changement. Ceci ne signifie pas que nous pensions réellement que l'état des affaires continuera indéfiniment. L'expérience constante nous enseigne qu'une telle hypothèse est des plus improbables. Les résultats d'un investissement qui apparaissent effectivement après une période de plusieurs années concordent très rarement avec la prévision initiale. Nous ne pouvons pas non plus donner à notre attitude un caractère rationnel en disant qu'un homme en état d'ignorance n'a qu'une chance sur deux de se tromper et qu'il subsiste par conséquent une prévision moyenne du point de vue actuariel basée sur des probabilités égales. Car on démontre aisément qu'à vouloir fonder des probabilités arithmétiquement égales sur un état d'ignorance, on aboutit à des absurdités. Nous supposons, en vertu d'une véritable convention, que l'évaluation actuelle du marché, de quelque façon qu'elle ait été formée, est la seule *correcte*, eu égard à la

<sup>1</sup> Dans le *Treatise on Money* (vol. II, p. 195) nous avons signalé que, si les actions d'une société sont cotées assez cher pour qu'elle puisse augmenter son capital en émettant à des conditions favorables des actions nouvelles, les conséquences qui en découlent sont les mêmes que si elle pouvait emprunter à un taux réduit. *Nous* décrivions maintenant cet état de choses en disant que l'élévation du cours des-titres existants entraîne une hausse de l'efficacité marginale du type de capital correspondant et produit par suite le même effet qu'une baisse du taux de l'intérêt (puisque le *flux* d'investissement dépend de l'écart entre l'efficacité marginale du capital et le taux de l'intérêt).

<sup>2</sup> Ceci ne s'applique évidemment pas aux catégories d'entreprises qui ne peuvent être ni facilement cotées ni assimilées à une valeur négociable. Les catégories qui entrent dans cette exception étaient autrefois nombreuses. Leur importance par rapport à la valeur totale de l'investissement nouveau décroît rapidement.

connaissance actuelle des faits qui influenceront sur le rendement de l'investissement, et que cette évaluation variera seulement dans la mesure où la connaissance actuelle de ces faits sera modifiée ; encore que sur le plan philosophique cette évaluation ne puisse être la seule correcte, car notre connaissance actuelle du futur ne saurait fournir la base d'une prévision calculée mathématiquement. En fait il entre dans l'évaluation du marché toutes sortes de considérations qui n'ont aucun rapport avec le rendement escompté.

Néanmoins la méthode conventionnelle de calcul indiquée ci-dessus est compatible avec un haut degré de continuité et de stabilité dans les affaires, *tant que l'on peut compter sur le maintien de la convention.*

Car, s'il existe des bourses de valeurs organisées et si l'on est en droit de compter sur le maintien de la convention, un individu qui investit peut légitimement s'enhardir par l'idée qu'il ne court pas d'autre risque que celui d'un changement réel dans les informations relatives au *proche avenir*, risque sur la probabilité duquel il peut essayer de se faire une opinion personnelle et qui au demeurant n'est pas susceptible d'être très grand. A supposer que la convention subsiste, les risques de cet ordre sont en effet les seuls qui puissent modifier la valeur de son investissement et il n'a pas besoin de perdre le sommeil pour la seule raison qu'il n'a aucune idée du prix que son investissement vaudra dix ans plus tard. De la sorte un investissement devient d'une sécurité raisonnable pour l'individu, considéré isolément, qui investit pour de courtes périodes et partant pour une succession de courtes périodes si nombreuses soient-elles, à condition qu'il puisse suffisamment compter sur la permanence de la convention et sur la possibilité de réviser son jugement et de changer son investissement avant que beaucoup de choses aient eu le temps de se passer. Les investissements qui sont « fixes » pour la communauté sont ainsi rendus « liquides » pour l'individu.

Ce fut, nous en sommes convaincu, suivant un tel processus que se sont développés nos principaux marchés financiers. Mais il ne faut pas s'étonner qu'une convention, si arbitraire d'un point de vue absolu, ait ses faiblesses. C'est de sa précarité que proviennent une grande partie des difficultés que l'on éprouve aujourd'hui à maintenir un volume d'investissement suffisant.

## V

Nous pouvons mentionner brièvement quelques-uns des facteurs qui aggravent cette précarité.

1° Les personnes qui ne gèrent pas elles-mêmes leurs affaires et qui n'ont aucune connaissance particulière des circonstances actuelles ou éventuelles qui influent sur elles possèdent de jour en jour une fraction plus importante du capital global de la communauté. Il en résulte que, dans l'évaluation des capitaux faite par leurs possesseurs ou par leurs acquéreurs éventuels, l'élément de compétence réelle est sérieusement diminué.

2° Les fluctuations au jour le jour des profits réalisés dans les investissements existants, bien qu'elles soient manifestement éphémères et dépourvues de signification, tendent à exercer sur le marché une influence tout à fait exagérée et même

absurde. On rapporte par exemple qu'en Amérique les actions des sociétés qui fabriquent la glace à rafraîchir se vendent en été lors de l'augmentation saisonnière des bénéfices à des prix plus élevés qu'en hiver lorsque personne n'a besoin de glace. De même, le retour d'une fête légale est de nature à accroître de plusieurs millions de Livres l'évaluation boursière du réseau ferré britannique.

3° Une évaluation conventionnelle, fruit de la psychologie collective d'un grand nombre d'individus ignorants, est exposée à subir des variations violentes à la suite des revirements soudains que suscitent dans l'opinion certains facteurs dont l'influence sur le rendement escompté est en réalité assez petite. Les jugements manquent en effet des racines profondes qui leur permettraient de tenir. Dans les périodes anormales notamment, lorsque la croyance à la continuation indéfinie de l'état actuel des affaires est particulièrement peu plausible, même s'il n'y a pas de raison formelle de prévoir un changement déterminé, le marché se trouve exposé à des vagues d'optimisme et de pessimisme irraisonnées, mais après tout compréhensibles en l'absence d'une base solide de prévision rationnelle.

4° Un des aspects particuliers de la question mérite notre attention. Peut-être a-t-on supposé que la concurrence entre les professionnels compétents, doués d'un jugement plus sûr et de connaissances plus étendues que la moyenne des capitalistes privés, corrigerait les fantaisies des individus ignorants livrés à leurs propres lumières. Or il se trouve que l'activité et l'habileté des spéculateurs professionnels et des spécialistes du placement s'emploient surtout ailleurs. En fait, la plupart d'entre eux se soucient beaucoup moins de faire à long terme des prévisions serrées du rendement escompté d'un investissement au cours de son existence entière que de deviner peu de temps avant le grand public les changements futurs de la base conventionnelle d'évaluation. Ils se préoccupent non de la valeur réelle d'un investissement pour un homme qui l'acquiert afin de le mettre en portefeuille, mais de la valeur que, sous l'influence de la psychologie collective, le marché lui attribuera trois mois ou un an plus tard. Et cette attitude ne résulte pas d'une légèreté d'esprit particulière, elle est la conséquence inévitable de l'organisation d'un marché financier suivant le principe que nous avons indiqué. Il serait absurde en effet de payer 25 pour un investissement dont on juge que la valeur correspondant au rendement escompté est 30, si l'on estime aussi que 3 mois plus tard le marché l'évaluera à 20.

Pour le spécialiste du placement c'est donc une obligation impérieuse de s'attacher à anticiper les changements prochains dans l'ambiance et les informations, l'expérience ayant appris que les changements de cet ordre étaient ceux qui exerçaient sur la psychologie collective du marché l'influence la plus profonde. Telle est la conséquence inévitable de l'existence de marchés financiers conçus en vue de ce qu'on est convenu d'appeler la liquidité. De toutes les maximes de la finance orthodoxe, il n'en est aucune, à coup sûr, de plus antisociale que le fétichisme de la liquidité, doctrine qui fait un véritable devoir aux institutions de placement de concentrer leurs ressources sur des valeurs « liquides ». Une telle doctrine néglige le fait que pour la communauté dans son ensemble il n'y a rien qui corresponde à la liquidité du placement. L'utilité sociale des placements-habiles devrait être de vaincre les forces obscures du temps et de percer le mystère qui entoure le futur. En fait, pour les particuliers, les placements les plus habiles sont à l'heure actuelle ceux qui ont pour objet de « voler le départ », comme disent si bien les Américains, de piper le public, de refiler la demi-couronne fausse ou décriée.

Cet assaut d'intelligence pour anticiper de quelques mois la base conventionnelle d'évaluation bien plus que pour prévoir de longues années à l'avance le rendement escompté d'un investissement n'exige même pas qu'il y ait dans le public des pigeons pour emplir la panse des professionnels; la partie peut être jouée par les professionnels entre eux. Point n'est besoin non plus que certains persistent à croire ingénument que la base conventionnelle d'évaluation a une valeur réelle quelconque à long terme. Il s'agit, peut-on dire, d'une partie de chemin de fer, de vieux garçon ou de chaise à musique, divertissements où le gagnant est celui qui passe la main ni trop tôt ni trop tard, qui cède le vieux garçon à son voisin avant la fin de la partie ou qui se procure une chaise lorsque la musique s'arrête. On peut trouver à ces jeux de l'agrément et de la saveur bien que tout le monde sache qu'il y a un vieux garçon en circulation ou que lors de l'arrêt de la musique certains se trouveront sans siège.

Ou encore, pour varier légèrement la métaphore, la technique du placement peut être comparée à ces concours organisés par les journaux où les participants ont à choisir les six plus jolis visages parmi une centaine de photographies, le prix étant attribué à celui dont les préférences s'approchent le plus de la sélection moyenne opérée par l'ensemble des concurrents. Chaque concurrent doit donc choisir non les visages qu'il juge lui-même les plus jolis, mais ceux qu'il estime les plus propres à obtenir le suffrage des autres concurrents, lesquels examinent tous le problème sous le même angle. Il ne s'agit pas pour chacun de choisir les visages qui, autant qu'il peut en juger, sont réellement les plus jolis ni même ceux que l'opinion moyenne considèrera réellement comme tels. Au troisième degré où nous sommes déjà rendus, on emploie ses facultés à découvrir l'idée que l'opinion moyenne se fera à l'avance de son propre jugement. Et il y a des personnes, croyons-nous, qui vont jusqu'au quatrième ou au cinquième degré ou plus loin encore.

Peut-être le lecteur objectera-t-il que pendant une période assez longue un homme habile doit nécessairement réaliser aux dépens des autres joueurs des bénéfices considérables si, indifférent au passe-temps prédominant, il persiste à acheter des investissements à la lumière des prévisions véritables à long terme les plus parfaites qu'il puisse établir.

A ceci il convient de répondre tout d'abord qu'il existe en effet des esprits sérieux de ce genre et que, suivant que leur influence ou celle des simples joueurs prévaut, la physionomie d'un marché financier diffère profondément. Mais nous devons ajouter que plusieurs circonstances s'opposent à la prédominance de semblables esprits sur les marchés de capitaux modernes. Le placement fondé sur une véritable prévision à long terme est de nos jours une tâche trop difficile pour être souvent possible. Ceux qui s'y attèlent sont sûrs de mener une existence beaucoup plus laborieuse et de courir des risques plus grands que ceux qui essayent de deviner, les réactions du public plus exactement que le public lui-même ; et, à égalité d'intelligence dans les deux activités, ils risquent de commettre dans la première des erreurs beaucoup plus désastreuses. L'expérience ne prouve nullement que la politique de placement qui présente une utilité sociale coïncide avec celle qui rapporte le plus. Il faut plus d'intelligence pour triompher des forces secrètes du temps et de l'ignorance de l'avenir que pour « voler le départ ». Au surplus la vie n'est pas assez longue pour cette tâche ; la nature humaine exige de prompts succès et l'enrichissement rapide a une saveur particulière, l'homme moyen calculant la valeur actuelle des profits différés à un taux d'escompte fort élevé. Le placement professionnel est une tâche fastidieuse et astreignante au point d'être intolérable pour quiconque n'a aucunement le goût du jeu, et ceux qui l'ont doivent payer pour ce penchant la redevance appropriée. Au surplus celui qui

veut investir sans se préoccuper des fluctuations momentanées du marché a besoin pour sa sécurité de ressources plus importantes et ne peut donc, au moins avec de l'argent emprunté, opérer sur une échelle aussi considérable; nouvelle raison pour qu'à égalité d'intelligence et de ressources il soit plus avantageux de se consacrer au passe-temps. Finalement l'individu qui investit à long terme et qui par là sert le mieux l'intérêt général est celui qui, dans la pratique, encourra le plus de critiques, si les fonds à placer sont administrés par des conseils, des comités et des banques <sup>1</sup>. Son attitude en effet doit normalement le faire passer aux yeux de l'opinion moyenne pour un esprit excentrique, subversif et inconsideré. S'il connaît d'heureux succès, la croyance générale à son imprudence s'en trouvera fortifiée; et, si, comme c'est très probable, il subit des revers momentanés, rares sont ceux qui le plaindront. La sagesse universelle enseigne qu'il vaut mieux pour sa réputation échouer avec, les conventions que réussir contre elles.

5° Jusqu'ici nous avons eu surtout en vue l'état de la confiance où se trouve lui-même le spéculateur ou l'auteur d'un placement spéculatif, et peut-être avons-nous paru implicitement supposer que, si personnellement il juge les perspectives favorables, il peut disposer de sommes illimitées au taux de l'intérêt du marché. Tel n'est évidemment pas le cas. Il nous faut donc aussi considérer un autre aspect de l'état de la confiance savoir, le degré de confiance que les institutions de prêt témoignent aux personnes qui cherchent à emprunter ; c'est ce qu'on appelle parfois l'état du crédit. Une chute des actions, qui produit un effet désastreux sur l'efficacité marginale du capital, peut être provoquée par l'affaiblissement ou de la confiance spéculative ou de l'état du crédit. Mais alors qu'il suffit de l'affaiblissement d'un seul de ces facteurs pour déterminer une chute, un redressement exige qu'ils soient tous deux restaurés. L'affaiblissement du crédit suffit à amener une crise, mais son renforcement, tout en étant une condition nécessaire de la reprise, n'en est pas une condition suffisante.

## VI

Ces considérations ne devraient pas sortir du champ de l'analyse économique. Mais encore faut-il les reléguer à leur vraie place. S'il nous est permis de désigner 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 capitaux 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. Dans une des principales Bourses des Valeurs du monde, à New-York, la spéculation au sens précédent du mot exerce une influence énorme. Même en dehors du terrain financier la tendance des Américains est d'attacher un intérêt excessif à découvrir ce que l'opinion moyenne croit être l'opinion moyenne, et ce travers national trouve sa sanction à la Bourse des Valeurs. Il est rare, dit-on, qu'un Américain place de l'argent « pour le revenu » ainsi que nombre d'Anglais le font encore; c'est seulement dans l'espoir

<sup>1</sup> La coutume ordinairement jugée prudente, qui veut qu'une société de placement ou une compagnie d'assurance calcule à intervalles rapprochés non seulement le revenu mais encore la valeur boursière de son portefeuille de titres, peut conduire à donner une importance excessive aux fluctuations momentanées du marché.

d'une plus-value qu'il est disposé à acheter une valeur. Ceci n'est qu'une autre façon de dire que, lorsqu'un Américain achète une valeur, il mise moins sur le rendement escompté que sur un changement favorable de la base conventionnelle d'évaluation, ou encore qu'il fait une spéculation au sens précédent du mot. 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. Si on considère que le but proprement social des Bourses de Valeurs est de canaliser l'investissement nouveau dans les directions les plus favorables au rendement futur, on ne peut revendiquer le genre de succès obtenu par Wall Street comme un éclatant triomphe du *laissez-faire* capitaliste. Et il n'y a là rien de surprenant, s'il est vrai, comme nous le pensons, que les meilleurs esprits de Wall Street étaient en fait préoccupés d'autre chose.

De telles tendances sont une conséquence presque inévitable du succès avec lequel on a organisé la « liquidité » des marchés de capitaux. Il est généralement admis que, dans l'intérêt même du public, l'accès des casinos doit être difficile et coûteux. Peut-être ce principe vaut-il aussi en matière de Bourses. Le fait que le marché de Londres ait commis moins d'excès que Wall Street provient peut-être moins d'une différence entre les tempéraments nationaux que du caractère inaccessible et très dispendieux de Throgmorton Street pour un Anglais moyen comparée à Wall Street pour un Américain moyen. L'écart des « jobbers »<sup>1</sup>, les courtages onéreux des brokers, les lourdes taxes d'État sur les transferts, qui accompagnent les transactions à la Bourse de Londres, diminuent suffisamment la liquidité du marché (l'usage des règlements de quinzaine agissant d'ailleurs en sens inverse) pour en éliminer une grande partie des opérations qui caractérisent Wall Street<sup>2</sup>. La création d'une lourde taxe d'État frappant toutes les transactions se révélerait peut-être la plus salutaire des mesures permettant d'atténuer aux États-Unis la prédominance de la spéculation sur l'entreprise.

Devant le spectacle des marchés financiers modernes, nous avons parfois été tenté de croire que si, à l'instar du mariage, les opérations d'investissement étaient rendues définitives et irrévocables, hors le cas de mort ou d'autre raison grave, les maux de notre époque pourraient en être utilement soulagés ; car les détenteurs de fonds à placer se trouveraient obligés de porter leur attention sur les perspectives à long terme et sur celles-là seules. Mais il suffit d'un instant de réflexion pour comprendre qu'une telle méthode pose un dilemme ; car, si la liquidité du marché financier contrarie parfois l'investissement nouveau, en revanche elle le favorise le plus souvent. Le fait que chaque propriétaire de valeurs pris individuellement se flatte d'être engagé dans un placement « liquide » (ce qui ne saurait être vrai de tous les propriétaires pris collectivement) calme ses nerfs et lui fait courir plus volontiers les risques. Si on enlevait aux achats individuels de valeurs leur caractère liquide, de sérieuses difficultés pourraient en résulter pour l'investissement, tant que s'offrirait aux individus *d'autres moyens* de conserver leurs épargnes. C'est là que gît le dilemme. Tant que les

<sup>1</sup> A Londres, le « jobber » est un intermédiaire qui centralise les négociations sur certains titres et fait la contre-partie des ordres transmis par les brokers. Son bénéfice consiste dans l'écart entre le prix d'achat et le prix de vente d'un même titre. A la Bourse des Valeurs de Paris ce genre d'intermédiaire n'existe pas (N. du T.).

<sup>2</sup> On dit qu'en période d'activité à Wall Street plus de la moitié des achats et des ventes sont engagés par les spéculateurs en vue d'être compensés *le même jour*. Et il en est souvent de même des transactions sur marchandises.

individus auront l'alternative d'employer leur richesse, soit à thésauriser ou à prêter de *l'argent*, soit à acheter des biens véritables, on ne pourra rendre le second terme de l'alternative assez attrayant, surtout pour ceux qui n'administrent pas leurs biens et qui n'ont aucune connaissance spéciale à leur sujet, qu'en organisant des marchés où ces biens puissent être aisément transformés en espèces.

Le seul remède radical aux crises de confiance qui affligent la vie économique moderne serait 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 qui, même avec une faible évidence, lui paraît être l'investissement le plus intéressant qui lui soit offert. Peut-être, à certains moments, lorsqu'il serait plus que de coutume harcelé par des doutes au sujet de l'avenir, l'incertitude le conduirait-elle à consommer plus et à investir moins. Mais on éviterait par ce moyen les répercussions désastreuses, cumulatives et presque illimitées du fait que les personnes envahies par le doute peuvent s'abstenir de dépenser leur revenu d'une façon ou d'une autre.

Ceux qui ont insisté sur les dangers sociaux résultant de la thésaurisation de la monnaie avaient en vue des considérations analogues à celles qui précèdent. Mais ils n'ont pas compris que le phénomène pouvait se produire en dehors de toute variation ou au moins d'une variation proportionnée du montant (le la monnaie thésaurisée).

## VII

Outre la cause due à la spéculation, l'instabilité économique trouve une autre cause, inhérente celle-ci à la nature humaine, dans le fait qu'une grande partie de nos initiatives dans l'ordre du bien, de l'agréable ou de l'utile procèdent plus d'un optimisme spontané que d'une prévision mathématique. Lorsqu'il faut un long délai pour qu'elles produisent leur plein effet, nos décisions de faire quelque chose de positif doivent être considérées pour la plupart comme une manifestation de notre enthousiasme naturel, comme l'effet d'un besoin instinctif d'agir plutôt que de ne rien faire, et non comme le résultat d'une moyenne pondérée de bénéfices numériques multipliés par des probabilités numériques. L'entreprise ne fait croire qu'à elle-même que le principal moteur de son activité réside dans les affirmations de son prospectus, si sincères qu'elles puissent être. Le calcul exact des bénéfices à venir y joue un rôle à peine plus grand que dans une expédition au Pôle Sud. Aussi bien, si l'enthousiasme faiblit, si l'optimisme naturel chancelle, et si par suite on est abandonné au seul ressort de la prévision mathématique, l'entreprise s'évanouit et meurt, alors que les craintes de pertes peuvent être aussi dépourvues de base logique que l'étaient auparavant les espoirs de profit.

On a raison de dire que l'entreprise suscitée par la foi dans l'avenir bénéficie à la communauté tout entière. Mais, pour que l'initiative individuelle lui donne une activité suffisante, il faut que la prévision rationnelle soit secondée et soutenue par l'enthousiasme. De même que l'homme valide chasse la pensée de la mort, l'optimisme fait oublier aux pionniers l'idée de la ruine finale qui les attend souvent, l'expérience ne leur laissant à cet égard pas plus d'illusion qu'à nous-mêmes.

Malheureusement, ceci ne signifie pas seulement que les crises et les dépressions peuvent atteindre une ampleur excessive, mais encore que la prospérité économique est trop étroitement subordonnée à l'existence d'un climat politique et social qui agréé à la moyenne des hommes d'affaires. Lorsque la crainte d'un gouvernement travailliste ou d'un « New Deal » restreint l'entreprise, cette situation n'est pas forcément la conséquence de prévisions rationnelles ou de manœuvres inspirées par des fins politiques, elle peut être simplement l'effet d'un renversement de la délicate balance de l'optimisme naturel. Lorsqu'on examine les perspectives de l'investissement, il faut donc tenir compte des nerfs et des humeurs, des digestions même et des réactions au climat des personnes dont l'activité spontanée les gouverne en grande partie.

Ne nous hâtons pas de conclure que toute chose dépend de fluctuations psychologiques irraisonnées. Au contraire, l'état de la prévision à long terme est souvent assez stable; et, lors même qu'il ne l'est pas, les autres facteurs tendent à se compenser. Ce que nous voulons simplement rappeler, c'est que les décisions humaines engageant l'avenir sur le plan personnel, politique ou économique ne peuvent être inspirées par une stricte prévision mathématique, puisque la base d'une telle prévision n'existe pas ; c'est que notre besoin inné d'activité constitue le véritable moteur des affaires, notre intelligence choisissant de son mieux entre les solutions possibles, calculant chaque fois qu'elle le peut, mais se trouvant souvent désarmée devant le caprice, le sentiment ou la chance.

## VIII

Certains facteurs importants tendent à atténuer dans la pratique des effets de notre ignorance de l'avenir. Par suite du jeu de l'intérêt composé et des chances qu'a le capital de se démoder sous l'action du temps, il existe de nombreux investissements individuels dont le rendement escompté est à juste titre dominé par les revenus attendus dans un avenir relativement prochain. Dans le cas des immeubles qui forment la catégorie principale des investissements à très long terme, le risque peut être souvent transféré de la personne qui investit à l'occupant, ou tout au moins il peut être partagé entre eux grâce aux baux de longue durée, le risque étant compensé dans l'esprit de l'occupant par la continuité et la sécurité du droit de jouissance. Dans le cas des fonds d'État, qui forment une autre catégorie importante d'investissements à long terme, une forte proportion du rendement escompté est garanti en pratique par des privilèges sur des monopoles et par le droit d'en majorer les tarifs dans la mesure nécessaire à maintenir la marge de sécurité stipulée. Il y a enfin la catégorie de jour en jour plus importante des investissements entrepris ou garantis par les États. Les autorités publiques, lorsqu'elles investissent, sont ouvertement influencées par la présomption générale qu'on peut attendre certains avantages sociaux de l'investissement, quelque doive être dans une large limite le rendement commercial qui en sera tiré. Elles se préoccupent peu de savoir si l'investissement satisfait ou non à la condition que sa prévision mathématique de rendement soit supérieure au taux de l'intérêt courant. Toutefois le taux de l'intérêt qu'elles sont obligées de payer peut encore jouer un rôle décisif en limitant l'importance des investissements qu'elles peuvent se permettre.

Après avoir ainsi examiné les changements de courte période de l'état de la prévision à long terme indépendamment des variations du taux de l'intérêt, et avoir



donné tout son poids à l'importance de leur action sur le flux d'investissement, nous pouvons maintenant considérer les variations du taux de l'intérêt en tant qu'elles exercent sur le flux d'investissement, au moins en des circonstances normales, une influence considérable, sinon décisive. Toutefois, l'expérience seule pourra nous indiquer dans quelle mesure la manœuvre du taux de l'intérêt est capable d'entretenir en permanence un flux d'investissement suffisant.

Pour notre part, nous sommes aujourd'hui assez sceptique sur les chances de succès d'une politique purement monétaire consistant à agir sur le taux de l'intérêt. L'État étant en mesure de calculer l'efficacité marginale des capitaux avec des vues lointaines et sur la base des intérêts sociaux de la communauté, nous nous attendons à le voir prendre une responsabilité sans cesse croissante dans l'organisation directe de l'investissement. Car l'estimation de l'efficacité marginale des divers types de capitaux, telle qu'elle est faite sur le marché d'après les principes précédemment indiqués, semble appelée à subir des fluctuations d'une ampleur trop considérable pour qu'on puisse la compenser par les variations pratiquement possibles du taux de l'intérêt.

Livre IV : L'incitation à investir

## Chapitre XIII

---

### La théorie générale du taux de l'intérêt

#### I

[Retour à la table des matières](#)

Bien que certaines forces fassent croître ou décroître le flux d'investissement de telle sorte que l'efficacité marginale du capital reste égale au taux de l'intérêt, nous avons démontré au Chapitre XI qu'intrinsèquement l'efficacité marginale du capital est autre chose que le taux de l'intérêt. Nous pouvons dire que la courbe de l'efficacité marginale du capital gouverne les conditions auxquelles on demande des fonds à placer pour de nouveaux investissements et que le taux de l'intérêt gouverne les conditions auxquelles ces fonds sont offerts à chaque moment. Pour compléter notre théorie, il nous faut donc savoir quels sont les facteurs qui déterminent le taux de l'intérêt.

Au cours du Chapitre XIV et de son Appendice, nous examinerons les réponses qui jusqu'à ce jour ont été données à cette question. Indiquons tout de suite qu'elles font dépendre le taux de l'intérêt de l'action combinée de la courbe de l'efficacité marginale du capital et de la propension psychologique à épargner. Le taux de l'intérêt serait le facteur d'équilibre qui établit l'égalité entre, d'une part, la demande d'épargne résultant de l'investissement nouveau qui peut être réalisé à un taux d'intérêt déterminé et, d'autre part, l'offre d'épargne telle qu'elle résulte de la propension psycho-

logique de la communauté à épargner à ce taux. Mais cette théorie s'écroule dès qu'on a compris qu'il est impossible de déduire le taux de l'intérêt de ces deux seuls facteurs.

Quelle sera donc notre propre réponse à cette question ?

## II

Pour réaliser pleinement ses préférences psychologiques relatives au temps un individu a deux sortes de décisions à prendre. Les premières ont trait à cet élément de la préférence relative au temps que nous avons appelé la *propension à consommer*, facteur qui, sous l'influence des divers motifs indiqués au Livre III, détermine pour chaque individu la partie de son revenu qu'il consomme et la partie qu'il réserve sous la forme d'un droit *quelconque* à une consommation future.

Mais, une fois cette décision prise, une autre lui reste à prendre. Il doit choisir la *forme* sous laquelle il conservera le droit à une consommation future qu'il s'est réservé soit dans son revenu courant, soit dans ses épargnes antérieures. Désire-t-il lui conserver la forme d'un droit immédiat, liquide (*i. e.* la forme de monnaie ou d'équivalent monétaire) ? Ou au contraire est-il disposé à aliéner ce droit immédiat pour une période spécifiée ou indéfinie, le taux auquel il pourra en cas de besoin convertir son droit différé à des biens déterminés en un droit immédiat à des biens indéterminés devant alors être fixé par les conditions futures du marché ? En d'autres termes, quel est le degré de sa *préférence pour la liquidité* - la préférence pour la liquidité d'un individu étant donnée par la courbe figurant le montant de ses ressources qu'il désire conserver sous forme de monnaie en différentes séries de circonstances, ce montant étant calculé soit en unités de monnaie soit en unités de salaire ?

Nous verrons que, dans les théories admises, Terreur a consisté à vouloir déduire le taux de l'intérêt du premier de ces deux éléments de la préférence psychologique relative au temps, et à négliger le second ; c'est cette omission qu'il nous faut essayer de réparer.

Il devrait être évident que le taux de l'intérêt ne peut être la rémunération de l'épargne ou de l'abstinence en tant que telle. Lorsque un homme accumule ses épargnes sous forme d'argent liquide, il ne gagne aucun intérêt bien qu'il épargne tout autant qu'un autre. Au contraire la simple définition du taux de l'intérêt nous dit mot pour mot qu'il est la récompense de la renonciation à la liquidité pour une période déterminée. Car le taux de l'intérêt en soi n'est pas autre chose que l'inverse du rapport existant entre une somme de monnaie et ce qu'on peut obtenir en abandonnant

pour une période déterminée <sup>1</sup> la libre disposition de cette somme en échange d'une créance <sup>2</sup>.

Le taux de l'intérêt à chaque instant, étant la récompense de la renonciation à la liquidité, mesure la répugnance des détenteurs de monnaie à aliéner leur droit d'en disposer à tout moment. Le taux de l'intérêt n'est pas le « prix » qui amène à s'équilibrer la demande de ressources à investir et la propension à s'abstenir de consommations immédiates. Il est le « prix » auquel le désir de maintenir la richesse sous la forme liquide se concilie avec la quantité de monnaie disponible. Ceci signifie que, si le taux de l'intérêt était moins élevé, si en d'autres termes la récompense de la renonciation à la liquidité était moindre, le montant global de monnaie que le public désirerait conserver serait supérieur à la quantité offerte et que, si le taux de l'intérêt était plus élevé, il y aurait un excédent de monnaie que personne ne voudrait conserver. Pour autant que cette explication soit correcte, la quantité de monnaie est le second facteur qui, joint à la préférence pour la liquidité, détermine en des circonstances données le taux effectif de l'intérêt. La préférence pour la liquidité est une tendance potentielle ou fonctionnelle qui fixe la quantité de monnaie que le public conserve lorsque le taux de l'intérêt est donné ; il en résulte que, si  $r$  est le taux de l'intérêt,  $M$  la quantité de monnaie et  $L$  la fonction représentative de la préférence pour la liquidité, on a  $M = L(r)$ . C'est par cette voie et de cette manière que la quantité de monnaie pénètre dans le schème économique.

Qu'il nous soit permis à ce stade du raisonnement de revenir en arrière et d'examiner pourquoi il existe une chose telle que la préférence pour la liquidité. En pareille matière on peut avantageusement employer la vieille distinction entre l'usage de la monnaie pour les transactions commerciales courantes et son usage pour la conservation de la richesse. En ce qui concerne le premier de ces deux usages, il est évident que jusqu'à un certain point les avantages pratiques de la liquidité justifient le sacrifice d'un certain montant d'intérêt. Mais, étant donné que le taux de l'intérêt n'est jamais négatif, pourquoi aime-t-on mieux conserver la richesse sous une forme qui rapporte un intérêt faible ou nul que sous une forme qui rapporte un certain intérêt (bien entendu, nous supposons pour l'instant qu'un avoir en banque et une obligation sont exposés au même risque de carence) ? L'explication intégrale de ce fait est complexe et ne pourra être donnée qu'au Chapitre XV. Toutefois il faut qu'une condition nécessaire soit remplie pour que puisse exister une préférence pour l'argent liquide en tant que moyen de conserver la richesse.

<sup>1</sup> Dans l'argumentation générale, en tant qu'elle se distingue des problèmes concrets où le terme des créances est expressément spécifié, il sera commode de désigner par l'expression taux d'intérêt la gamme des divers taux d'intérêt courants à termes différents, i. e. afférents à des créances d'échéances diverses.

<sup>2</sup> Sans contredire cette définition, on peut tracer la ligne de séparation entre la « monnaie » et les « créances » au point qui convient le mieux à l'étude de chaque problème particulier. Par exemple on peut assimiler à la *monnaie* tout droit à un pouvoir d'achat général dont le titulaire ne s'est pas dessaisi pour une période supérieure à trois mois et aux *créances* les droits aliénés pour une période plus longue. Au lieu de trois mois nous pouvons aussi bien choisir un mois, trois jours, trois heures, ou une période quelconque ; ou encore nous pouvons exclure de la monnaie toute richesse qui n'a pas immédiatement pouvoir libératoire. Il est souvent commode dans la pratique d'étendre le nom de *monnaie* aux dépôts à terme dans les banques et même parfois à certains instruments de crédit tels que les Bons du Trésor. En principe nous supposerons, comme dans le *Treatise on Money*, que la monnaie comprend les dépôts de banque à terme.

Cette condition nécessaire est l'existence *d'incertitudes* quant à l'avenir du taux de l'intérêt, i. e. quant aux gammes des taux d'intérêt à différents termes appelées à prévaloir à des dates futures. Si toutes les valeurs futures du taux de l'intérêt étaient connues à l'avance avec certitude, on pourrait les rattacher aux valeurs *présentes* des taux d'intérêt à différents termes. et celles-ci s'ajusteraient aux valeurs connues des taux d'intérêt futurs. Par exemple, si pendant la présente année, que nous affecterons du numéro 1, la valeur de £ 1 disponible dans  $r$  années est  ${}_1d_r$ , et si l'on savait de manière certaine que dans  $n$  années la valeur de £ 1 disponible  $r$  années plus tard dût être  ${}_nd_r$ , on aurait

$${}_nd_r = \frac{{}_1d_{n+r}}{{}_1d_n}$$

Ainsi le taux auquel une créance d'échéance quelconque pourrait  $n$  années plus tard être convertie en argent liquide serait donné par deux des taux d'intérêt appartenant à la gamme courante. Si le taux d'intérêt courant était positif, quel que fût le terme du prêt, il serait toujours plus avantageux d'acheter une créance que de conserver la richesse sous forme d'argent liquide.

Si la valeur future du taux de l'intérêt est au contraire incertaine, on n'a plus le droit d'inférer que, le moment venu,  ${}_nd_r$  sera effectivement égal à  $\frac{{}_1d_{n+r}}{{}_1d_n}$ . Dans

le cas où un besoin d'argent liquide peut éventuellement se produire avant l'expiration des  $n$  années, on s'expose donc à un risque de perte lorsque au lieu de conserver du numéraire, on achète une créance à long terme pour la convertir ensuite en argent liquide. Le profit actuariel ou l'espérance mathématique de gain calculée sur la base des probabilités existantes - si tant est qu'une telle base existe, ce qui est douteux - doit suffire à compenser le risque de perte.

La préférence pour la liquidité trouve encore une nouvelle raison d'être dans l'existence d'incertitudes quant à l'avenir du taux de l'intérêt lorsqu'il existe un marché organisé où se traitent les créances. Car chacun augure de l'avenir à sa façon et toute personne dont le sentiment diffère de l'opinion dominante telle qu'elle est exprimée par les cours du marché peut être logiquement conduite à garder des ressources liquides afin de profiter, si elle voit juste, du fait que, à un moment donné, il apparaîtra que les rapports entre les  ${}_1d_r$  étaient erronés <sup>1</sup>.

Ce phénomène offre beaucoup d'analogie avec celui que nous avons assez longuement étudié au sujet 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 qu'elle résulte du sentiment collectif, ainsi les prévisions formées par le public au sujet de l'avenir du taux de l'intérêt influent sur la préférence pour la liquidité ; mais de plus, lorsqu'une personne pense que les valeurs futures du taux de l'intérêt seront supérieures aux valeurs prévues par le

<sup>1</sup> Dans le *Treatise on Money* nous avons traité la même question sous le titre des deux pronostics et de la position à la hausse et la baisse.

marché, elle est fondée à garder actuellement de l'argent liquide <sup>1</sup> ; et, lorsque son opinion diffère en sens inverse de celle du marché, elle est fondée à emprunter de l'argent pour de courtes périodes afin d'acheter des créances à terme plus long. Le prix du marché se fixe au niveau où les ventes des baissiers équilibrent les achats des haussiers.

Les trois éléments que nous venons de distinguer dans la préférence pour la liquidité peuvent être définis par les motifs qui les gouvernent : 1° le motif de transactions, i. e. le besoin de monnaie pour la réalisation courante des échanges personnels et commerciaux ; 2° le motif de précaution, i. e. la volonté de soustraire aux risques de variation la valeur monétaire future d'une certaine proportion de ses ressources totales ; et 3° le motif de spéculation, i. e. le désir de tirer profit du fait qu'on sait mieux que le marché ce que réserve l'avenir. De même qu'au moment où nous examinons l'efficacité marginale du capital, la question de savoir s'il est souhaitable d'avoir un marché parfaitement organisé pour négocier les créances nous place devant un dilemme. En l'absence d'un marché organisé la préférence pour la liquidité due au motif de précaution serait sensiblement plus forte, mais d'autre part l'existence d'un marché organisé permet de larges fluctuations de la préférence pour la liquidité due au motif de spéculation.

Peut-être la remarque suivante éclairera-t-elle le raisonnement. Supposons que les préférences pour la liquidité dues au motif de transactions et au motif de précaution absorbent une quantité de monnaie qui varie peu sous l'influence directe des variations du taux de l'intérêt, abstraction faite de l'effet produit par ces variations sur le montant du revenu. La quantité totale de monnaie diminuée de cette quantité se trouve ainsi disponible pour satisfaire les préférences pour la liquidité dues au motif de spéculation. Le taux de l'intérêt et le prix des obligations doivent alors se fixer au niveau où la somme globale que certains individus désirent garder liquide (parce qu'à ce niveau ils prévoient la baisse des obligations) est juste égale à la quantité de monnaie disponible pour répondre au motif de spéculation. Tout accroissement de la quantité de monnaie détermine donc dans les cours des obligations une hausse assez forte pour dépasser les prévisions de certains haussiers et pour les décider à réaliser leurs obligations afin de rejoindre les rangs des baissiers. Et si, en dehors d'une courte période de transition, la demande de monnaie suscitée par le motif de spéculation est négligeable, une augmentation de la quantité de monnaie doit faire baisser presque immédiatement le taux de l'intérêt et par suite monter le niveau de l'emploi et l'unité de salaire, dans une mesure suffisante pour que la quantité additionnelle soit absorbée par les préférences pour la liquidité dues au motif de transactions et au motif de précaution.

Nous pouvons admettre, en règle générale, que la courbe de la préférence pour la liquidité unissant la quantité de monnaie au taux de l'intérêt est une ligne régulière le long de laquelle le taux de l'intérêt fléchit à mesure que la quantité de monnaie augmente. Plusieurs causes concourent à ce résultat.

<sup>1</sup> Lorsqu'une personne pense que le rendement escompté des investissements sera inférieur à l'évaluation du marché on pourrait croire qu'elle a aussi une raison suffisante de garder de l'argent liquide. Mais il n'en est rien. Elle a une raison suffisante de garder de l'argent liquide ou des créances plutôt que des actions; mais elle aimera mieux acheter une créance que garder de l'argent liquide, à moins qu'elle estime aussi que la valeur future du taux de l'intérêt sera supérieure à l'évaluation du marché.

En premier lieu, à mesure que le taux de l'intérêt baisse, une quantité croissante de monnaie est normalement absorbée, toutes choses égales d'ailleurs, par les préférences pour la liquidité dues au motif de transactions. Si la baisse du taux de l'intérêt accroît le revenu national, la quantité de monnaie qu'il est commode de conserver pour les transactions augmente en effet avec le revenu sinon dans une proportion strictement égale - en même temps l'avantage d'une trésorerie largement calculée se paie, en intérêts perdus, de moins en moins cher. Des résultats analogues se produisent si l'accroissement de l'emploi consécutif à une baisse du taux de l'intérêt détermine une hausse des salaires, i. e. une hausse de la valeur nominale de l'unité de salaire, à condition toutefois que la préférence pour la liquidité soit mesurée en unités de monnaie et non en unités de salaire (comme il est parfois commode de le faire). En second lieu, nous venons de le voir, toute baisse du taux de l'intérêt peut accroître la quantité de monnaie que certaines personnes désirent conserver parce que leur opinion sur l'avenir du taux de l'intérêt diffère de celle du marché.

Cependant des circonstances peuvent se présenter où un accroissement même considérable de la quantité de monnaie n'exerce qu'une influence relativement faible sur le taux de l'intérêt. Il est possible en effet 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; et il est possible d'autre part qu'il y ait sur les valeurs futures du taux de l'intérêt une opinion si unanime qu'une faible variation des taux actuels détermine une variation massive de la demande de monnaie. On doit se féliciter que la stabilité du système et sa sensibilité aux variations de la quantité de monnaie soient étroitement subordonnées à la diversité des opinions sur les choses incertaines. Le mieux serait que nous connaissions l'avenir. Mais à défaut d'une telle connaissance, si nous devons gouverner l'activité du système économique en faisant varier la quantité de monnaie, il importe que les opinions diffèrent. Un semblable moyen d'action sera donc plus précaire aux États-Unis où tout le monde tend à adopter simultanément le même avis qu'en Angleterre où les divergences d'opinion sont plus fréquentes.

### III

Ainsi la monnaie se trouve introduite pour la première fois dans notre chaîne de relations causales et nous pouvons nous faire une première idée de la façon dont les variations de la quantité de monnaie interviennent dans le système économique. Mais, si nous sommes tentés de voir dans la monnaie un élixir qui stimule l'activité du système, rappelons-nous qu'il peut y avoir plusieurs obstacles entre la coupe et les lèvres. Alors qu'on peut espérer que, toutes choses restant égales, un accroissement de la quantité de monnaie fasse baisser le taux de l'intérêt, ceci ne se produira pas si les préférences du public pour la liquidité augmentent plus que la quantité de monnaie ; alors qu'on peut espérer que, toutes choses restant égales, la baisse du taux de l'intérêt fasse croître le flux d'investissement, ceci ne se produira pas si la courbe de l'efficacité marginale du capital baisse plus que le taux de l'intérêt ; alors enfin qu'on peut espérer que, toutes choses restant égales, une augmentation du flux d'investissement accroisse l'emploi, ceci ne se produira pas si la propension à consommer décline. Finalement, si l'emploi augmente, les prix monteront dans une mesure qui dépend en partie des formes des fonctions physiques de l'offre et en partie de la tendance de

l'unité de salaire à croître en valeur nominale. Et, lorsque la production aura augmenté et que les prix auront monté, l'effet qui en résultera sur la préférence pour la liquidité sera d'accroître la quantité de monnaie nécessaire au maintien d'un taux d'intérêt donné.

## IV

Bien que la préférence pour la liquidité due au motif de spéculation corresponde à ce que nous avons appelé dans le *Treatise on Money* la « tendance à la baisse », ces deux concepts ne sont nullement identiques. La « tendance à la baisse » a été définie dans cet ouvrage la relation fonctionnelle qui unit non le taux de l'intérêt ou le prix des créances à la quantité de monnaie, mais le prix cumulé des capitaux et des créances à la quantité de monnaie. Cette méthode d'analyse entraînait, entre les résultats dus aux variations du taux de l'intérêt et les résultats dus aux changements de la courbe de l'efficacité marginale du capital, une confusion que nous espérons avoir évitée dans le présent ouvrage.

## V

Le concept de *thésaurisation* peut être considéré comme une première approximation du concept de *préférence pour la liquidité*. A vrai dire, si on remplaçait la « thésaurisation » par la « tendance à thésauriser », les deux concepts seraient strictement identiques. Mais, lorsque la « thésaurisation » signifie une augmentation effective des avoirs liquides, elle constitue une idée incomplète - et d'ailleurs génératrice de graves erreurs si elle accrédite l'opinion que la thésaurisation et la non-thésaurisation sont des décisions indépendantes. La décision de thésauriser en effet n'est pas prise arbitrairement ou sans égard aux avantages offerts par la renonciation à la liquidité, elle résulte de la mise en balance des avantages de chaque solution, et on ne doit pas ignorer ce qu'il y a dans l'autre plateau. Au surplus, tant que la « thésaurisation » signifie les avoirs liquides effectivement détenus, son montant ne saurait varier sous l'effet des décisions prises par le public. Car le montant de la thésaurisation est nécessairement égal à la quantité de monnaie (ou encore - d'après certaines définitions - à la quantité totale de monnaie *diminuée* de celle qui correspond au motif de transactions); et la quantité de monnaie n'est pas déterminée par le public. Tout ce que la propension du public à thésauriser peut faire, c'est déterminer le taux de l'intérêt auquel son désir global de thésauriser est compatible avec la quantité de monnaie mise à sa disposition. L'habitude de négliger la relation existant entre le taux de l'intérêt et la thésaurisation contribue peut-être à expliquer le fait qu'on ait généralement considéré l'intérêt comme la récompense des décisions de ne pas dépenser alors qu'il est en réalité la récompense des décisions de ne pas thésauriser.



Livre IV : L'incitation à investir

## Chapitre XIV

---

### La théorie classique du taux de l'intérêt

[Retour à la table des matières](#)

En quoi consiste la théorie classique du taux de l'intérêt ? Bien que cette théorie ait servi de base à notre formation à tous et que, jusqu'à une date récente, nous l'ayons tous admise presque sans réserve, il nous paraît difficile de l'exposer avec précision ou d'en trouver un énoncé explicite dans les ouvrages marquants de l'école classique moderne <sup>1</sup>.

Un point est toutefois hors de discussion ; pour la tradition classique le taux de l'intérêt est le facteur qui amène à s'équilibrer la demande d'investissement et la disposition à épargner. L'investissement représente la demande de ressources à investir, l'épargne représente l'offre, et le taux de l'intérêt est le « prix » des ressources à investir qui rend ces deux quantités égales. Tout comme le prix d'une marchandise se fixe nécessairement au point où sa demande est égale à son offre, de même le taux de l'intérêt, sous l'action des forces du marché, vient nécessairement se fixer au point où le montant investi à ce taux est égal au montant épargné au même taux.

---

<sup>1</sup> On trouvera dans l'Appendice au présent chapitre un résumé de ce que nous avons pu découvrir.

Ce raisonnement ne saurait être trouvé mot pour mot dans les *Principles* de Marshall. Cependant telle semble bien être sa théorie; c'est celle qui nous a été enseignée à nous-même et qu'à notre tour nous avons professée pendant un grand nombre d'années. Prenons, par exemple, dans les *Principles* le passage suivant : « L'intérêt, étant le prix payé sur un marché pour l'usage du capital, tend vers un niveau d'équilibre tel que la demande globale de capital faite sur ce marché, à ce taux, soit égale au stock total qui s'y présente au même taux <sup>1</sup> ». De même, dans *Nature and Necessity of Interest*, le Professeur Cassel explique que l'investissement constitue « la demande d'abstinence », l'épargne « l'offre d'abstinence », et que l'intérêt est un « prix » qui sert - ceci est sous-entendu - à rendre les deux quantités égales, mais nous n'avons pas trouvé ici non plus de texte positif à citer. Au Chapitre VI de sa *Distribution of Wealth* le Professeur Carver considère formellement l'intérêt comme le facteur qui amène à s'équilibrer la désutilité marginale de l'abstinence et la productivité marginale du capital <sup>2</sup>. Sir Alfred Flux écrit dans ses *Economic Principles*, p. 95: « S'il y a du vrai dans les thèses de notre argumentation générale, il faut admettre qu'il se produit un ajustement automatique entre l'épargne et les occasions d'employer le capital avec profit... L'épargne ne dépassera pas ses possibilités d'être utilement employée... tant que le taux net de l'intérêt sera supérieur à zéro. » Le Professeur Taussig dans ses *Principles* (vol. II, p. 29) trace une courbe de l'offre d'épargne ainsi qu'une courbe de la demande représentant « la productivité décroissante des divers investissements de capital », après avoir exposé dans un passage antérieur (p. 20) que le « taux de l'intérêt s'établit à un point où la productivité marginale du capital suffit à provoquer l'investissement marginal de l'épargne » <sup>3</sup>. Walras dans les *Éléments d'Économie pure* (App. I, § 3), où il étudie « l'échange d'épargnes contre capitaux neufs » <sup>4</sup>, soutient expressément qu'à chacune des valeurs possibles de l'intérêt correspondent un certain montant des sommes que les individus épargnent et un certain montant des sommes qu'ils investissent en capitaux nouveaux, que ces deux montants tendent l'un vers l'autre et que le taux de l'intérêt est la variable qui les amène à être égaux ; le taux de l'intérêt se fixe donc au point où l'épargne, qui représente l'offre de capital nouveau, est égale à la demande dont ce capital est l'objet. Cette thèse est strictement conforme à la tradition classique.

Il est certain que le non spécialiste - banquier, fonctionnaire, homme public - nourri de la théorie traditionnelle, autant que l'économiste consommé, vivent dans l'idée que, chaque fois qu'un individu accomplit un acte d'épargne, il fait une chose qui abaisse automatiquement le taux de l'intérêt, que cette baisse stimule automatiquement la création du capital, que le taux de l'intérêt baisse autant qu'il faut pour que la production additionnelle de capital soit égale à l'accroissement de l'épargne et qu'en

<sup>1</sup> Ce passage fera l'objet d'une analyse plus complète à la page 201.

<sup>2</sup> Il est difficile de suivre le raisonnement du Professeur Carver, d'abord parce qu'il ne précise pas le sens de « la productivité marginale du capital » de sorte que on ne sait pas s'il a en vue le volume marginal de la production ou sa valeur marginale, et ensuite parce qu'il ne cherche pas à définir la quantité de capital.

<sup>3</sup> Dans une très récente étude de ces problèmes (« Capital, Temps, et Taux d'Intérêt », par le Prof. Knight, *Economica*, août 1934), étude qui contient maintes observations intéressantes et profondes sur la nature du capital et qui montre combien l'école de Marshall avait raison de juger l'analyse de Boehm-Bawerk dépourvue d'intérêt, la théorie de l'intérêt est présentée sous une forme précise, conforme à la tradition classique. L'équilibre dans le domaine de la production du capital exige, selon le Prof. Knight, « un taux d'intérêt tel que l'épargne arrive sur le marché avec un débit ou une vitesse exactement égale à celle de son absorption par les investissements qui produisent un taux de rendement égal à celui qui est payé aux épargnants pour son usage ».

<sup>4</sup> En français dans le texte original (N. du T.).

outre il s'agit là d'un phénomène auto-régulateur qui assure l'égalité des deux facteurs sans qu'il soit besoin d'intervention spéciale ou de soins maternels de la part de l'autorité monétaire. De même, - et cette idée est encore plus répandue, même aujourd'hui - tout acte supplémentaire d'investissement ferait nécessairement monter le taux de l'intérêt s'il n'était compensé par une variation de la disposition à épargner.

Or l'analyse des chapitres précédents ne doit laisser subsister aucun doute sur la fausseté de cette explication. Avant de remonter à l'origine de la divergence des deux opinions, occupons-nous d'abord de leurs points de concordance.

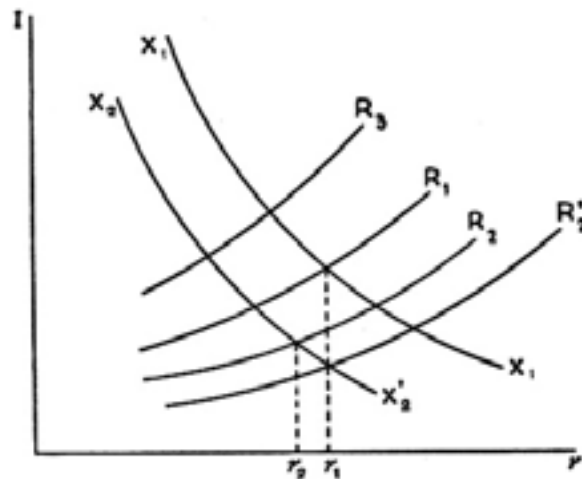
A la différence de l'école néo-classique, pour laquelle l'épargne et l'investissement peuvent différer effectivement, l'école classique proprement dite a admis le principe de leur égalité. Marshall pensait certainement, encore qu'il ne l'ait pas dit expressément, que l'épargne globale et l'investissement global sont nécessairement égaux. A vrai dire, la plupart des membres de l'école classique vont trop loin dans cette voie, puisqu'ils soutiennent que tout acte individuel qui augmente l'épargne suscite nécessairement un acte correspondant qui augmente l'investissement. Il n'existe pas non plus de différence sérieuse, au regard du problème actuel, entre notre courbe de l'efficacité marginale du capital ou de la demande de capital et la courbe de la demande de capital telle que l'envisagent certains des auteurs classiques cités plus haut. Lorsque nous en venons à la propension à consommer et à son corollaire, la propension à épargner, nous sommes plus près d'une différence d'opinion, car les économistes classiques insistent plus que nous sur le rôle joué par le taux de l'intérêt dans les variations de la propension à consommer. Mais sans doute admettraient-ils que le montant du revenu a lui aussi une influence considérable sur le montant de l'épargne et de notre côté nous n'entendons pas nier que le taux de l'intérêt puisse avoir une certaine influence (peut-être différente, d'ailleurs, de celle qu'ils pensent) sur le montant de l'épargne *tirée d'un revenu donné*. Tous ces points de concordance peuvent être résumés dans une proposition que l'école classique accepterait et que nous ne contestons pas : si l'on suppose que le montant du revenu est donné, on peut en inférer que le taux de l'intérêt courant se trouve au point d'intersection des deux courbes qui retracent, l'une les variations de la demande de capital en fonction du taux de l'intérêt, l'autre les variations en fonction du taux de l'intérêt du montant de l'épargne tirée du revenu donné.

C'est alors qu'une erreur décisive s'introduit dans la théorie classique. Si de la proposition précédente l'école classique s'était bornée à inférer que, lorsqu'on connaît la courbe de la demande de capital ainsi que l'influence des variations du taux de l'intérêt sur la disposition à tirer de l'épargne de revenus donnés, à chaque montant du revenu est associée une seule valeur du taux de l'intérêt, il n'y aurait eu rien à redire à cette conclusion. Elle eût même conduit naturellement à une proposition qui contient une vérité importante, c'est que, si on connaît le taux de l'intérêt, la courbe de la demande de capital et l'influence du taux de l'intérêt sur la disposition à tirer de l'épargne de montants donnés de revenu, le montant du revenu est nécessairement le facteur qui amène le montant de l'épargne à concorder avec celui de l'investissement. Mais en fait la théorie classique, outre qu'elle néglige l'influence des variations du revenu, enferme une erreur formelle.

Elle suppose en effet, comme le prouvent les citations précédentes, qu'on peut procéder à l'examen de l'effet produit sur le taux de l'intérêt par un changement dans la courbe de la demande de capital (par ex.), sans abandonner ni modifier l'hypothèse relative à la fixité du revenu dont les divers montants d'épargne doivent être tirés.

Dans la théorie classique du taux de l'intérêt les variables indépendantes sont la courbe de la demande de capital et l'influence du taux de l'intérêt sur le montant de l'épargne tirée d'un revenu donné ; et, quand une des variables, par exemple, la courbe de la demande de capital change, le taux nouveau de l'intérêt, d'après cette théorie, est donné par le point d'intersection de la nouvelle courbe de la demande de capital et de la courbe qui relie le taux de l'intérêt aux montants de l'épargne qui sera tirée du revenu donné. La théorie classique du taux de l'intérêt paraît supposer que, si un changement se produit, soit dans la courbe de la demande de capital, soit dans la courbe qui relie au taux de l'intérêt les montants de l'épargne tirée d'un revenu donné, soit dans chacune de ces courbes, le taux nouveau de l'intérêt est donné par le point d'intersection des deux courbes dans leur position nouvelle. Mais une semblable théorie ne peut avoir de sens, car l'hypothèse que le revenu est constant est incompatible avec l'hypothèse que les deux courbes peuvent changer indépendamment l'une de l'autre. Si l'une ou l'autre de ces courbes change, en général le revenu varie aussi et, par suite, toute la construction fondée sur l'hypothèse d'un revenu donné s'écroule. Seule pourrait sauver la position une hypothèse complexe admettant une variation automatique de l'unité de salaire d'un montant juste suffisant pour établir, par son action sur la préférence pour la liquidité, un taux d'intérêt qui compenserait exactement la variation supposée, de telle sorte que le volume de la production reste le même qu'auparavant. En fait on ne trouve chez les auteurs cités précédemment aucune allusion à la nécessité d'une pareille hypothèse, laquelle serait à la rigueur plausible s'il s'agissait d'un équilibre de longue période mais ne saurait servir de base à une théorie de la courte période ; et il n'y a même aucune raison de supposer qu'elle soit vérifiée dans la longue période. A vrai dire la théorie classique a négligé et le rôle joué par les variations du revenu et le fait que le montant du revenu dépend effectivement du flux d'investissement.

Ce qui précède pour être illustré par le diagramme suivant <sup>1</sup> :



Dans ce diagramme le montant de l'investissement I (ou de l'épargne) est mesuré verticalement et le taux de l'intérêt  $r$  horizontalement.  $X_1X_1$  est la première position de la courbe de la demande de capital et  $X_2X_2$  est une seconde position de cette

<sup>1</sup> Ce diagramme nous a été suggéré par M. R. F. Harrod. Cf. également une représentation en partie semblable qui a été utilisée par M. D. H. Robertson. *Economic Journal*, décembre 1934, page 652.

courbe. La courbe  $R_1$  relie les montant de l'épargne tirée d'un revenu  $R_1$  aux diverses valeurs du taux de l'intérêt, les courbes  $R_2$   $R_3$  étant les courbes correspondantes lorsque les montants du revenu sont  $R_2$  et  $R_3$ . Supposons que  $R_1$  soit la courbe  $R$  compatible à la fois avec un taux de l'intérêt  $r_1$  et une courbe de la demande de capital  $X_1X'_1$ . Si la courbe de la demande de capital se déplace de  $X_1X'_1$  à  $X_2X'_2$ , en général le revenu variera aussi. Mais le diagramme ci-dessus ne contient pas assez de données pour nous indiquer sa nouvelle valeur ; et par suite, ne sachant pas quelle est la courbe  $R$  appropriée aux conditions nouvelles, nous ne connaissons pas le point où elle sera coupée par la nouvelle courbe de la demande de capital. 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 tous les éléments de la situation sont déterminés. Car la courbe  $R$  qui coupé  $X_2X'_2$  au point situé à la verticale de  $r_2$ , c'est-à-dire la courbe  $R_2$ , sera la courbe appropriée aux conditions nouvelles. Ainsi les courbes  $X$  et les courbes  $R$  ne nous renseignent aucunement sur le taux de l'intérêt. Elles nous indiquent seulement quel sera le montant du revenu, lorsque d'une autre source nous connaissons la valeur du taux de l'intérêt. Si aucun changement n'est intervenu dans l'état de la préférence pour la liquidité ni dans la quantité de monnaie, si par conséquent le taux de l'intérêt n'a pas varié, la courbe  $R'_2$  qui coupe la nouvelle courbe de la demande de capital à la verticale du point où la courbe  $R_1$  coupait l'ancienne courbe  $X_1X'_1$  est la courbe  $R$  appropriée aux conditions nouvelles et  $R'_2$  est le nouveau montant du revenu.

Ainsi les fonctions utilisées par la théorie classique, c'est-à-dire les réactions aux variations du taux de l'intérêt, d'une part, du montant de l'investissement et, de l'autre, du montant de l'épargne tirée d'un revenu donné, ne fournissent pas les éléments d'une théorie du taux de l'intérêt; en revanche on peut s'en servir pour déterminer le montant du revenu, lorsque (d'une autre source) on connaît le taux de l'intérêt ; ou inversement pour savoir quelle valeur devra prendre le taux de l'intérêt si le montant du revenu doit être maintenu à un chiffre donné, par exemple au chiffre qui correspond au plein emploi.

L'erreur consiste à croire que le taux de l'intérêt est la rémunération de l'abstinence en tant que telle, alors qu'on devrait y voir la récompense de la déthésaurisation, de même qu'on considère, à très juste titre, les taux de rendement des prêts et des investissements qui comportent un certain degré de risque comme la récompense, non de l'abstinence en tant que telle, mais de l'acceptation du risque. A vrai dire, il n'y a pas de frontière marquée entre ce genre de rémunération et ce qu'on appelle le taux de l'intérêt « pur », tous deux sont la récompense d'une incertitude d'une sorte ou d'une autre. Ce n'est que dans le cas où la monnaie servirait uniquement d'instrument des transactions et ne serait jamais employée comme réservé de valeur qu'une théorie différente Ferait applicable <sup>1</sup>.

Cependant il existe deux points bien connus qui auraient pu signaler à l'école classique la présence & une erreur. En premier lieu, on s'accorde, au moins depuis la publication de *Nature and Necessity of Interest* du Professeur Cassel, à juger douteux que l'épargne tirée d'un revenu donné augmente nécessairement lorsque le taux de l'intérêt monte ; alors que personne ne doute que l'autre courbe, c'est-à-dire la courbe de la demande de capital, baissé quand le taux de l'intérêt monte. Or, si les courbes  $R$  et les courbes  $X$  fléchissent simultanément lorsque le taux de l'intérêt monte, rien ne garantit qu'une courbe  $R$  donnée coupera une courbe  $X$  donnée en un point quel-

<sup>1</sup> Cf. Chapitre XVII.

conque. C'est une première raison de penser que les courbes R et les courbes X ne peuvent à elles seules déterminer le taux de l'intérêt.

En second lieu, on admet communément qu'une augmentation de la quantité de monnaie tend à réduire le taux de l'intérêt, au moins au premier instant et dans la courte période. Mais aucune raison n'a encore été donnée pour qu'une variation de la quantité de monnaie affecte ou la courbe de la demande de capital ou la disposition à tirer de l'épargne d'un revenu donné. L'école classique a donc adopté deux théories du taux de l'intérêt foncièrement distinctes, l'une dans le volume I où elle traite la théorie de la valeur et l'autre dans le volume II où elle traite la théorie de la monnaie. Elle ne semble d'ailleurs pas s'être émue de la contradiction et n'a fait à notre connaissance aucun effort pour concilier les deux théories. Nous parlons bien entendu de l'école classique proprement dite ; car c'est en cherchant à concilier les deux théories que l'école néo-classique est arrivée à la pire des confusions. Elle a soutenu en effet que l'offre de capital, pour s'ajuster à la demande, devait procéder de *deux* sources : les épargnes véritables, c'est-à-dire les épargnes analysées par l'école classique, et *en outre* les sommes dont une augmentation de la quantité de monnaie permet de disposer (l'offre provenant de cette seconde source étant compensée par une sorte de prélèvement sur le public, qualifié d' « épargne forcée » ou d'un terme analogue). L'école néo-classique a été ainsi conduite d'abord à penser qu'il existe un taux d'intérêt « naturel » ou « neutre »<sup>1</sup> ou « d'équilibre », c'est-à-dire un taux qui fait concorder l'investissement avec les épargnes classiques véritables à l'exclusion de tout apport venant de l' « épargne forcée », puis à formuler la conclusion la plus évidente de toutes, à supposer qu'elle ait pris la bonne voie, au départ, d'après laquelle, si la quantité de monnaie pouvait en toute circonstance être maintenue *constante*, aucune de ces difficultés ne se produirait puisque les maux qu'on attribue à un prétendu excès de l'investissement sur les épargnes véritables cesseraient d'être possibles. Mais ici nous perdons pied. « Le canard sauvage a plongé profondément, aussi loin qu'il pouvait aller, et il s'est solidement cramponné aux herbes, à la mousse et aux débris qui jonchent le fond ; il faudrait un chien extraordinairement adroit pour plonger à sa recherche et le rapporter. »

Ainsi l'école classique est en défaut parce qu'elle n'a pas réussi à isoler correctement les variables indépendantes du système. L'Épargne et l'Investissement sont les facteurs déterminés et non les déterminants. Ils sont les résultantes jumelées des déterminants du système, qui sont la propension à consommer, la courbe de l'efficacité marginale du capital et le taux de l'intérêt. A vrai dire ces déterminants sont eux-mêmes complexes et chacun d'eux peut être affecté par les variations escomptées des autres. Mais ils restent indépendants en ce sens que leurs valeurs respectives ne peuvent être déduites les unes des autres. L'analyse traditionnelle a bien compris que l'épargne dépendait du revenu, mais non, que le revenu était uni à l'investissement par une relation telle que, lorsque l'investissement varie, le revenu est forcé de varier juste autant qu'il faut pour amener la variation de l'épargne à concorder avec celle de l'investissement.

Avec un égal insuccès on a cherché à faire dépendre le taux de l'intérêt de « l'efficacité marginale du capital ». Il est exact qu'en état d'équilibre le taux de l'intérêt est égal à l'efficacité marginale du capital, puisqu'on a avantage à accroître (ou à réduire) le flux courant d'investissement jusqu'à ce que l'égalité s'établisse. Mais c'est un

<sup>1</sup> Le taux de l'intérêt « neutre » des économistes contemporains diffère à la fois du taux « naturel » de Boehm-Bawerk et du « taux « naturel » de Wicksell.

cercle vicieux de vouloir de ce fait tirer une théorie du taux de l'intérêt ou déduire la valeur de ce taux ; Marshall s'en est aperçu alors qu'il se trouvait à mi-chemin dans la voie d'une explication du taux de l'intérêt fondée sur ce principe <sup>1</sup>. L'efficacité marginale du capital en effet dépend en partie du flux courant d'investissement et, pour calculer ce flux, il faut d'abord connaître le taux de l'intérêt. La conclusion qui importe, c'est que le flux d'investissement se développe jusqu'à ce que l'efficacité marginale du capital tombe au niveau du taux de l'intérêt. Quant à la courbe de l'efficacité marginale du capital, elle indique non la valeur du taux de l'intérêt mais le volume que la production du capital tend à atteindre lorsque le taux de l'intérêt a une valeur donnée.

Le lecteur appréciera sans peine l'importance théorique fondamentale et la portée pratique considérable du problème que nous examinons. Les économistes ont presque toujours fondé leurs conseils pratiques sur le principe que, toutes choses égales d'ailleurs, une diminution de la dépense tend à faire baisser le taux de l'intérêt et une augmentation du flux d'investissement à le faire monter. Toutefois, si ces deux quantités déterminent non le taux de l'intérêt mais le volume global de l'emploi, le fonctionnement du système économique nous apparaîtra sous un aspect bien différent. On regardera d'un tout autre oeil un affaiblissement de la propension à la dépense si, au lieu de le considérer comme un facteur qui, toutes choses égales d'ailleurs, accroît l'investissement, on y voit un facteur qui, toutes choses égales d'ailleurs, diminue l'emploi.

---

<sup>1</sup> Cf. l'Appendice au présent Chapitre.

Livre IV : L'incitation à investir, chapitre XIV

## Appendice au chapitre XIV

---

*Appendice relatif au taux de l'intérêt tel qu'il apparaît dans les « principes d'économie » de Marshall, dans les « principes d'économie politique » de Ricardo, et en d'autres ouvrages.*

### I

[Retour à la table des matières](#)

Dans les œuvres de Marshall, d'Edgeworth et du Professeur Pigou le taux de l'intérêt ne fait l'objet d'aucune étude suivie, mais seulement de quelques considérations éparses. En dehors du passage déjà cité (p. 154) le seul fil sûr qui puisse nous conduire à l'idée de Marshall au sujet du taux de l'intérêt se trouve dans les pages 534 et 593 des *Principles of Economics* (6e édition), Livre VI. Les citations suivantes en reproduisent l'essentiel.

« L'intérêt, étant le prix payé sur un marché pour l'usage du capital, tend vers un niveau d'équilibre tel que la demande globale de capital faite à ce taux sur ce marché soit égale au stock global <sup>1</sup> qui s'y présente au même taux. Si le marché que l'on

---

<sup>1</sup> On remarquera que Marshall emploie le mot « capital » et non le mot « monnaie » ainsi que le mot « stocks » et non le mot « prêts » ; or l'intérêt est un paiement en contre-partie d'un prêt de monnaie, et d'après le contexte la « demande de capital » devrait signifier la « demande de prêts de monnaie pour acheter un stock de biens de capital ». Mais l'égalité entre le stock de biens de capital offert et le stock demandé est créée par le prix des biens de capital et non par le taux de



considère est un marché limité - par exemple une seule ville, ou une seule industrie dans un pays en progrès - une augmentation dans la demande de capital sera vite compensée par une augmentation de l'offre provenant des régions ou des industries limitrophes. Mais, si on considère le monde entier ou seulement l'ensemble d'un grand pays comme un même marché de capital, on ne peut penser qu'une variation du taux de l'intérêt produise dans un court délai une modification importante de l'offre globale de capital. Le fonds général de capital est en effet le produit du travail et de l'abstinence ; or le surplus de travail <sup>1</sup> et le surplus d'abstinence que peut faire naître en un court délai une hausse du taux de l'intérêt sont d'une importance secondaire, comparés au travail et à l'abstinence qui ont créé la totalité du stock existant de capital. Un fort accroissement de la demande de capital en général » est donc compensé pendant un certain temps moins par un accroissement de l'offre que par une hausse du taux de l'intérêt <sup>2</sup>, et celle-ci amène le capital à se détourner partiellement des emplois où son utilité marginale est la moins grande. La hausse du taux de l'intérêt n'entraîne donc qu'une augmentation lente et progressive du stock global de capital » (p. 534).

« Le terme taux d'intérêt, on ne le répètera jamais assez, ne peut être appliqué aux investissements anciens qu'en un sens très limité <sup>3</sup>. On pourrait, par exemple, estimer qu'un capital industriel de quelque sept milliards de Livres est investi dans les différentes industries de ce pays à un taux d'intérêt net d'environ 3 %. Mais cette façon de parler, bien que commode et légitime en de nombreux cas, n'est pas exacte. Il faudrait s'exprimer ainsi: Supposons que le taux d'intérêt net des investissements de capital nouveau dans chacune des industries considérées (i. e. des investissements marginaux) soit 3 % environ, le revenu global net produit par tout le capital industriel investi dans les diverses industries est tel que, capitalisé au dernier,  $3\bar{3}$  (i. e. au taux

---

l'intérêt. C'est l'égalité entre la demande et l'offre de prêts de monnaie qui est créée par le taux de l'intérêt.

- <sup>1</sup> Ceci suppose que le revenu *n'est pas* constant. Mais la raison pour laquelle la hausse du taux de l'intérêt fait naître un « surplus de- travail n'apparaît pas clairement. Faut-il entendre que la hausse du taux de l'intérêt, parce qu'elle accroît l'attrait du travail en vue de l'épargne, doit-être considérée comme constituant en quelque sorte une augmentation du salaire réel, qui incite les facteurs de production à travailler en échange d'un salaire moindre. Telle est, pensons-nous, l'idée de M. D. H. Robertson dans une matière analogue. Assurément, l'action de ce facteur est dans un court délai « d'une importance secondaire », et il serait téméraire pour ne pas dire absurde de vouloir expliquer de cette façon les fluctuations réelles de l'investissement. Nous écrivions la seconde moitié de la phrase ainsi qu'il suit : « Si un fort accroissement de la demande de capital en général, dû à une hausse de la courbe de l'efficacité marginale du capital, *n'est pas* compensé par une hausse du taux de l'intérêt, l'augmentation subséquente de l'emploi et du revenu, qui résulte d'un accroissement de la production des biens de capital, amènera un surcroît d'abstinence qui, mesuré en monnaie, sera juste égal à la valeur du surplus de production courante des biens de capital et par suite fournira exactement les ressources qui lui sont nécessaires ».
- <sup>2</sup> Pourquoi pas par une hausse du prix d'offre des biens de capital ? Quid par exemple du cas où « la forte augmentation de la demande de capital en général » est due à une *baisse* du taux de l'intérêt ? La rédaction que nous proposerions serait celle-ci : « Par suite, dans la mesure où une forte augmentation de la demande de biens de capital ne peut être immédiatement compensée par une augmentation du stock total, elle devra être tenue en échec, aussi longtemps qu'il est nécessaire, par une hausse du prix d'offre des biens de capital ; celle-ci devra être d'une ampleur suffisante pour maintenir l'efficacité marginale du capital au niveau du taux de l'intérêt sans qu'il y ait de variation sensible du montant de l'investissement ; entre temps (comme il arrive toujours) les facteurs de production aptes à produire les biens de capital seront employés à produire ceux dont l'efficacité marginale est, dans les conditions nouvelles, la plus grande.
- <sup>3</sup> En fait, il ne peut pas leur être appliqué du tout. On ne peut parler de taux d'intérêt, au sens strict du mot, qu'au sujet de la monnaie empruntée pour acheter des capitaux anciens ou nouveaux (ou pour tout autre objet).

de 3 pour cent), il se chiffre à quelque sept milliards de Livres. Car la valeur du capital déjà investi en améliorations du sol, en constructions d'édifices, en créations de chemins de fer et de machines, est la valeur actuelle globale de l'estimation de ses revenus nets futurs. (ou quasi-rentes) ; si son revenu escompté diminuait, sa valeur baisserait en conséquence et ne serait plus que la valeur capitalisée du revenu amoindri déduction faite de l'amortissement » (p. 593).

Le Professeur Pigou dans ses *Economics of Welfare* (3e édit.) p. 163 écrit : « La nature du service qu'on nomme « abstinence » a été très mal comprise. On a parfois supposé qu'elle consistait dans une mise en réserve de monnaie et parfois dans une mise en réserve de temps, et on a soutenu, dans les deux hypothèses, qu'elle n'apportait aucune contribution au revenu. Ni l'une, ni l'autre des hypothèses n'est exacte. « L'abstinence » signifie simplement l'ajournement d'une consommation qu'une personne a le pouvoir d'effectuer tout de suite, c'est-à-dire la possibilité pour les ressources qui auraient été détruites de prendre la forme d'instruments de production <sup>1</sup>... L'unité d'abstinence est donc l'usage d'une quantité donnée de ressources <sup>2</sup> - par exemple de travail ou d'outillage - pendant un certain temps- En termes plus généraux nous pouvons dire que l'unité d'abstinence est l'unité de valeur pendant un an, ou, suivant l'expression plus simple sinon aussi exacte du Dr Cassel, une Livre-An... Il n'est peut être pas inutile, en outre, de mettre en garde contre l'idée commune que le montant du capital accumulé pendant une année est nécessairement égal au moment des R épargnes » constituées pendant ladite année. Tel n'est pas le cas, même si on interprète le mot « épargnes » dans le sens d' « épargnes nettes », c'est-à-dire si on élimine les épargnes des uns qui sont prêtées aux autres pour accroître leur consommation, et si on ignore les accumulations temporaires opus forme de monnaie de banque de droits *non exercés* aux services de la communauté; car, parmi les épargnes destinées à être transformées en capital, nombreuses sont celles qui en fait n'atteignent pas leur but, étant détournées vers des emplois inutiles <sup>3</sup>.

À notre connaissance le Professeur Pigou n'a fait qu'une seule allusion importante aux facteurs qui déterminent le taux de l'intérêt. C'est celle qui figure dans les *Industrial Fluctuations* (1re édit. pp. 251-253), où il combat la thèse que le taux d'intérêt, du fait qu'il est déterminé par les conditions générales de l'offre et de la demande de capital réel, échappe à l'action de la banque centrale ou des autres banques. A cette thèse il oppose l'argument suivant : « Quand les banques créent un surplus de crédit destiné aux hommes d'affaires, elles effectuent à leur profit, ainsi que nous l'avons expliqué au Chapitre XIII, 1re partie <sup>4</sup>, un prélèvement forcé sur les

<sup>1</sup> Cette formule est ambiguë ; elle ne nous dit pas si l'ajournement de la consommation a *nécessairement* cet effet ou s'il a seulement pour résultat de libérer des ressources qui, suivant les circonstances, resteront inemployées ou serviront à des investissements.

<sup>2</sup> Et non, ceci est à noter, la quantité de monnaie que le bénéficiaire du revenu pourrait dépenser mais ne dépense pas en consommation; la rémunération de l'abstinence a donc le caractère, non d'un intérêt, mais d'une quasi-rente. Cette phrase semble admettre implicitement que les ressources libérées sont nécessairement *utilisées*. Que serait, en effet, la rémunération de l'abstinence si les ressources libérées restaient sans emploi?

<sup>3</sup> Ce passage ne nous dit pas si les épargnes nettes seraient ou non égales à l'accroissement du capital au cas où nous négligerions les investissements malheureux et tiendrions compte des « accumulations temporaires sous forme de monnaie de banque de droits non exercés aux services de la communauté ». Mais le Prof. Pigou dans *Industrial Fluctuations* (P. 22) explique clairement que les accumulations de cette nature n'ont pas d'effet sur ce qu'il appelle «-les épargnes réelles ».

<sup>4</sup> Le texte auquel le Professeur Pigou se réfère (op. cil. pp. 129-134.) expose sa manière de voir en ce qui concerne la mesure dans laquelle les banques accroissent le courant de capital réel dont les

biens réels du public; elles accroissent ainsi le courant de capital réel dont ils disposent et font baisser le taux de l'intérêt tant à long terme qu'à court terme. En bref, il est exact qu'entre le taux des avances des banques et le taux réel de l'intérêt à long terme il existe une liaison mécanique, mais non que ce taux réel soit déterminé par des facteurs qui échappent complètement à l'action des banques ».

Nous avons développé dans les notes, au cours des passages qui précèdent, les commentaires que ces textes appellent de notre part. Le point faible que nous trouvons à l'explication du sujet donnée par Marshall réside essentiellement dans l'introduction du concept d'intérêt, qui appartient à une économie monétaire, dans un traité qui ne tient pas compte de la monnaie. L'intérêt n'a réellement rien à faire dans les *Principles of Economics* de Marshall ; il appartient à une autre partie du sujet. Le Professeur Pigou, en accord avec ses autres hypothèses implicites, nous amène à conclure dans ses *Economics of Welfare* que l'unité d'abstinence est la même que l'unité d'investissement courant, et que la rémunération de l'abstinence a le caractère d'une quasi-rente ; pratiquement il ne mentionne pas l'intérêt et il a raison de ne pas le mentionner. Cependant ces auteurs ne traitent pas d'une économie sans monnaie (si tant est qu'il existe une pareille chose). Ils admettent de toute évidence qu'on se sert de monnaie et qu'il existe un système bancaire. D'ailleurs, dans les *Industrial Fluctuations* du Professeur Pigou (où il étudie surtout les fluctuations de l'efficacité marginale du capital) ou dans sa *Theory of Unemployment* (où il étudie surtout les causes de variation du volume de l'emploi, dans l'hypothèse qu'il n'y a pas de chômage involontaire), le taux de l'intérêt ne joue guère un rôle plus important que dans, ses *Economics of Welfare*.

## II

Le passage suivant, extrait des *Principles of Political Economy* (p. 511) <sup>1</sup>, contient l'essentiel de la théorie de Ricardo sur le taux de l'intérêt :

« L'intérêt de l'argent n'est pas régi par le taux auquel la banque consent à prêter, que ce taux soit 5, 3 ou 2 %, mais bien par le taux de profit qu'on peut tirer de l'emploi du capital, taux qui est entièrement indépendant de la quantité ou de la valeur de la monnaie. Que la banque prête un, dix ou cent millions, elle ne modifie

---

entrepreneurs disposent; lorsqu'elles créent des crédits nouveaux. En fait, il cherche à retrancher « du crédit flottant accordé aux hommes d'affaires grâce aux créations de crédit le capital flottant qui eût été fourni par d'autres moyens si les banques n'avaient pas été là ». Ces soustractions une fois faites, le raisonnement devient d'une obscurité profonde. A l'origine, les rentiers ont un revenu de 1500, qu'ils consomment à concurrence de 500 et épargnent à concurrence de 1.000 ; la création de crédit réduit leur revenu à 1.300, ils le consomment à concurrence de 500 -  $x$  et l'épargnent à concurrence de 800 +  $x$  ; le Professeur Pigou conclut que  $x$  représente l'accroissement net de capital dont on dispose grâce à la création de crédit. Suppose-t-il que le revenu des entrepreneurs est grossi du montant qu'ils empruntent aux banques (sous les déductions indiquées ci-dessus) ? Ou bien leur revenu est-il grossi du montant, c'est-à-dire 200, de la diminution subie par le revenu des rentiers ? Sont-ils censés, dans les deux cas, épargner intégralement le surcroît de revenu ? L'investissement supplémentaire est-il égal aux crédits créés moins les déductions ? Ou bien est-il égal à  $x$  ? Il semble que le raisonnement s'arrête juste au moment où il devrait commencer.

<sup>1</sup> Voir la traduction française de MM. Constancio et Alc. Fonteyraud (1847) et notamment page 338 (N. du T.)

pas d'une façon permanente le taux d'intérêt du marché, mais seulement la valeur de la monnaie ainsi émise. Il faudra dix ou vingt fois plus de monnaie pour exploiter une même affaire, dans un cas que dans l'autre. Les demandes d'argent à la banque dépendent donc du rapport entre le taux des profits que son emploi peut rapporter et le taux auquel la banque est disposée à le prêter. Si elle prend moins que le taux d'intérêt du marché, elle peut prêter indéfiniment ; si elle prend plus que ce taux, seuls les dissipateurs et les prodiges consentent à lui emprunter. »

Ce texte est si net qu'il fournit une base de discussion meilleure que les phrases des auteurs précédents, lesquels sans répudier ouvertement l'essentiel de la doctrine de Ricardo s'y sentent assez inconfortables pour chercher un refuge dans les brumes. Bien entendu, ce qui précède, comme tout ce qui émane de Ricardo, doit être interprété comme une doctrine de longue période, l'accent étant placé sur le mot « permanente » situé au milieu du passage ; et il est intéressant d'examiner dans quelles hypothèses cette théorie est valable.

Une fois de plus, l'hypothèse nécessaire est l'hypothèse classique ordinaire que le plein emploi est toujours réalisé ; autrement dit, il faut que, si l'offre de travail mesurée en unités de production reste fixe, il n'y ait dans un équilibre de longue période qu'un seul volume possible de l'emploi. Dans cette hypothèse et sous la condition habituelle que *toutes choses restent égales*, c'est-à-dire qu'il ne se produise dans les prévisions et les tendances psychologiques aucun changement autre que ceux qui résultent d'une variation de la quantité de monnaie, la théorie Ricardienne doit être considérée comme valable, car dans ces hypothèses il n'existe qu'une seule valeur de l'intérêt compatible avec le maintien du plein emploi au cours de la longue période. Ricardo et ses successeurs n'ont pas compris que, même dans la longue période, l'emploi loin d'être nécessairement maximum peut prendre des volumes divers, qu'à chaque politique bancaire correspond un volume différent et que par suite il peut y avoir dans la longue période plusieurs positions d'équilibre correspondant aux diverses politiques d'intérêt susceptibles d'être adoptées par l'autorité monétaire.

Dans le cas où Ricardo aurait présenté sa thèse comme applicable seulement aux variations de la quantité de monnaie créée par l'autorité monétaire, elle eût encore été correcte, à supposer que les salaires nominaux fussent souples. En d'autres termes, s'il avait soutenu que le taux de l'intérêt ne varie pas d'une façon permanente parce que l'autorité monétaire fixe à dix ou à cent millions la quantité de monnaie, sa conclusion eût été exacte. Mais, si le terme politique monétaire signifie aussi les conditions auxquelles l'autorité augmente ou diminue la quantité de monnaie, i. e. le taux d'intérêt auquel cette autorité doit augmenter ou diminuer ses avoirs soit en modifiant le volume de l'escompte soit en opérant sur le « marché ouvert » - et Ricardo dans la citation précédente adopte expressément cette interprétation - alors il n'est plus exact que la politique monétaire soit sans effet ou qu'une seule politique soit compatible avec un équilibre de longue période. Et encore l'erreur n'est-elle pas absolue, car dans l'hypothèse extrême où, en cas de chômage involontaire, sous l'effet d'une concurrence inutile entre les chômeurs désireux de s'employer les salaires nominaux baisseraient sans limite, il n'y aurait que deux positions possibles de longue période - le plein emploi et l'emploi correspondant au niveau de l'intérêt où la préférence pour la liquidité deviendrait absolue (à supposer que ce volume de l'emploi fût inférieur au premier). L'influence de la quantité de monnaie en tant que telle est donc effectivement négligeable dans la longue période si les salaires nominaux sont souples ; mais les conditions auxquelles l'autorité monétaire fait varier la quantité de monnaie interviennent dans le schème économique comme un déterminant véritable.

Il n'est pas inutile d'ajouter que, si on en juge par les dernières phrases de la citation, Ricardo semble avoir ignoré que l'efficacité marginale du capital peut varier avec l'importance des investissements. Mais ceci peut être interprété comme une nouvelle preuve du caractère hautement logique de sa pensée, comparée à celle de ses successeurs. Car, si l'on prend comme données le volume de l'emploi et les tendances psychologiques de la communauté, il ne peut exister qu'une seule vitesse d'accumulation du capital, et, partant, qu'une seule valeur de l'efficacité marginale du capital. Ricardo nous offre ce suprême chef-d'œuvre d'intelligence, irréalisable pour un esprit moins puissant, qui consiste à se placer dans un monde hypothétique éloigné du monde réel, comme s'il était dans le monde réel, et à y vivre sans contradiction. La plupart de ses successeurs n'ont pu empêcher leur bon sens de parler, ce qui nuit à la cohérence logique de leurs doctrines.

### III

Le Professeur Von Mises a proposé une théorie particulière du taux de l'intérêt qui a été adoptée par le Professeur Hayek et aussi, croyons-nous, par le Professeur Robbins. D'après cette théorie on pourrait assimiler les variations du taux de l'intérêt aux variations du prix des biens de consommation par rapport à celui des biens de capital <sup>1</sup>. L'on ne voit pas clairement comment on arrive à cette conclusion. Mais le raisonnement paraît être celui-ci; Par une simplification hardie on considère que le rapport entre le prix d'offre des nouveaux biens de consommation et celui des nouveaux biens de production mesure l'efficacité marginale du capital <sup>2</sup>; et on assimile ensuite ce rapport au taux de l'intérêt. C'est un fait d'expérience qu'une baisse du taux de l'intérêt est favorable à l'investissement. Donc une baisse du rapport entre le prix des biens de consommation et le prix des biens de production est favorable à l'investissement.

Cette théorie crée un lien entre l'accroissement de l'épargne d'un individu et celui de l'investissement global. C'est un fait connu, en effet, que l'augmentation de l'épargne individuelle fait baisser le prix des biens de consommation; et il est tout à fait possible qu'elle fasse baisser ce prix plus que celui des biens de production; ceci signifie, d'après le raisonnement précédent, que le taux de l'intérêt baisse et par suite que l'investissement est stimulé. Pourtant il est évident qu'une baisse de l'efficacité marginale de certains capitaux et partant de la courbe de l'efficacité marginale du capital en général produit un effet diamétralement, opposé à celui que le raisonnement précédent suppose. L'investissement est en effet stimulé soit par une *hausse* de la courbe de l'efficacité marginale soit par une *baisse du* taux. de l'intérêt. Pour avoir confondu l'efficacité marginale du capital et le taux de l'intérêt, le Professeur Von Mises et ses disciples sont arrivés à des conclusions exactement contraires à la réalité.

<sup>1</sup> *The Theory of Money and Credit*, p. 339 et à divers autres endroits, notamment p. 363.

<sup>2</sup> Dans un équilibre de longue période on pourrait concevoir des hypothèses spéciales où ce raisonnement serait exact. Mais, lorsque les prix envisagés sont ceux qui existent en période de dépression, il est sûrement inexact de supposer, à titre de simplification, que l'entrepreneur fait ses prévisions comme si ces prix devaient être permanents. D'ailleurs, les entrepreneurs procéderaient-ils ainsi, que les prix des stocks existants de biens de production baisseraient dans la même proportion que les prix des biens de consommation.

On trouve dans le passage suivant du Professeur Alvin Hansen <sup>1</sup> un bon exemple d'une confusion de cette nature : « Certains économistes ont suggéré qu'une réduction de la dépense aurait pour résultat net d'amener dans le prix des biens de consommation une baisse supérieure à celle qui se fût produite autrement, et que par suite cette réduction contribuerait à affaiblir le stimulant des investissements en capital fixe. Or une telle conception est erronée ; elle repose sur une confusion entre les effets qu'exercent respectivement sur la formation du capital. : 1° la hausse ou la baisse du prix des biens de consommation, et 2° les variations du taux de l'intérêt. Il est exact qu'à la suite d'une diminution de la dépense et d'un accroissement de l'épargne, les prix des biens de consommation baissent par rapport à ceux des biens de production. Mais ceci dans la réalité signifie que le taux de l'intérêt baisse; et un taux d'intérêt plus bas provoque l'extension de l'investissement à un domaine qui eût été improductif si les taux d'intérêt avaient été plus élevés.

---

<sup>1</sup> *Economic Reconstruction*, p. 233.

Livre IV : L'incitation à investir

## Chapitre XV

---

# Les motifs psychologiques et commerciaux de la liquidité

## I

[Retour à la table des matières](#)

Il nous faut maintenant analyser plus en détail les motifs de la préférence pour la liquidité qui ont été présentés succinctement au Chapitre XIII. Le sujet est identique à celui qu'on a parfois traité sous la désignation de la demande de monnaie. Il a aussi des rapports étroits avec ce qu'on appelle « la vitesse de transformation de la monnaie en revenu » ; car cette vitesse de transformation mesure simplement la proportion de ses revenus que le public désire conserver sous forme liquide, et par suite une augmentation de la vitesse de transformation de la monnaie en revenu dénote en général une diminution de la préférence pour la liquidité. Les deux sujets, toutefois, ne sont pas identiques, car l'option ouverte à chaque individu entre le maintien et l'abandon de la liquidité porte non sur son revenu mais sur l'ensemble de ses épargnes accumulées. De toute façon, le terme « vitesse de transformation de la monnaie en revenu » contient une indication trompeuse, car il fait présumer que la demande de monnaie prise dans son ensemble est proportionnelle au revenu ou lui est unie par une certaine relation déterminée ; or nous verrons qu'une telle présomption ne s'applique qu'à une *portion* des avoirs liquides du public et que par suite ce terme ne tient pas compte du rôle joué par le taux de l'intérêt.

Dans le *Treatise on Money*, nous avons étudié la demande totale de monnaie sous les trois titres de dépôts de revenu, de dépôts de fonds d'entreprise et de dépôts d'épargne, et il est inutile de répéter ici l'analyse faite au Chapitre III de cet ouvrage. Cependant la monnaie conservée pour chacune des trois raisons précédentes constitue entre les mains de son détenteur un fonds unique, qu'il n'est pas obligé de séparer en trois compartiments étanches ; car ces compartiments peuvent n'être pas nettement distincts, même dans son esprit, et une certaine somme peut être conservée principalement pour une raison et subsidiairement pour une autre. Il est donc tout aussi légitime, sinon préférable, de considérer la totalité des demandes individuelles de monnaie en des circonstances données comme une décision unique, à la formation de laquelle concourent plusieurs motifs différents.

Lorsqu'on analyse ces motifs, il est encore commode de les classer sous certains titres. Le premier correspondra aux dépôts de revenu et aux dépôts de fonds d'entreprise de notre ancienne division, les deux derniers correspondront chacun à une partie des anciens dépôts d'épargne. Nous avons donné au Chapitre XIII un aperçu rapide de ces catégories en les désignant par le motif de transactions, qui peut être subdivisé en motif de revenu et motif d'entreprise, par le motif de précaution, et par le motif de spéculation.

1° *Le motif de revenu.* - Une première raison de conserver de la monnaie est de combler l'intervalle entre l'encaissement et le décaissement du revenu. Dans une décision de conserver un certain montant global de monnaie, ce motif intervient avec une force qui dépend principalement du montant du revenu et de la longueur normale de l'intervalle entre son encaissement et son décaissement. Le concept de vitesse de transformation de la monnaie en revenu\* convient exactement à cet aspect de la question.

2° *Le motif d'entreprise.* - De même on conserve de la monnaie pour combler l'intervalle entre l'époque où on engage des dépenses professionnelles et celle où on reçoit le produit de la vente ; l'argent conservé par les négociants pour combler l'intervalle entre un achat et une réalisation appartient à cette catégorie. L'intensité de cette sorte de demande dépend principalement de la valeur de la production courante (i. e. du revenu courant) et du nombre de mains entre lesquelles elle passe.

3° *Le motif de précaution.* - Le souci de parer aux éventualités qui exigent des dépenses inopinées, l'espoir de profiter d'occasions imprévues pour réaliser des achats avantageux, et enfin le désir de conserver une richesse d'une valeur monétaire immuable pour, faire face à une obligation future stipulée en monnaie sont autant de nouveaux motifs à conserver de l'argent liquide.

La puissance de ces trois sortes de motifs dépend en partie du coût et de la sécurité des méthodes qui permettent d'obtenir de l'argent en cas de besoin, par des avances temporaires d'une forme quelconque et notamment par des découverts ou des facilités du même ordre. Il n'est pas nécessaire, en effet, de conserver de l'argent oisif pour combler les intervalles entre les diverses échéances, si on peut en obtenir sans difficulté au moment où l'on en a effectivement besoin. La puissance de ces motifs dépend encore de ce que nous pouvons appeler le coût relatif de la détention de monnaie. Si l'on ne peut garder de la monnaie qu'en différant l'achat d'un capital productif, cette circonstance augmente le coût relatif de sa détention et affaiblit par conséquent le motif à en conserver un montant donné. Si la monnaie rapporte un intérêt de dépôt ou épargne des agios de banque, cette circonstance diminue au con-



traire le coût relatif de sa détention et renforce le motif à en conserver un montant donné. Il se peut cependant que l'importance de ce facteur soit secondaire, sauf en cas de fortes variations du coût relatif de la détention de monnaie.

4° Reste enfin le motif *de spéculation*. - Ce motif appelle une étude plus détaillée, d'abord parce qu'il est moins bien compris que les autres, et ensuite à raison du rôle particulièrement important qu'il joue en transmettant les effets d'une variation de la quantité de monnaie.

En circonstances normales, la quantité de monnaie nécessaire pour satisfaire aux deux motifs de transactions et de précaution dépend surtout de l'activité générale du système économique et du montant du revenu nominal. Mais c'est en faisant jouer le motif de spéculation que les autorités chargées de la direction de la monnaie, ou en l'absence d'une telle direction les variations fortuites de la quantité de monnaie, sont amenées à agir sur le système économique. La demande de monnaie déterminée par les premiers motifs est en général insensible à toute influence autre que celle d'une variation effective de l'activité économique générale et du niveau des revenus ; l'expérience montre au contraire que la demande globale de monnaie déterminée par le motif de spéculation varie d'une manière continue sous l'effet d'une variation graduelle du taux de l'intérêt, c'est-à-dire qu'il existe une relation continue entre les variations de la demande de monnaie déterminée par le motif de spéculation et les variations du taux de l'intérêt, telles qu'elles ressortent des variations du cours des obligations et des créances d'échéances diverses.

S'il n'en était pas ainsi, les opérations sur le marché ouvert (open market operations) seraient impossibles. Nous avons dit que l'existence de la relation continue indiquée plus haut était prouvée par l'expérience, parce qu'en fait le système bancaire est toujours à même, en circonstances normales, d'acheter ou de vendre des obligations contre espèces, en faisant légèrement monter par une enchère ou fléchir par un rabais les prix du marché ; plus est considérable la quantité de monnaie que les banques cherchent à créer ou à annuler en achetant ou en vendant des obligations et des créances, plus importante devra être la baisse ou la hausse du taux de l'intérêt. Toutefois, lorsque les opérations sur le marché ouvert ne portent (comme en 1933 et en 1934 aux États-Unis) que sur des titres d'échéance très rapprochée, leur effet principal peut évidemment être limité au taux de l'intérêt à très court terme, et leur action peut être faible sur les taux d'intérêt à long terme, dont l'importance est beaucoup plus considérable.

Lorsque on étudie le motif de spéculation, il importe de distinguer parmi les variations du taux de l'intérêt, celles qui sont dues aux variations de l'offre de monnaie disponible pour la satisfaction de ce motif, lesquelles n'affectent pas la fonction de liquidité, et celles qui ont pour cause initiale les changements de la prévision influant directement sur la fonction de liquidité. Les opérations sur le marché ouvert peuvent agir sur le taux de l'intérêt par l'une et l'autre voie ; elles peuvent d'une part modifier la quantité de monnaie et de l'autre donner naissance à des prévisions nouvelles en ce qui concerne la politique future de la Banque Centrale ou du Gouvernement. Les changements propres de la fonction de liquidité, résultant de changements dans les informations qui entraînent une révision des prévisions, sont souvent discontinus et engendrent des discontinuités correspondantes dans les variations du taux de l'intérêt. C'est seulement dans la mesure où un changement dans les informations est interprété différemment par les divers individus ou affecte différemment les intérêts individuels, que l'on constate sur le marché des obligations une activité plus

grande des transactions. Lorsque un changement dans les informations affecte le jugement et les besoins de chacun d'une manière strictement identique, le taux de l'intérêt (tel qu'il est exprimé par les cours des obligations et des créances) s'ajuste sur-le-champ à la situation nouvelle sans qu'il soit besoin d'aucune transaction.

Ainsi, dans le cas le plus simple où les individus ont tous des opinions et des intérêts semblables, un changement dans les circonstances ou dans les prévisions ne déterminera aucun déplacement de monnaie. Son seul effet sera de faire varier le taux de l'intérêt dans la mesure nécessaire à contrebalancer le désir qu'au niveau antérieur de l'intérêt chaque individu éprouvait d'ajuster ses avoirs liquides aux circonstances ou aux prévisions nouvelles ; et, puisque chacun fera subir à son appréciation du taux qui le déciderait à modifier son avoir liquide une correction égale, aucune transaction ne s'ensuivra. A chaque groupe de circonstances et de prévisions correspondra un taux d'intérêt approprié, et il ne sera jamais question que l'on modifie ses avoirs liquides habituels.

Cependant, dans le cas général, un changement dans les circonstances ou les prévisions amène certains rajustements dans les avoirs liquides individuels ; car, en pratique, les effets produits par un tel changement sur les idées diffèrent suivant les individus, d'abord parce qu'ils ne se trouvent pas tous dans les mêmes circonstances et n'ont pas tous les mêmes raisons de conserver de la monnaie, ensuite parce qu'ils connaissent et interprètent la situation nouvelle chacun à sa façon. Aussi la nouvelle position d'équilibre du taux de l'intérêt est-elle associée à une nouvelle répartition de la monnaie. Néanmoins, c'est la variation du taux de l'intérêt plus que le mouvement de la monnaie qui mérite notre attention. Ce mouvement n'est dû qu'à des différences contingentes entre les individus, le phénomène essentiel est celui qui se produit dans le cas le plus simple. Au surplus, même dans le cas général, la variation du taux de l'intérêt est d'ordinaire l'effet le plus marquant d'un changement dans les informations. Les cours des obligations subissent, comme disent les journaux, « des fluctuations disproportionnées à l'activité des transactions » ; et il est normal qu'il en soit ainsi, car les réactions des divers individus aux informations se ressemblent beaucoup plus qu'elles ne diffèrent.

## II

A strictement parler, le montant de monnaie que le motif de transactions et le motif de précaution décident un individu à détenir n'est pas indépendant du montant qu'il conserve pour le motif de spéculation. Cependant, c'est une première approximation légitime de considérer que ces deux catégories d'avoirs liquides sont dans une large mesure indépendantes l'une de l'autre. Pour les besoins de l'analyse qui va suivre nous aborderons le problème sous cet angle.

Soient  $M_1$  le montant de monnaie détenu pour les motifs de transactions et de précaution, et  $M_2$  le montant conservé pour le motif de spéculation. En regard de ces deux compartiments de la masse monétaire totale, nous avons deux fonctions de liquidité  $L_1$  et  $L_2$ .  $L_1$  dépend principalement du montant du revenu et  $L_2$  dépend principalement de la relation entre le taux de l'intérêt courant et l'état de la prévision. Par suite,

$$M = M_1 + M_2 = L_1(R) + L_2(r),$$

où  $L_1$  est la fonction de liquidité qui détermine  $M_1$  par rapport au revenu  $R$ , et  $L_2$  la fonction de liquidité qui détermine  $M_2$  par rapport au taux de l'intérêt  $r$ . Il s'ensuit que nous avons trois questions à examiner : 1° la relation entre les variations de  $M$  et celles de  $R$  et  $r$  ; 2° les facteurs qui déterminent la forme de  $L_1$  ; 3° les facteurs qui déterminent la forme de  $L_2$ .

1° La relation entre les variations de  $M$  et celles de  $R$  et  $r$  dépend d'abord de l'origine des variations de  $M$ . Supposons que  $M$  consiste en monnaies d'or et ne puisse varier qu'à la suite d'une augmentation du rendement dans les exploitations minières appartenant au système économique considéré. Dans ce cas les variations de  $M$  sont au premier instant directement associées à celles de  $R$ , puisque l'or nouveau s'ajoute au revenu de quelqu'un. La situation est exactement la même lorsque les variations de  $M$  proviennent d'émissions de papier monnaie faites par le Gouvernement pour couvrir ses dépenses courantes - en ce cas encore la monnaie nouvelle s'ajoute au revenu de quelqu'un. Cependant, le montant nouveau du revenu ne demeurera pas assez élevé pour que les besoins de  $M_1$  absorbent intégralement l'accroissement de  $M$  ; une portion de la monnaie cherchera un débouché dans l'achat d'obligations ou d'autres capitaux et fera décliner  $r$  jusqu'à ce que la baisse de l'intérêt ait déterminé, dans le montant de  $M_2$  et en même temps dans le revenu, des accroissements suffisants pour que la monnaie nouvelle soit absorbée ou par  $M_2$  ou par  $M_1$  lorsque cette dernière quantité de monnaie se sera ajustée à la hausse du revenu provoquée par la baisse de  $r$ . Ce cas revient donc à peu de chose près au même que l'autre cas où la monnaie nouvelle ne peut être émise, en première analyse, qu'au moyen d'un adoucissement des conditions de crédit des banques qui incite quelqu'un à leur vendre une obligation ou une créance en échange de monnaie nouvelle.

Le second cas peut donc être considéré comme typique. On peut admettre qu'une variation de  $M$  produit son effet en faisant varier  $r$  ; et une variations de  $r$  conduit à un équilibre nouveau d'une part en modifiant  $M_2$  et d'autre part en modifiant  $R$  et par conséquent  $M_1$ . Dans la nouvelle position d'équilibre, le partage de la monnaie additionnelle entre  $M_1$  et  $M_2$  dépendra de la réaction de l'investissement à une baisse du taux de l'intérêt et de celle du revenu à une augmentation de l'investissement <sup>1</sup>. Puisque  $R$  dépend en partie de  $r$ , une variation donnée de  $M$  entraînera une variation de  $r$  suffisante pour que la somme des variations consécutives de  $M_1$  et  $M_2$  soit égale à la variation donnée de  $M$ .

2° On n'a pas toujours indiqué clairement si par définition la vitesse de transformation de la monnaie en revenu était le rapport de  $R$  à  $M$  ou le rapport de  $R$  à  $M_1$ . Nous proposons d'employer ce terme dans le second sens. Si la vitesse de transformation de la monnaie en revenu est  $V$ , on a donc

$$L_1(R) = \frac{R}{V} = M_1$$

<sup>1</sup> Il nous fait renvoyer au Livre V la question de savoir ce qui détermine le caractère de l'équilibre nouveau.

Il n'y a, bien entendu, aucune raison de supposer que la valeur de  $V$  soit constante. Cette valeur dépendra du caractère de l'organisation bancaire et industrielle, des habitudes sociales, de la répartition du revenu entre les différentes classes, et du coût effectif de la détention d'argent oisif. Néanmoins, si l'on a en vue une courte période et si aucun de ces facteurs ne semble devoir beaucoup changer, on peut sans erreur excessive considérer  $V$  comme constant.

3° Reste enfin la question de la relation entre  $M_2$  et  $r$ . Nous avons vu au Chapitre XIII que *l'incertitude* au sujet des variations futures du taux de l'intérêt est la seule explication intelligible de la préférence pour la liquidité du type  $L_2$ , qui justifie la conservation d'un avoir liquide  $M_2$ . Il s'ensuit qu'entre un certain montant  $M_2$  et une certaine valeur de l'intérêt  $r$ , il n'y a pas de relation quantitative définie - ce qui importe ce n'est pas le niveau absolu de  $r$ , mais l'écart entre ce niveau et celui qui, au regard des calculs de probabilité sur lesquels on s'appuie, paraît offrir une sécurité suffisante. Néanmoins, il existe deux raisons de croire que dans un certain état de la prévision une baisse de  $r$  s'accompagne d'une augmentation de  $M_2$ . En premier lieu, si le niveau de  $r$  que l'opinion générale considère comme sûr reste inchangé, toute baisse de  $r$  diminue le taux du marché par rapport au niveau jugé sûr et accroît par conséquent le risque inhérent à l'abandon de la liquidité ; en second lieu toute baisse de  $r$  diminue comme le *carré* du taux de l'intérêt la mesure dans laquelle le revenu procuré par l'abandon de la liquidité peut servir en quelque sorte de prime d'assurance contre le risque de perte au compte capital. Par exemple, lorsque le taux d'intérêt d'une créance à long terme est 4 %, il y a avantage à sacrifier la liquidité, à moins qu'un bilan de probabilités ne fasse craindre une hausse du taux de l'intérêt à long terme supérieure à 4 % de sa valeur par an, c'est-à-dire supérieure à 0,16 0/0 par an. Or, lorsque le taux de l'intérêt est 2 %, le revenu courant ne compense plus qu'une hausse éventuelle de l'intérêt de 0,04 % par an. Ce fait est sans doute l'obstacle principal à une baisse très marquée du taux de l'intérêt. S'il n'y a pas de raison de croire que les circonstances futures diffèrent beaucoup des circonstances passées, un taux d'intérêt à long terme de (disons) 2 % laisse plus à craindre qu'à espérer et procure un revenu courant qui ne suffit à compenser qu'un faible degré de crainte.

Il est donc évident que le taux de l'intérêt est un phénomène psychologique au plus haut degré. Nous verrons au Livre V qu'il est impossible qu'il reste en équilibre à un niveau *inférieur* à celui qui correspond au plein emploi ; car à un tel niveau il s'établirait un état d'inflation véritable où  $M_1$  absorberait des quantités croissantes de monnaie. Mais, *au-dessus* du niveau qui correspond au plein emploi, le taux d'intérêt à long terme du marché dépendra non seulement de la politique courante de l'autorité monétaire, mais aussi de sa politique future, telle que le marché la prévoit. L'autorité monétaire gouverne sans peine le taux de l'intérêt à court terme, d'abord parce qu'il lui est facile d'inculquer la conviction que sa politique ne changera pas sensiblement dans un avenir très proche et aussi parce que la perte à craindre est faible comparée au revenu courant (à moins que celui-ci soit presque nul). Mais le taux à long terme peut se montrer plus récalcitrant à la baisse, lorsqu'il est tombé à un niveau que, d'après les enseignements du passé et les prévisions courantes de la politique monétaire *future*, l'opinion représentative juge aléatoire. Par exemple, dans un pays rattaché à un étalon or international, un taux d'intérêt inférieur à celui qui existe à l'étranger inspirera une défiance légitime ; et, si le taux d'intérêt intérieur est maintenu à *la parité du taux le plus élevé* (le plus élevé compte tenu du risque) qui existe dans les autres pays appartenant au système international, ce taux intérieur pourra être très au-dessus du niveau compatible avec le plein emploi.

Lorsque une politique monétaire qui se propose de réduire fortement le taux de l'intérêt à long terme frappe l'opinion publique par son caractère empirique ou son inconstance, elle peut manquer son but parce que, au dessous d'un certain chiffre, une baisse de  $r$  peut s'accompagner d'une augmentation presque illimitée de  $M_2$ . La même politique, au contraire, réussira facilement si l'opinion la juge possible, raisonnable et conforme à l'intérêt public, si elle s'appuie sur une conviction solide, et si elle est soutenue par une autorité qui ne risque pas d'être supplantée.

Peut-être, au lieu de dire que le taux de l'intérêt est au plus haut degré un phénomène psychologique, serait-il plus exact de dire qu'il est au plus haut degré un phénomène conventionnel, car sa valeur effective dépend dans une large mesure de sa valeur future telle que l'opinion dominante estime qu'on la prévoit. Un taux d'intérêt *quelconque* que l'on accepte avec une foi suffisante en ses *chances* de durer *durera* effectivement, sous cette réserve évidente que dans une société mouvante le taux réel varie pour toutes sortes de raisons de part et d'autre du niveau qu'on juge devoir être normal. Dans le cas particulier où  $M_1$  croît plus que  $M$  le taux de l'intérêt monte et vice-versa. Mais il peut osciller pendant des dizaines d'années autour d'un niveau constamment trop élevé pour permettre le plein emploi. Cette éventualité est surtout à craindre lorsque l'opinion dominante croit que l'ajustement du taux de l'intérêt se fait d'une façon automatique. Le niveau établi par convention est alors censé avoir une base objective beaucoup plus résistante qu'une convention et il ne vient à l'idée ni du public ni de l'autorité d'établir un lien entre l'existence d'une gamme inadéquate de taux d'intérêts et l'impossibilité pour l'emploi d'atteindre son niveau optimum.

Le lecteur devrait parfaitement comprendre maintenant combien il est difficile d'entretenir une demande effective suffisante pour assurer le plein emploi, alors qu'un taux d'intérêt à long terme conventionnel et assez stable se trouve associé à une efficacité marginale du capital mobile et fort instable.

Si l'on peut tirer quelque réconfort de considérations plus encourageantes, il faut le chercher dans l'espoir que la convention, précisément parce qu'elle ne repose pas sur une connaissance certaine, n'opposera pas toujours une résistance excessive à une politique monétaire quelque peu stable et persévérante. L'opinion publique peut s'accoutumer assez vite à une baisse modérée du taux de l'intérêt et la prévision conventionnelle de l'avenir peut être modifiée en conséquence ; la voie est alors ouverte à un nouveau progrès et ainsi de suite jusqu'à un certain point. La baisse du taux de l'intérêt à long terme en Grande-Bretagne après l'abandon de l'étalon-or fournit un exemple intéressant d'une telle évolution. Les principaux mouvements furent accomplis par une suite de bonds discontinus, à mesure que la fonction de liquidité du public, s'étant adaptée à chacune des réductions successives, se trouvait prête à répondre à une nouvelle impulsion venant des informations ou de la politique des autorités.

### III

Nous pouvons résumer ce qui précède dans la proposition suivante : Un état quelconque de la prévision étant donné, il existe dans l'esprit du public une tendance à détenir de l'argent liquide en quantité supérieure à celle que requièrent le motif de

transactions et le motif de précaution, et cette détention potentielle se réalise en détention effective dans une mesure qui dépend des conditions auxquelles l'autorité monétaire est disposée à créer de la monnaie. C'est cette détention potentielle que traduit la fonction de liquidité  $L_2$ .

A chaque montant de la quantité de monnaie créée par l'autorité monétaire correspondra donc, toutes choses égales d'ailleurs, une valeur déterminée du taux de l'intérêt ou plus exactement une gamme de valeurs déterminées des taux d'intérêt à termes différents. La même proposition serait d'ailleurs vraie de tout autre élément du système économique considéré isolément. La présente analyse particulière n'est importante et utile qu'autant qu'il existe une relation spécialement directe ou féconde entre les variations de la quantité de monnaie et celles du taux de l'intérêt. Notre motif à supposer qu'il existe une telle relation est, en gros, que les transactions du système bancaire et de l'autorité monétaire portent sur la monnaie et les créances et non sur les capitaux ou sur les marchandises consommables.

Si l'autorité monétaire acceptait à des conditions définies d'opérer dans les deux sens sur les créances de toutes échéances, et plus encore si elle consentait à opérer sur les créances présentant différents degrés de risque, la relation entre la gamme des taux d'intérêts et la quantité de monnaie serait immédiate. La gamme des taux d'intérêt ne ferait qu'exprimer les conditions auxquelles le système bancaire accepterait d'acquiescer ou de céder les créances ; et la quantité de monnaie serait égale au montant qui pourrait se loger entre les mains des individus qui, compte tenu de toutes les circonstances en jeu, aimeraient mieux disposer d'avoirs liquides que les céder, aux conditions exprimées par le taux d'intérêt du marché, en échange de créances. Peut-être l'amélioration pratique la plus importante que l'on pourrait apporter à la technique de la direction de la monnaie consisterait-elle à substituer au taux de l'escompte unique sur les effets à court terme, une offre complexe obligeant la banque centrale à acheter et à vendre à prix fermes les effets de premier ordre de toutes échéances.

Mais, dans le monde actuel où nous vivons, le prix des créances tel qu'il est fixé par le système bancaire n'est pas entièrement « effectif », en ce sens qu'il ne gouverne pas absolument les prix réels du marché, et la mesure dans laquelle ce prix est effectif varie suivant les systèmes. Parfois il est plus effectif dans un sens que dans l'autre ; ceci signifie que le système bancaire peut s'engager à acheter les créances à un certain prix sans être nécessairement obligé de les vendre au même prix, ou au moins à un prix dont la différence avec le premier ne dépasse pas l'ordre de grandeur d'un courtage, encore qu'il n'y ait aucune raison qui empêche que le prix soit rendu effectif dans les deux sens à l'aide d'opérations sur le marché ouvert. Il existe d'ailleurs une exception plus importante, due au fait qu'en général l'autorité monétaire n'opère pas aussi volontiers sur les créances de toutes échéances. En pratique, elle tend à concentrer son activité sur les créances à court terme et à abandonner le prix des créances à long termes à l'action tardive et incomplète du prix des créances à court terme - bien qu'ici encore il n'y ait aucune raison qui l'oblige à agir ainsi. Dans la mesure où ces exceptions interviennent, la relation entre le taux de l'intérêt et la quantité de monnaie est moins immédiate. Il semble qu'en Grande-Bretagne le champ d'une direction méthodique de l'intérêt aille s'élargissant. Mais chaque fois qu'on applique la présente théorie à des cas particuliers, on doit tenir compte des caractéristiques spéciales de la méthode qui est en fait suivie par l'autorité monétaire. Lorsque celle-ci n'opère que sur les créances à court terme il convient d'examiner quelle influence le prix effectif

et le prix escompté des créances à court terme exercent sur les créances d'échéance plus éloignée.

L'autorité monétaire n'est donc pas en mesure de faire régner une gamme quelconque de taux d'intérêt relatifs aux prêts d'échéances et de garanties diverses. Son pouvoir comporte des limites que nous pouvons résumer comme il suit :

1° Il est des limites que l'autorité monétaire s'impose à elles-même en refusant d'opérer sur les créances qui n'entrent pas dans un type particulier ;

2° Pour les raisons exposées plus haut, il se peut que, une fois le taux d'intérêt rendu à un certain niveau, la préférence pour la liquidité devienne virtuellement absolue, en ce sens que presque tout le monde aime mieux garder un avoir liquide qu'une créance rapportant un taux d'intérêt aussi faible. L'autorité monétaire perd alors la direction effective du taux de l'intérêt. Peut-être ce cas limite prendra-t-il une importance pratique dans l'avenir, mais nous n'en connaissons pas d'exemple dans le passé. A vrai dire, étant donné la répugnance de la plupart des autorités monétaires à opérer résolument sur les créances à long terme, on n'a pas eu souvent l'occasion d'en faire l'expérience. D'ailleurs, si une pareille situation se produisait, elle signifierait que l'autorité monétaire pourrait elle-même à un taux d'intérêt purement nominal emprunter sans limite au système bancaire.

3° Lorsque la fonction de liquidité s'aplatit complètement en raison d'une hausse ou d'une baisse rapide des prix, le taux de l'intérêt peut perdre toute stabilité. Les exemples les plus frappants d'un tel phénomène ont été constatés en des circonstances très anormales. La Russie et l'Europe Centrale ont connu après la Guerre une crise monétaire ou fuite devant la monnaie au cours de laquelle on ne pouvait décider personne à conserver de la monnaie à aucune condition ; si élevé et si rapidement croissant que fût le taux de l'intérêt, il n'arrivait pas à rattraper l'efficacité marginale du capital (celle des stocks de biens liquides en particulier) sur laquelle agissait la prévision d'une baisse toujours plus grande de la valeur de la monnaie. Aux États-Unis on a constaté pendant certaines périodes de l'année 1932 une crise du genre opposé, i. e. une crise financière ou crise de liquidation, au cours de laquelle on ne pouvait décider presque personne à se dessaisir de ses avoirs liquides à des conditions raisonnables.

4° Reste enfin l'obstacle, déjà examiné au Chapitre XI, section IV, p. 159, qui empêche le taux effectif de l'intérêt de baisser au-dessous d'un certain chiffre ; cet obstacle, qui peut s'avérer sérieux à une époque de taux d'intérêt faibles, réside dans les coûts intermédiaires de la mise en contact de l'emprunteur et du dernier prêteur et dans la rémunération que le prêteur exige en sus de l'intérêt pur en considération du risque, spécialement du risque moral. Lorsque le taux de l'intérêt pur fléchit, il ne s'ensuit pas que les sommes allouées pour les frais et pour les risques fléchissent de pair avec lui. Le taux de l'intérêt que l'emprunteur type est obligé de payer peut donc décliner plus lentement que le taux de l'intérêt pur, et, dans l'état actuel des méthodes bancaires et de l'organisation financière, il peut être impossible de l'amener au-dessous d'un certain minimum. Ce fait revêt une importance particulière, lorsque le risque moral est estimé à une valeur appréciable. Car, si le, risque provient de doutes que le prêteur conçoit sur l'honnêteté de l'emprunteur, l'emprunteur qui n'a pas l'inten-



tion d'être malhonnête n'a aucun moyen de compenser le supplément indu de charge qui pour lui en est la conséquence. Ce fait a aussi de l'importance dans le cas des prêts à court terme (des avances bancaires, par exemple), qui sont grevés de frais relativement élevés, une banque pouvant être obligée de compter à ses débiteurs 1 1/2 ou 2 %, alors même que le taux de l'intérêt pur au profit du prêteur est nul.

## IV

Bien que ceci nous oblige à anticiper sur une matière qui appartient plus proprement au Chapitre XXI, peut-être y aura-t-il avantage à indiquer d'un mot à cet endroit le rapport qui existe entre le sujet précédent et la Théorie Quantitative de la Monnaie.

Dans une société statique ou dans une société où, pour toute autre raison, personne n'a d'incertitude au sujet des taux d'intérêt futurs, la Fonction de Liquidité  $L_2$  ou propension à thésauriser (comme nous pouvons l'appeler) est toujours nulle en état d'équilibre. Ainsi, en état d'équilibre,  $M_2$  est nul et  $M$  est égal à  $M_1$  ; toute variation donnée de  $M$  fait donc varier le taux de l'intérêt autant qu'il est nécessaire pour que le revenu atteigne un niveau où la variation de  $M_1$  soit égale à la variation donnée de  $M$ . Or,  $V$  étant la vitesse de transformation de la monnaie en revenu, telle qu'elle a été définie plus haut, et  $R$  le revenu global, on a  $M_1 V = R$ . Par suite, s'il est possible de mesurer la quantité  $Q$  et le prix  $P$  de la production courante, on a  $R = QP$  et partant  $MV = QP$ , relation qui a beaucoup d'analogie avec la forme traditionnelle de la Théorie Quantitative de la Monnaie <sup>1</sup>.

Un grave défaut de la Théorie Quantitative lorsqu'on l'applique aux faits, c'est qu'elle ne distingue pas dans les variations des prix celles qui proviennent des variations de la production et celles qui proviennent des variations de l'unité de salaire <sup>2</sup>. Peut-être cette omission peut-elle s'expliquer par la double hypothèse qu'il n'y a jamais de propension à thésauriser et qu'il y a toujours plein emploi. Dans ce cas  $Q$  est constant et  $M_2$  est nul ; il s'ensuit que, si on peut aussi considérer  $V$  comme constant, l'unité de salaire et le niveau des prix sont l'un et l'autre directement proportionnels à la quantité de monnaie.

<sup>1</sup> Bien entendu, si dans la définition choisie  $V$  était égal non à  $R/M_1$  mais à  $R/M$ , la Théorie Quantitative constituerait une identité. Elle serait alors vérifiée en toute circonstance, mais n'aurait aucune portée.

<sup>2</sup> Ce point fera l'objet de développements supplémentaires au Chapitre XXI.



Livre IV : L'incitation à investir

## Chapitre XVI

---

### Observations diverses sur la nature du capital

#### I

[Retour à la table des matières](#)

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

Si l'épargne ne consistait pas seulement à s'abstenir d'une consommation présente mais encore et simultanément à passer une commande en vue d'une consommation future, le résultat pourrait être tout différent. Car l'espoir de tirer (in certain revenu de

l'investissement serait alors accru et les ressources libérées de la préparation d'une consommation présente pourraient être affectées à la préparation de la consommation future. Les ressources ainsi libérées ne seraient pourtant pas *toutes*, même dans ce cas, nécessairement remployées, car l'intervalle à la fin duquel on souhaiterait ajourner la consommation pourrait exiger une méthode de production d'une longueur si incommode que son efficacité marginale serait très inférieure au taux de l'intérêt courant ; alors l'effet favorable à l'emploi produit par une commande en vue de la consommation future ne se manifesterait pas sur-le-champ mais à une date ultérieure, et l'effet *immédiat* serait encore défavorable à l'emploi. En tout cas une décision individuelle d'épargner n'implique pas en fait la passation d'une commande définie en vue de la consommation future, mais uniquement la renonciation à une commande courante. Puisque l'attente d'une consommation est la seule raison d'être de l'emploi, il ne devrait donc y avoir aucun paradoxe à conclure que l'affaiblissement de la propension à consommer produit, toutes choses égales d'ailleurs, un effet déprimant sur l'emploi.

L'origine du mal, c'est que l'acte d'épargne n'implique pas le remplacement d'une consommation courante par un surcroît défini de consommation future dont la préparation exigerait autant d'activité économique que celle de la consommation équivalente à la somme épargnée, mais bien un désir portant sur « la richesse » en tant que telle, c'est-à-dire sur le pouvoir de consommer un article indéterminé à une date indéterminée. L'idée absurde, encore qu'à peu près universelle, qu'un acte d'épargne individuelle est tout aussi favorable à la demande effective qu'un acte de consommation individuelle procède du sophisme suivant, lequel est beaucoup plus spécieux que la conclusion qui en a été déduite : le désir de posséder plus de richesse, étant à très peu de chose près identique au désir de posséder plus de capitaux, doit, en accroissant la demande de capitaux, fournir un aiguillon à leur production ; par suite l'épargne individuelle favorise l'investissement courant\* dans la mesure même où elle diminue la consommation présente.

C'est de ce sophisme qu'on a le plus de peine à désabuser l'opinion. Il vient de l'idée que le possesseur de richesse désire un capital *en tant que tel*, alors que l'objet réel de son désir c'est le *rendement escompté* de ce capital. Or le rendement escompté repose entièrement sur la prévision d'une demande effective future d'une certaine marchandise, compte tenu des conditions futures de l'offre de la même marchandise. Par conséquent, si un acte d'épargne n'est aucunement favorable au rendement escompté d'un capital, il ne contribue en rien à stimuler l'investissement. En outre, pour qu'un épargnant individuel, puisse atteindre son but, qui est d'acquérir de la richesse, il n'est pas nécessaire qu'un capital *nouveau* soit créé en vue de le satisfaire. L'acte d'épargne d'un individu, du fait qu'il est bilatéral, comme nous l'avons indiqué, oblige à lui seul un autre individu à transférer au premier un certain article de richesse ancien ou nouveau. Tout acte d'épargne a pour conséquence inévitable un transfert « forcé » de richesse à celui qui épargne; et celui-ci peut à son tour avoir à souffrir de l'épargne des autres. Ces transferts de richesse ne sont pas subordonnés à la création de richesse nouvelle ; à vrai dire, ils peuvent, comme nous l'avons vu, lui être grandement contraires. La création de richesse exige uniquement que le rendement escompté de la richesse nouvelle dépasse le seuil fixé Par le taux de l'intérêt courant. Le rendement escompté de l'investissement nouveau le moins productif n'est pas accru par le fait que quelqu'un désire accroître sa richesse, puisqu'il dépend de la prévision d'une demande portant à une date déterminée sur un article déterminé.

On n'échappe pas non plus à cette conclusion en disant que le désir du possesseur de richesse n'a pas pour objet un rendement escompté déterminé, mais le plus avan-

tageux des rendements escomptés qui lui sont offerts et que par suite un accroissement du désir de posséder de la richesse diminue le rendement escompté dont les producteurs d'investissement nouveau doivent se contenter. Ce raisonnement néglige le fait qu'on a toujours le choix entre la propriété de capitaux réels et la propriété de monnaie ou de créances ; le rendement escompté dont les producteurs d'investissement nouveau doivent se contenter ne peut baisser au-dessous du seuil fixé par le taux de l'intérêt courant. Et le taux de l'intérêt courant dépend, nous l'avons vu, non de l'intensité du désir de posséder de la richesse, mais de l'intensité du désir de la posséder respectivement sous forme liquide et non liquide, jointe à l'importance relative de l'offre de richesse sous l'une et l'autre forme. Si le lecteur éprouve encore des doutes, qu'il se demande pourquoi, si la quantité de monnaie ne varie pas, un acte d'épargne nouveau diminuerait la somme qu'au niveau existant de l'intérêt on désire garder sous forme liquide.

Nous examinerons au chapitre suivant certaines difficultés plus sérieuses qui peuvent se présenter lorsqu'on essaye d'approfondir les pourquoi et les comment.

## II

Ail lieu de dire du capital qu'il est *productif*, il vaut beaucoup mieux en dire qu'il fournit au cours de son existence lin revenu supérieur à son coût originel. Car la seule raison pour laquelle on peut attendre d'un capital qu'il rende au cours de son existence des services dont la valeur globale soit supérieure à son prix d'offre initial, c'est qu'il est *rare* ; et il reste rare parce que le taux d'intérêt attaché à la monnaie permet à celle-ci le lui faire concurrence. A mesure que le capital est moins rare, l'excès de son revenu sur son prix d'offre diminue, sans qu'il devienne pour cela moins productif - au moins au sens physique du mot.

Nos préférences vont par conséquent à la doctrine préclassique que c'est le *travail* qui *produit* toute chose, avec l'aide de l'art comme on disait autrefois ou de la technique comme on dit maintenant, avec l'aide des ressources naturelles, qui sont libres ou grevées d'une rente selon qu'elles sont rares ou abondantes, avec l'aide enfin des résultats du travail passé, qui ont eux aussi un prix variable suivant leur rareté ou leur abondance. Il est préférable de considérer le travail, y compris bien entendu les services personnels de l'entrepreneur et de ses assistants, comme le seul facteur de production ; la technique, les ressources naturelles, l'équipement et la demande effective constituant le milieu déterminé où ce facteur opère. Ceci explique en partie pourquoi nous avons pu considérer que l'unité de travail était, en dehors des unités de monnaie et de temps, la seule unité physique qui fût nécessaire dans notre système économique.

Certains procédés longs ou médiats sont physiquement efficaces. Mais certains procédés courts le sont aussi. Les procédés longs ne sont pas physiquement efficaces par ce que longs. Certains d'entre eux, la plupart sans doute, seraient physiquement très inefficaces du fait des pertes et des dommages causés par le temps<sup>1</sup>. Si on

<sup>1</sup> Cf. la note de Marshall sur Boehm-Bawerk, *Principles*, p. 583.

dispose d'une force de travail donnée, il y a une limite définie à la quantité de travail susceptible d'être incorporée en des procédés médiats dont on ait avantage à se servir. En dehors de toute autre considération, il faut qu'il existe une proportion déterminée entre la quantité de travail employée à construire les machines et la quantité de travail employée à les utiliser. La quantité ultime de *valeur* obtenue n'augmente donc pas indéfiniment par rapport à la quantité de travail employé, à mesure que les procédés adoptés deviennent de plus en plus médiats, même si leur rendement physique continue à croître. Si le désir d'ajourner la consommation était assez fort pour créer une situation où le plein emploi exigerait un flux d'investissement suffisant à rendre l'efficacité marginale du capital négative, alors seulement un procédé deviendrait avantageux à cause de sa longueur ; dans ce cas on adopterait des procédés physiquement *inefficaces* à condition qu'ils eussent une longueur suffisante pour que leur inefficacité fût compensée par le bénéfice résultant de l'ajournement de la consommation. On se trouverait en fait dans une situation où les procédés *courts* devraient rester assez rares pour que leur efficacité physique compensât le désavantage inhérent à la proximité de la date de livraison du produit. Une théorie correcte doit être réversible; elle doit pouvoir s'appliquer aussi bien lorsque le taux de l'intérêt sur lequel l'efficacité marginale du capital s'aligne est négatif que lorsqu'il est positif ; la théorie de la rareté ébauchée ci-dessus est, croyons-nous, la seule qui possède cette propriété.

Il existe d'ailleurs toutes sortes de raisons pour que les divers genres de services ou de facilités soient rares et par suite coûteux, eu égard à la quantité de travail qui y est incorporée. Les procédés malodorants, par exemple, doivent être rémunérés à un taux relativement élevé, car on ne trouverait sans cela personne pour les entreprendre. Et il en va de même des procédés périlleux. Mais notre dessein n'est pas de faire une théorie de la productivité relative des procédés malodorants ou dangereux considérés comme tels. En bref, les divers genres de travail ne sont pas tous accomplis en des circonstances particulières également agréables ; une situation d'équilibre exige que les articles produits en des circonstances propres moins agréables (circonstances caractérisées par l'odeur, le risque, ou la durée) restent assez rares pour que leurs prix s'élèvent. Mais, si la durée devient une circonstance agréable, ce qui peut très bien être le cas et l'est déjà pour nombre d'individus, ce sont alors, nous l'avons dit, les procédés rapides qui doivent rester suffisamment rares.

La mesure optimum où l'on peut employer des procédés médiats étant donnée, on choisira bien entendu, parmi les procédés médiats, les plus efficaces qu'on puisse trouver jusqu'à ce que le total optimum soit atteint. Mais ce total optimum devrait lui-même être tel que puisse être satisfaite aux dates convenables la partie de la demande des consommateurs dont l'ajournement est désiré. Autrement dit, dans les conditions optima, la production devrait être organisée suivant les méthodes de fabrication les plus efficaces compatibles avec les dates où on s'attend que la demande des consommateurs devienne effective. Il ne sert à rien de produire en vue de dates de livraison différentes de celles-ci, même si le changement des dates de livraison pouvait accroître le montant des unités physiques produites - sauf dans la mesure où, pour ainsi parler, la perspective d'une chère plus abondante incite le consommateur à avancer ou à retarder l'heure du dîner. Le consommateur étant instruit de tout le détail des mets qu'il peut obtenir en fixant le dîner à des heures différentes, si l'on prévoit qu'il se décidera pour 8 heures, c'est l'affaire du chef de préparer le meilleur dîner qui puisse être servi à 8 heures, sans qu'il importe de savoir si c'est 7 h. 30, 8 heures ou 8 h. 30 qui lui aurait le mieux convenu dans le cas où le temps ne fût pas entré en ligne de compte d'une façon ou d'une autre et où sa seule tâche eût consisté à préparer le

meilleur dîner qui se pût faire. Peut-être à certaines époques obtiendrait-on des repas matériellement meilleurs en dînant plus tard qu'on ne le fait. Mais il se peut aussi qu'à d'autres époques on obtiendrait des repas meilleurs en dînant plus tôt. Notre théorie, nous l'avons dit, doit être applicable aux deux contingences.

Si le taux de l'intérêt était nul, il existerait pour tout article donné entre l'époque moyenne de sa fabrication et l'époque de sa consommation un intervalle optimum pour lequel le coût du travail serait minimum - un procédé de production plus court étant techniquement moins efficace et un procédé plus long étant lui aussi moins efficace en raison de la détérioration et des frais de magasinage. Si le taux de l'intérêt est supérieur à zéro, il intervient un nouvel élément de coût qui croît avec la longueur du procédé; l'intervalle optimum diminue et la fabrication courante en vue de la livraison éventuelle de l'article doit être réduite jusqu'à ce que le prix escompté ait assez monté pour couvrir l'augmentation du coût, augmentation provenant à la fois des charges d'intérêt et de l'efficacité moindre de la méthode de production plus courte. Si au contraire le taux de l'intérêt était inférieur à zéro (admettons que ce soit techniquement possible), c'est l'inverse qui se produirait. Le montant escompté de la demande des consommateurs étant donné, on se trouverait dans l'alternative, ou de procéder aujourd'hui à la fabrication courante, ou de commencer la fabrication à une date ultérieure ; par suite la fabrication courante ne se justifierait que si le revenu provenant de l'intérêt négatif était supérieur à l'économie qu'un ajournement de la production permettrait de réaliser grâce à une efficacité technique plus grande ou à une variation escomptée des prix. L'efficacité technique de la production de la grande majorité des articles décline fortement quand on commence leur fabrication à une époque précédant de plus d'une très courte période la date escomptée de leur consommation. Même si le taux de l'intérêt est nul, la proportion de la demande escomptée des consommateurs à laquelle il est avantageux de commencer à pourvoir à l'avance est donc strictement limitée ; et, lorsque le taux de l'intérêt n'est pas nul, cette proportion diminue à mesure qu'il augmente.

### III

Nous avons vu que, dans la longue période, le capital reste nécessairement assez rare pour que son efficacité marginale soit au moins égale au taux de l'intérêt correspondant à la durée de son existence, tel qu'il est déterminé par les conditions psychologiques et les facteurs de structure. Quelles sont les conséquences de cet état de choses pour une communauté qui se trouve équipée au point que l'efficacité marginale du capital est nulle et deviendrait négative sous l'effet d'un investissement additionnel, qui, d'autre part, possède un système monétaire où la monnaie garde sa valeur et n'engendre que (les frais de garde et de conservation négligeables de sorte que pratiquement le taux de l'intérêt ne peut être négatif, et qui enfin, lorsque le plein emploi est réalisé, est disposée à épargner ?

Ces circonstances étant réunies et une situation de plein emploi étant prise comme point de départ, les entrepreneurs feront nécessairement des pertes s'ils continuent à offrir de l'emploi sur une échelle utilisant à plein le stock de capital existant. Par suite le stock de capital et le volume de l'emploi diminueront nécessairement jusqu'à ce que la communauté se trouve assez pauvre pour que l'épargne globale soit nulle, c'est-

à-dire pour que l'épargne positive de certains individus ou groupes d'individus soit compensée par l'épargne négative des autres. Dans une communauté telle que nous l'avons supposée, la situation d'équilibre en régime de laissez-faire sera donc une situation où l'emploi sera assez faible et le niveau de vie assez misérable pour que les épargnes soient nulles. Ou plutôt il est probable qu'une oscillation cyclique se dessinera autour de cette position d'équilibre. Car, s'il subsiste de l'incertitude au sujet de l'avenir, l'efficacité marginale s'élèvera occasionnellement au-dessus de zéro, ce qui entraînera un essor des investissements, et la dépression consécutive pourra ramener pour un temps le stock de capital au-dessous de la position d'équilibre qui, à la longue, rendrait l'efficacité marginale nulle. Bien entendu le stock d'équilibre du capital qui, les prévisions étant supposées exactes, aura une efficacité marginale juste nulle sera inférieur au stock correspondant au plein emploi de la main-d'œuvre disponible ; car ce stock sera celui qui correspond à la proportion de chômage nécessaire pour que l'épargne soit nulle.

La seule autre position d'équilibre possible serait une situation où un stock de capital assez important pour avoir une efficacité marginale nulle représenterait aussi une quantité de richesse suffisante pour assouvir pleinement, même en état de plein emploi, le désir global du public de faire des réserves pour l'avenir, les circonstances étant telles qu'aucun revenu ne puisse être obtenu sous forme d'intérêt. Toutefois ce serait une coïncidence singulière que la propension à épargner dans les conditions de plein emploi se trouve précisément satisfaite au moment où le stock de capital atteint le montant qui rend son efficacité marginale nulle. Aussi bien, si cette contingence favorable intervient, doit-elle normalement se produire non au moment précis où le taux d'intérêt s'annule, mais à une époque antérieure pendant qu'il décline progressivement.

Nous avons admis jusqu'ici qu'intervenait, sous forme d'une monnaie grevée de frais de conservation négligeables, un facteur qui empêchait le taux de l'intérêt d'être négatif. En fait, il existe des facteurs de structure et des facteurs psychologiques qui, fixent au déclin possible du taux de l'intérêt une limite bien supérieure à zéro. Deux d'entre eux, qui ont déjà été examinés, sont d'une importance particulière ; les coûts de la mise en contact des emprunteurs et des prêteurs et l'incertitude quant à l'avenir du taux de l'intérêt fixent en effet une limite minimum qui, dans les circonstances présentes, n'est peut être pas inférieure à 2 ou 2 1/2 % à long terme. Si ceci s'avère exact, nous pourrions bientôt connaître dans la réalité pratique les difficultés qui peuvent naître d'un stock croissant de capital lorsque les principes de laissez-faire ne permettent pas au taux de l'intérêt de baisser davantage. Au surplus, si le minimum au-dessous duquel il est pratiquement impossible de faire baisser l'intérêt est sensiblement supérieur à zéro, il y a d'autant moins de chance que le désir global d'accumuler de la richesse puisse être assouvi avant que le taux d'intérêt ait atteint ce minimum.

Au cours des années d'après guerre aux États-Unis et en Grande-Bretagne, la richesse s'est accumulée à un rythme tel que la baisse de l'efficacité marginale de capital s'est trouvée être plus rapide que le déclin du taux de l'intérêt compatible avec l'état des facteurs de structure et des facteurs psychologiques existants ; et l'histoire de cette période fournit des exemples pratiques de l'obstacle que la capitalisation peut opposer dans un régime principalement fondé sur le principe du laissez-faire à un volume d'emploi satisfaisant et au niveau de vie qui les conditions techniques de la production permettent d'établir.

De ce qui précède il résulte que, si deux communautés identiques disposent de la même technique mais de stocks de capital différents, la communauté la moins bien équipée pourra jouir pendant un certain temps d'un niveau de vie plus élevé que la communauté la mieux équipée. Toutefois, lorsque la communauté la plus pauvre aura rejoint la plus riche - comme cela doit normalement arriver - elles connaîtront toutes deux le sort de Midas. Bien entendu cette conclusion pessimiste suppose que la propension à consommer et le flux d'investissement, au lieu d'être judicieusement gouvernés en vue de l'intérêt général, soient entièrement abandonnés aux influences du laissez-faire.

Si - pour une raison quelconque - le déclin du taux de l'intérêt ne peut être aussi rapide que la baisse de l'efficacité marginale du capital déterminée par une capitalisation correspondant au montant que la communauté désire épargner en situation de plein emploi, alors, même une diversion du désir de posséder de la richesse vers des biens qui, en fait, ne fournissent aucun produit économique, contribue effectivement à accroître la prospérité. Tant qu'il plaît aux millionnaires de construire de vastes demeures pour se loger pendant leur vie et des pyramides pour abriter leurs dépouilles après leur mort, ou que, regrettant leurs péchés, ils édifient des cathédrales et dotent des monastères ou des missions étrangères, l'époque à laquelle l'abondance du capital s'oppose à l'abondance de la production peut être reculée. En « creusant des trous dans le sol » aux frais de l'épargne on accroît non seulement l'emploi mais encore le revenu réel national en biens et services utiles. Mais il n'est pas raisonnable qu'une communauté sensée accepte de rester tributaire de semblables expédients, fortuits et souvent inefficaces, dès lors qu'on connaît les facteurs qui gouvernent la demande effective.

## IV

Supposons que l'on prenne des mesures pour que le taux d'intérêt soit compatible avec le flux d'investissement qui correspond au plein emploi. Supposons, en outre, que l'action de l'État entre en jeu comme élément compensateur pour ralentir le grossissement du capital et empêcher qu'il ne tende vers son point de saturation à une vitesse qui impose à la génération présente une réduction excessive de son niveau de vie.

Nous estimons que, dans ces hypothèses, une communauté correctement gouvernée, équipée de ressources techniques modernes, et dont la population n'augmente pas rapidement, serait capable en l'espace d'une seule génération d'abaisser l'efficacité marginale du capital à un niveau d'équilibre voisin de zéro ; ainsi se trouveraient réalisées les conditions qui caractérisent une économie quasi stationnaire ; les changements et les progrès résulteraient uniquement des modifications de la technique, des goûts, des institutions et du chiffre de la population ; les produits obtenus à l'aide du capital se vendraient à un prix proportionné au travail et aux autres valeurs qui y sont incorporées, suivant des principes identiques à ceux qui gouvernent les prix des biens de consommation où les charges de capital entrent dans une proportion insignifiante.

Si nous avons raison de croire qu'il est relativement facile de multiplier les biens de capital jusqu'à ce que leur efficacité marginale soit nulle, ce moyen constitue sans doute la façon la plus raisonnable d'éliminer graduellement la plupart des caractères choquants du capitalisme. Un instant de réflexion montrera en effet les énormes changements sociaux qu'entraînerait la disparition progressive d'un taux de rendement propre à la richesse capitalisée. Un homme serait encore libre d'économiser le revenu de son travail afin de le dépenser à une date ultérieure. Mais sa richesse capitalisée ne s'accroîtrait pas. Il se trouverait dans la situation du père de famille de Pope, qui, lorsqu'il se retira des affaires, emporta une caisse de guinées dans sa villa de Twickenham et s'en servit pour couvrir ses dépenses au fur et à mesure de ses besoins.

Malgré la disparition des rentiers, il y aurait encore place pour l'entreprise et pour l'habileté dans l'estimation des rendements escomptés susceptibles d'être appréciés diversement. Ce qui précède, en effet, concerne essentiellement le taux de l'intérêt pur en dehors de toute prime de risque ou d'allocation analogue, et non le rendement brut des capitaux y compris la prime de risque. Sauf si le taux de l'intérêt était maintenu au-dessous de zéro, les investissements judicieux dans les affaires individuelles d'un rendement aléatoire auraient encore un rendement positif. L'ensemble de ces investissements aurait lui aussi au cours d'une période assez longue un rendement net positif à condition qu'il existe une certaine répugnance à courir des risques. Mais il se pourrait, qu'en des circonstances pareilles il y eût un tel désir de tirer du revenu des investissements aléatoires, que dans l'ensemble leur rendement net s'avérât *négalif*.



Livre IV : L'incitation à investir

## Chapitre XVII

---

# Les propriétés essentielles de l'intérêt et de la monnaie

## I

[Retour à la table des matières](#)

*Le taux d'intérêt de la monnaie* semble donc jouer dans la limitation du volume de l'emploi un rôle particulier, puisqu'il fixe un seuil que l'efficacité marginale d'un type de capital est obligée d'atteindre pour que ce capital puisse faire l'objet d'une production nouvelle. Si l'on se demande pourquoi il en est ainsi, on est à première vue fort embarrassé. Il est donc naturel de chercher en quoi consiste la particularité qui distingue la monnaie des autres richesses, si seule la monnaie possède un taux d'intérêt, et enfin ce qui se passerait dans une économie non monétaire. Tant que nous n'aurons pas répondu à ces questions le sens de notre théorie ne sera pas entièrement clair.

Le taux d'intérêt de la monnaie, rappelons-le au lecteur, n'est rien d'autre que le pourcentage d'excès d'une certaine somme de monnaie stipulée livrable à terme, par exemple un an plus tard, sur ce que nous pouvons appeler le prix comptant ou « cash » de ladite somme livrable à terme. Pour toute catégorie de richesse de capital il semble donc qu'il doive exister un facteur analogue au taux d'intérêt de la monnaie, puisqu'il y a une quantité déterminée de blé par exemple, livrable un an plus tard, qui a aujourd'hui, la même valeur d'échange que 100 quarts de blé livrables immédiatement. Si la première quantité est 105 quarts nous pouvons dire que le taux

d'intérêt du blé est 5 % l'an, et si elle est 95 quarts nous pouvons dire que ce taux est - 5 % l'an. Pour toute espèce de richesse nous avons ainsi un taux d'intérêt mesuré au moyen de cette richesse elle-même prise comme étalon - un taux d'intérêt du blé, un taux d'intérêt du cuivre, un taux d'intérêt des maisons et même un taux d'intérêt des aciéries.

Pour une richesse telle que le blé, la différence entre les contrats « à terme » et « comptant » qui sont cotés sur le marché est liée par une relation déterminée au taux d'intérêt du blé; mais, puisque le contrat à terme est coté en monnaie livrable ultérieurement et non en blé livrable immédiatement, cette différence dépend aussi du taux d'intérêt de la monnaie. La relation exacte est la suivante :

Soit £ 100 les 100 quarts le prix du blé comptant, soit £ 107 les 100 quarts le prix du contrat « à terme » de blé livrable un an plus tard, et soit 5 % le taux d'intérêt de la monnaie; quel est le taux d'intérêt du blé ? £ 100 comptant s'échangent contre £ 105 à terme, et £ 105 à terme contre  $105 / 107 \times 100$  (ou 98) quarts livrables à terme. Or £ 100 comptant s'échangent aussi contre 100 quarts de blé livrables immédiatement. Ainsi 100 quarts de blé livrables immédiatement s'échangent contre 98 quarts livrables à terme.

Il s'ensuit que le taux d'intérêt du blé est - 2 % l'an <sup>1</sup>.

Il résulte de ceci qu'il n'y a pas de raison pour que les taux d'intérêt des différentes richesses soient identiques - pour que le taux d'intérêt du blé soit égal au taux d'intérêt du cuivre. Car les rapports entre les contrats « comptant » et « à terme » tels qu'ils sont cotés sur le marché varient notablement d'une marchandise à une autre. Ce fait, nous le verrons, va nous fournir le fil conducteur que nous cherchons. Peut-être est-ce, en effet, *le plus élevé* des taux d'intérêt spécifiques, comme nous pouvons les appeler, qui fixe la hauteur du seuil (parce que c'est le plus élevé de ces taux que doit atteindre l'efficacité marginale d'un type de capital pour qu'il fasse l'objet d'une production nouvelle); et peut-être y a-t-il des raisons pour que ce soit le taux d'intérêt de la monnaie qui soit souvent le plus élevé (parce que, comme nous le verrons, certaines forces qui contribuent à réduire les taux d'intérêt spécifiques des autres richesses n'agissent pas dans le cas de la monnaie) ?

On peut ajouter que, tout comme il existe à chaque moment des taux d'intérêt spécifiques différents suivant les marchandises, les taux d'intérêt afférents à deux monnaies différentes, par exemple à la Livre et au Dollar, ne sont même pas identiques; c'est un fait que les cambistes connaissent bien. Car ici encore l'écart entre les contrats « à terme » et « comptant » d'une monnaie étrangère contre Livres varie généralement d'une monnaie à une autre.

Or, chacune des richesses prise comme étalon nous offre autant de facilités que la monnaie pour mesurer l'efficacité marginale du capital. Nous pouvons en effet prendre à notre choix une richesse quelconque, le blé par exemple, et calculer la valeur en blé des rendements escomptés de chaque type de capital ; le taux d'escompte qui rend la valeur actuelle de cette série d'annuités de blé égale au prix d'offre actuel en blé du type de capital dont il s'agit nous donnera, exprimée en blé, l'efficacité marginale de ce capital. Si aucune variation n'est attendue dans la valeur relative de deux étalons

<sup>1</sup> Cette relation a été signalée pour la première fois par M. Sraffa, *Economic Journal*, mars 1932, p. 50.

différents, l'efficacité marginale d'un type de capital sera la même quel que soit celui avec lequel on la mesurera, puisque le numérateur et le dénominateur de la fraction qui l'exprime varieront dans la même proportion lorsque l'étalon changera. Mais, si on s'attend, à une variation de valeur d'un certain pourcentage d'un des deux étalons par rapport à l'autre, l'efficacité marginale de tous les types de capitaux diffèrera du même pourcentage selon qu'elle sera mesurée avec l'un ou l'autre étalon. Pour illustrer cette observation, prenons le cas le plus simple où l'on pense que l'un des deux étalons, le blé, s'appréciera par rapport à la monnaie à une cadence régulière de  $a$  pour cent par an ; l'efficacité marginale d'un type de capital qui s'exprime en monnaie par  $x$  %, s'exprimera en blé par  $x - a$  %. Puisque les efficacités marginales des divers types de capital varieront toutes d'un égal montant, il s'ensuit que l'ordre de leurs grandeurs restera le même quel que soit l'étalon choisi.

S'il y avait une richesse composite que l'on pût considérer comme représentative au sens strict du mot, on pourrait estimer que le taux de l'intérêt et l'efficacité marginale du capital déterminés au moyen de cette richesse seraient, en un sens, le véritable Taux de l'intérêt et la véritable Efficacité marginale du capital. Mais ceci soulève, évidemment, les mêmes difficultés que l'instauration d'un étalon unique de valeur.

Jusqu'ici cependant le taux d'intérêt de la monnaie, loin de se singulariser, se trouve exactement sur le même pied que les autres taux d'intérêt. En quoi consiste donc la particularité dont il tire l'importance pratique prédominante qui lui a été reconnue dans les chapitres précédents ? Pourquoi les volumes de la production et de l'emploi dépendent-ils plus étroitement du taux d'intérêt spécifique de la monnaie que du taux d'intérêt spécifique du blé ou du taux d'intérêt spécifique des maisons ?

## II

Examinons dans le cas des différents types de richesses ce que doivent être normalement pour une période d'un an par exemple les divers taux d'intérêt spécifiques. Puisque nous prenons tour à tour les différentes richesses comme étalon, il nous faut dans cet esprit calculer les revenus afférents à chaque type de richesse en prenant cette richesse elle-même comme étalon de mesure.

Il y a trois attributs que les différents types de richesses possèdent à des degrés divers :

1° Certaines richesses engendrent un rendement ou produit  $q$  mesuré au moyen de ces richesses elle-mêmes, à raison des facilités qu'elles procurent à un procédé de production ou des services qu'elles rendent à un consommateur.

2° La plupart des richesses, à l'exception de la monnaie, sont sujettes à des détériorations ou sont grevées de frais du seul fait que le temps passe (en dehors de toute variation de leurs valeurs relatives), qu'elles soient utilisées ou non à produire un rendement ; autrement dit chacune de ces richesses possède un coût de conservation  $c$  mesuré au moyen de cette richesse elle-même. Pour notre objet actuel, il im-

porte peu de savoir exactement où nous plaçons la ligne de séparation entre les frais que nous déduisons dans le calcul de  $q$  et ceux que nous incluons dans  $c$ , car c'est seulement  $q - c$  qui nous intéressera par la suite.

3° Enfin le pouvoir de disposer d'une richesse pendant un certain temps peut offrir un degré de sécurité ou de commodité virtuelle qui n'est pas égal pour des richesses de nature différente, même si ces richesses elles-mêmes ont à l'origine une valeur égale. Ceci ne laisse, pour ainsi parler, aucune trace sous la forme d'une production à la fin de la période considérée ; c'est pourtant une chose pour laquelle les gens sont disposés à payer un prix- Nous appellerons prime de liquidité  $l$  d'une certaine richesse la somme, mesurée au moyen de cette richesse elle-même, que les gens sont disposés à payer pour la commodité ou la sécurité virtuelle procurée par le pouvoir d'en disposer (abstraction faite du rendement ou des frais de conservation qui lui sont propres).

Il s'ensuit que le revenu total attendu de la propriété d'une richesse pendant une certaine période sera égale à son rendement *moins* son coût de conservation plus sa prime de liquidité, c'est-à-dire à  $q - c + l$ . En d'autres termes,  $q - c + l$  sera le taux d'intérêt spécifique de chacune des richesses,  $q$ ,  $c$  et  $l$  étant mesurés au moyen de cette richesse elle-même prise comme étalon.

La caractéristique d'un capital en service, qu'il s'agisse d'un capital instrumental (par exemple une machine) ou d'un capital de consommation (par exemple une maison) est d'avoir un rendement dépassant normalement son coût de conservation et une prime de liquidité généralement négligeable ; la caractéristique d'un stock de biens liquides ou encore d'un excédent de capital instrumental ou de capital de consommation est d'être grevé d'un coût de conservation, exprimé dans ce capital lui-même, qu'aucun rendement ne compense, la prime de liquidité, dans ce cas encore, étant négligeable dès que les stocks dépassent un volume modéré, mais pouvant néanmoins être appréciable en des circonstances particulières ; la caractéristique de la monnaie enfin est d'avoir un rendement *nul*, un coût de conservation négligeable, mais une prime de liquidité substantielle. A vrai dire, des richesses différentes peuvent avoir différents degrés de prime de liquidité l'une par rapport à l'autre, et la monnaie peut être dans une certaine mesure grevée de coûts de conservation, constitués par exemple par des frais de garde. Ce n'en est pas moins une différence essentielle entre la monnaie et la totalité (ou la plupart) des autres richesses que dans le cas de la monnaie la prime de liquidité excède de beaucoup le coût de conservation, alors que dans le cas des autres richesses le coût de conservation excède de beaucoup la prime de liquidité. Afin d'illustrer ce qui précède, supposons que dans le cas des maisons le rendement soit  $q_1$  et que le coût de conservation ainsi que la prime de liquidité soient négligeables ; que dans le cas du blé le coût de conservation soit  $c_2$  et que le rendement ainsi que la prime de liquidité soient négligeables; que dans le cas de la monnaie la prime de liquidité soit  $l_3$  et que le rendement ainsi que le coût de conservation soient négligeables. Ceci revient à dire que  $q_1$  est le taux d'intérêt des maisons,  $-c_2$  le taux d'intérêt du blé, et  $l_3$  le taux d'intérêt de la monnaie.

Pour déterminer quels sont entre les revenus attendus des différents types de richesse les rapports compatibles avec l'équilibre, il faut encore connaître les variations attendues de leurs valeurs relatives au cours de l'année. Prenons la monnaie comme étalon de mesure (pour notre but actuel il suffit d'une monnaie de compte et nous pourrions aussi bien prendre le blé) et supposons que le pourcentage attendu

d'appréciation (ou de dépréciation) soit  $a_1$  pour les maisons et  $a_2$  pour le blé. Nous avons appelé  $q_1$ ,  $-c_2$  et  $l_3$ , les taux d'intérêt spécifique des maisons, du blé et de la monnaie, mesurés au moyen de ces richesses elles-mêmes prises comme étalon de valeur ; autrement dit  $q_1$  est le taux d'intérêt des maisons mesuré en maisons,  $-c_2$  le taux d'intérêt du blé mesuré en blé, et  $l_3$  le taux d'intérêt de la monnaie mesuré en monnaie. Il sera utile de même d'appeler  $a_1 + q_1$ ,  $a_2 - c_2$  et  $l_2$  les expressions de ces quantités lorsqu'elles sont rapportées à la monnaie comme étalon de valeur, i. e. respectivement le taux d'intérêt monétaire des maisons, le taux d'intérêt monétaire du blé, et le taux d'intérêt monétaire de la monnaie. Grâce à cette notation il est aisé de voir que la demande des possesseurs de richesse s'orientera vers les maisons, le blé ou la monnaie suivant que  $a_1 + q_1$ ,  $a_2 - c_2$  ou  $l_3$  sera le plus élevé. En état d'équilibre, le prix de demande des maisons et le prix de demande du blé exprimés au moyen de la monnaie seront donc tels qu'il n'y ait aucun avantage à posséder l'une des trois richesses plutôt que les autres ; autrement dit  $a_1 + q_1$ ,  $a_2 - c_2$  et  $l_3$  seront *égaux*. Le choix de l'étalon de valeur n'intervient pas dans cette conclusion, car là substitution d'un étalon à l'autre fera subir à tous les termes une même variation, plus précisément une variation d'un montant égal au pourcentage attendu d'appréciation (ou de dépréciation) du nouvel étalon par rapport à l'ancien.

Or les richesses dont le prix normal de l'offre est moindre que le prix de la demande feront l'objet d'une production nouvelle; et ces richesses seront celles qui possèdent une efficacité marginale supérieure (sur la base du prix normal de leur offre) au taux de l'intérêt (les deux quantités étant mesurées au moyen du même étalon de valeur, quel qu'il soit). A mesure que s'accroîtra le stock des richesses qui ont à l'origine une efficacité marginale au moins égale au taux de l'intérêt, leur efficacité marginale tendra à diminuer (pour les raisons suffisamment évidentes que nous avons déjà données). Un moment viendra donc où il ne sera plus avantageux de continuer à les produire, à *moins que le taux de l'intérêt ne baisse* en même temps. Quand il n'y aura plus de richesse dont l'efficacité marginale soit au moins égale au taux de l'intérêt, la production nouvelle des biens de capital s'arrêtera.

Supposons (c'est une simple hypothèse que nous faisons à ce stade du raisonnement) qu'il y ait une certaine richesse (par exemple la monnaie) dont le taux d'intérêt soit fixe (ou décline, à mesure que sa production croît, plus lentement que le taux d'intérêt de toute autre richesse), comment la situation s'équilibrera-t-elle ? Puisque  $a_1 + q_1$ ,  $a_2 - c_2$ , et  $l_3$  sont forcément égaux, et puisque par hypothèse  $l_3$  est fixe ou décline plus lentement que  $q_1$  ou  $-C_2$ , il s'ensuit que  $a_1$  et  $a_2$  tendront nécessairement à croître. Autrement dit les prix nominaux actuels de toutes les richesses autres que la monnaie tendront à baisser par rapport aux prévisions des prix futurs. Par suite, si  $q_1$  et  $-c_2$  continuent à décliner, un moment viendra où il ne sera plus avantageux de produire aucune richesse à moins que l'on s'attende à une hausse du coût de production futur par rapport au coût actuel, d'une ampleur suffisante pour couvrir le coût de conservation du stock produit entre le moment présent et l'époque de la hausse de coût attendue.

Il apparaît maintenant que, lorsque nous avons dit précédemment que le taux d'intérêt de la monnaie fixait une limite au volume de la production, ce n'était pas rigoureusement exact. Nous aurions dû dire que c'est celui des taux d'intérêt qui décline le plus lentement lorsque le stock des richesses en général s'accroît, qui peut tenir en échec la production bénéficiaire de toutes les richesses autres que celle à laquelle il se rapporte - sauf dans le cas, ci-dessus mentionné, d'un rapport spécial

entre le coût de production actuel et l'estimation du coût de production futur. A mesure que la production croît, les taux d'intérêt spécifiques s'abaissent à des niveaux auxquels les richesses tombent l'une après l'autre au-dessous du seuil de production bénéficiaire ; - jusqu'à ce que finalement un ou plusieurs taux d'intérêt spécifiques se fixent à un niveau supérieur à l'efficacité marginale de toute richesse quelconque.

Si par *monnaie nous* entendons l'étalon de valeur, il est clair que ce n'est pas nécessairement du taux d'intérêt de la monnaie que vient le mal. Il ne suffirait pas pour échapper aux difficultés (comme certains l'ont cru) de décréter que le blé ou les maisons remplaceront l'or et le sterling comme étalon de valeur; car il apparaît maintenant que l'existence d'une richesse *quelconque* continuera à causer les mêmes difficultés, si le taux d'intérêt de cette richesse n'est Pas susceptible de décliner à mesure que sa production augmente. L'or, par exemple, pourra conserver une influence de cette nature dans un pays qui lui aura substitué un étalon de papier inconvertible.

### III

Ainsi, en attribuant un rôle particulièrement important au taux d'intérêt de la monnaie, nous avons implicitement supposé que le genre de monnaie auquel nous sommes accoutumés présente certaines caractéristiques spéciales à raison desquelles son taux d'intérêt spécifique, exprimé au moyen de la monnaie prise comme étalon, est moins susceptible de fléchir à mesure que sa production augmente, que le taux d'intérêt spécifique de toute autre richesse exprimé au moyen de cette richesse elle-même. Cette supposition est-elle justifiée ? La réflexion prouve, à notre avis, qu'elle l'est suffisamment par les particularités suivantes, qui caractérisent d'ordinaire la monnaie telle que nous la connaissons. Dans la mesure où l'étalon de valeur en usage présente ces particularités, il est légitime de dire, sous une forme résumée, que c'est le taux d'intérêt de la monnaie qui est le taux d'intérêt significatif.

1° La première caractéristique qui appuie la conclusion précédente est la propriété de la monnaie d'avoir, dans la longue comme dans la courte période, une élasticité de production égale à zéro ou au moins très petite, sous réserve qu'on s'en tienne aux seules possibilités de l'entreprise privée en tant qu'elle se distingue de l'autorité monétaire ; l'élasticité de production <sup>1</sup> d'une richesse signifiant ici l'accroissement relatif de la quantité de travail affectée à sa production qui résulte d'un accroissement de la quantité de travail contre laquelle une unité de cette richesse s'échange. La monnaie, autrement dit, ne peut pas être produite aisément ; le travail ne peut au gré des entrepreneurs être affecté à sa production en quantités croissantes à mesure que son prix s'élève en unités de salaire. Dans le cas d'une circulation inconvertible dirigée cette condition est rigoureusement remplie. Mais dans le cas d'une circulation fondée sur l'étalon-or, elle l'est aussi d'une manière approximative, en ce sens que le maximum de la quantité de travail supplémentaire susceptible d'être employé de la sorte est proportionnellement très petit, sauf, bien entendu, dans les pays où l'industrie principale consiste en extraction d'or.

---

<sup>1</sup> Voir Chapitre XX.



Dans le cas des richesses dont la production témoigne d'une certaine élasticité, si nous avons supposé que leurs taux d'intérêt spécifiques déclinaient sous l'effet d'un accroissement de leur production, c'est parce que nous supposons qu'un tel accroissement était de nature à augmenter les stocks de ces richesses. Or dans le cas de la monnaie l'offre est fixe (nous ne considérons pas, pour le moment, les effets d'une réduction de l'unité de salaire ou d'un accroissement délibéré de l'offre provoqué par l'autorité monétaire). Le fait caractéristique que la monnaie ne puisse être aisément créée par le travail nous fait donc entrevoir tout de suite que son taux d'intérêt spécifique sera relativement réfractaire à la baisse. Si la monnaie pouvait au contraire être produite comme une céréale ou fabriquée comme une automobile, les dépressions seraient évitées ou atténuées. Lorsque les prix en monnaie des autres richesses tendraient à baisser, une plus grande quantité de travail serait détournée vers la production de la monnaie. Ce phénomène a été maintes fois constaté dans les pays de mines d'or ; mais la quantité maximum de travail susceptible d'être divertie de cette façon est presque négligeable, comparée au travail total disponible dans le monde entier.

2° Il est évident toutefois que la condition précédente se trouve remplie non seulement par la monnaie mais encore par toutes les richesses dont la production est complètement inélastique et qui apparaissent de ce fait comme de purs facteurs de rentes. Une deuxième condition est donc nécessaire pour distinguer la monnaie des autres richesses de cette sorte.

Le deuxième caractère spécifique de la monnaie est qu'elle a une élasticité de substitution égale ou presque égale à zéro ; ce qui signifie que, lorsque sa valeur d'échange s'élève, il n'apparaît aucune tendance à lui substituer un autre facteur, si ce n'est peut-être dans une mesure infime quand les métaux précieux servent aussi à l'industrie ou aux arts. Ceci découle de la particularité qu'offre la monnaie d'avoir une utilité qui procède uniquement de sa valeur d'échange, de sorte que l'une et l'autre s'élèvent ou s'abaissent en même temps. Lorsque sa valeur d'échange s'élève, il n'y a donc pas, comme dans le cas des autres facteurs de rente, de motif ni de tendance à lui substituer un autre facteur.

Ainsi, non seulement il est impossible d'employer plus de travail à produire de la monnaie lorsque son prix s'élève par rapport aux salaires, mais encore la monnaie constitue un réceptacle sans fond pour le pouvoir d'achat lorsque sa demande s'accroît, car il n'existe pas, comme dans le cas des autres facteurs de rente, une valeur au-dessus de laquelle cette demande est déviée vers l'autres objets.

La seule limite à un tel état de choses vient de l'incertitude que la hausse de valeur de la monnaie fait parfois naître quant à sa propre durée ; dans ce cas les pourcentages attendus d'appréciation  $a_1$  et  $a_2$  montent, ce qui équivaut à une hausse du taux de l'intérêt spécifique monétaire des richesses autres que la monnaie et ce qui par conséquent stimule la production de ces richesses.

3° Il nous faut examiner en troisième lieu si ces conclusions ne sont pas infirmées par le fait suivant. Lors même qu'il est impossible d'accroître la quantité de monnaie en affectant plus de travail à sa production, on n'a pas le droit de supposer que son offre effective soit rigoureusement immuable. Une telle hypothèse soulèverait notamment deux objections. En premier lieu toute baisse de l'unité de salaire, en libérant une certaine quantité de monnaie de ses autres fonctions, lui permet de servir à la satisfaction du motif de liquidité. En outre, lorsque la valeur nominale des autres

richesses diminue, le stock monétaire forme une proportion plus élevée de la richesse totale de la communauté.

Il est incontestable qu'en théorie pure cette double action pourrait amener un fléchissement adéquat du taux d'intérêt de la monnaie. Mais, pour plusieurs raisons qui, réunies, sont d'une force décisive, il est très probable que dans une économie du type habituel une baisse suffisante du taux de l'intérêt s'avèrera souvent impossible :

a) Il faut tenir compte, en premier lieu, des effets qu'une baisse de l'unité de salaire produit sur les efficacités marginales, exprimées en monnaie, des richesses autres que la monnaie ; - car c'est la *différence* entre les efficacités marginales de ces richesses et le taux d'intérêt de la monnaie qui nous intéresse. Si la baisse de l'unité de salaire engendre une prévision de hausse ultérieure, le résultat sera pleinement favorable. Si, au contraire, cette baisse engendre une prévision de nouvelle baisse, l'effet produit sur l'efficacité marginale du capital pourra contrebalancer le fléchissement du taux de l'intérêt <sup>1</sup>.

b) Le fait que les salaires ont tendance à être rigides par rapport à la monnaie, leur valeur nominale étant plus stable que leur valeur réelle, contribue à limiter les possibilités de baisse de l'unité de salaire exprimée en monnaie. Au surplus, s'il n'en était pas ainsi, la situation au lieu d'être meilleure serait peut-être pire ; car, si les salaires nominaux devaient baisser facilement, ceci contribuerait souvent à faire naître une prévision de nouvelle baisse qui aurait des conséquences défavorables pour l'efficacité marginale du capital. Ajoutons que, si les salaires étaient stipulés en quelque autre marchandise, en blé par exemple, ils ne continueraient sans doute pas à être rigides. C'est à cause des autres caractéristiques de la monnaie, spécialement de celles qui lui donnent sa *liquidité*, que les salaires lorsqu'ils sont stipulés en monnaie témoignent d'une certaine rigidité <sup>2</sup>.

c) Nous en arrivons, en troisième lieu, à la considération essentielle en cette matière, c'est-à-dire aux propriétés de la monnaie qui satisfont la préférence pour la liquidité. Car, en certaines circonstances comme il s'en produit souvent, c'est à cause de ces propriétés que le taux de l'intérêt reste insensible, spécialement au-dessous d'un certain chiffre <sup>3</sup>, à une augmentation même importante de la quantité de monnaie par rapport aux autres formes de richesses. En d'autres termes, la baisse qu'un accroissement de la quantité de monnaie détermine dans le revenu que la monnaie procure à raison de sa liquidité devient au-dessous d'un certain niveau insignifiante par rapport à la baisse du revenu des autres richesses qui accompagne un accroissement comparable de leur quantité.

A cet égard la modicité (ou l'insignifiance) des frais de conservation de la monnaie joue un rôle essentiel. Car, si ces frais étaient appréciables, ils compenseraient l'effet des prévisions portant sur la valeur de la monnaie aux époques futures. La facilité avec laquelle le public accroît son stock de monnaie sous l'effet d'un stimulant relativement faible vient de ce que les avantages (réels ou supposés) de la liquidité

<sup>1</sup> C'est une question qui sera examinée plus à fond au Chapitre XIX.

<sup>2</sup> Si les salaires (et les contrats) étaient stipulés en blé, il se pourrait que le blé jouisse d'une certaine prime de liquidité propre à la monnaie. Nous reviendrons sur cette question dans la Section 4 de ce Chapitre.

<sup>3</sup> Voir chapitre XIII, § 2 ci-dessus.



n'ont aucun contreponds qui les balance sous forme de frais de conservation chiffrant rapidement quand le temps passe. Un stock limité d'une richesse autre que la monnaie peut être commode pour ceux qui emploient cette richesse. Mais, alors même qu'un stock plus important aurait quelque attrait en tant que réserve de richesse possédant une valeur stable, cet avantage serait compensé par le coût de conservation de ladite richesse, c'est-à-dire par les frais de magasinage, la déperdition, etc. Par suite, il est impossible de conserver un stock dépassant un certain montant sans essuyer une perte.

Dans le cas de la monnaie, ainsi que nous l'avons vu, il n'en est pas de même; et ce pour nombre de raisons, plus précisément pour les raisons qui dans l'esprit du public rendent la monnaie « liquide » au plus haut degré. Par suite, lorsque certains réformateurs ont vu un remède dans la création de frais artificiels grevant la conservation de la monnaie et lorsque à cette fin ils ont proposé, entre autres moyens, d'exiger que les instruments de paiement ayant cours légal fussent périodiquement frappés d'une estampille d'un coût déterminé pour conserver leur qualité de monnaie, ces réformateurs étaient dans la bonne voie et la valeur pratique de leurs propositions mérite considération.

Ainsi l'importance significative du taux d'intérêt de la monnaie s'explique par le fait que la monnaie réunit trois propriétés : d'abord, sous l'influence du motif de liquidité, son taux d'intérêt peut être plus ou moins insensible aux variations du rapport entre sa quantité et celle, mesurée en monnaie, des autres formes de richesses; ensuite, son élasticité de production est (ou peut être) nulle (ou négligeable) ; enfin son élasticité de substitution est également (ou peut être) nulle (ou négligeable). La première propriété signifie que la demande peut se concentrer sur la monnaie, la seconde que dans ce cas le travail ne peut être employé à produire un supplément de monnaie, et la troisième que cette situation, quelle que soit sa gravité, ne peut être palliée par l'intervention d'un autre facteur capable, s'il est assez bon marché, de rendre les mêmes services que la monnaie. Le seul remède possible, en dehors des variations de l'efficacité marginale du capital, réside (aussi longtemps que la préférence pour la liquidité reste constante) dans l'accroissement de la quantité de monnaie, ou - ce qui revient exactement au même - dans la hausse de la valeur de la monnaie, qui permet à une quantité donnée de numéraire de fournir des services monétaires accrus.

Un accroissement du taux d'intérêt de la monnaie ralentit donc la production des richesses dans toutes les branches où elle est élastique sans stimuler celle de la monnaie qui, par hypothèse, est parfaitement inélastique. Le taux d'intérêt de la monnaie, en déterminant le niveau des taux d'intérêt de toutes les autres richesses, contrarie l'investissement dans la production de ces richesses sans pouvoir stimuler l'investissement dans la production de la monnaie, qui, par hypothèse, ne peut être produite. Au surplus, étant donné l'élasticité de la demande d'argent liquide en échange de créances, un faible changement dans les conditions qui gouvernent cette demande ne saurait faire beaucoup varier le taux d'intérêt de la monnaie et, d'autre part, étant donné l'inélasticité de la production de la monnaie, il n'est pas possible, non plus (en dehors de l'intervention officielle) que les forces naturelles fassent baisser le taux d'intérêt par leur effet sur l'offre. Dans le cas d'une richesse ordinaire, la demande de stocks liquides étant peu élastique, une faible variation de cette demande se traduit par une hausse ou une baisse immédiate du taux d'intérêt spécifique, cependant que l'élasticité de l'offre empêche la prime de la livraison immédiate sur la livraison

différée d'atteindre une proportion excessive. Si les autres richesses étaient abandonnées à elles-mêmes, les « forces naturelles », i. e. les forces ordinaires du marché, tendraient donc à faire baisser leurs taux d'intérêt spécifiques jusqu'à ce que l'apparition du plein emploi ait étendu à ces richesses dans leur ensemble l'inélasticité de l'offre que nous avons supposé être une des propriétés normales de la monnaie. Ainsi, en l'absence de monnaie et en l'absence - cette hypothèse, bien entendu, est nécessaire elle aussi - d'une richesse réunissant les propriétés que nous avons supposé caractéristiques de la monnaie, les taux d'intérêt ne s'équilibreraient que lorsque le plein emploi serait réalisé.

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 (i. e. la monnaie) est une chose qu'il n'est pas possible de produire et dont la demande ne peut être facilement endiguée. Le seul remède consiste à persuader le public que lune et fromage sont pratiquement la même chose et à faire fonctionner une fabrique de fromage (i. e. une banque centrale) sous le contrôle de l'autorité <sup>1</sup>.

Il est intéressant de noter que c'est la propriété à laquelle la doctrine traditionnelle attribue la vocation spéciale de l'or à servir d'étalon de valeur, c'est-à-dire l'inélasticité de son offre, qui se trouve être précisément la source du mal.

Notre conclusion peut être énoncée sous sa forme la plus générale (la propension à consommer étant considérée comme donnée) dans les termes suivants: Le montant de l'investissement ne peut plus être accru lorsque le plus élevé de tous les taux d'intérêt spécifiques des richesses dont on dispose, exprimés dans un certain étalon, est égal à la plus élevée des efficacités marginales de toutes les richesses, exprimée dans le même étalon.

Dans une situation de plein emploi, cette condition est nécessairement remplie. Mais elle peut l'être également avant que le plein emploi soit atteint, s'il existe une richesse dont les élasticités de production et de substitution sont nulles ou relativement petites <sup>2</sup>, et dont le taux d'intérêt décline, à mesure que sa production augmente, plus lentement que les efficacités marginales des biens de capital exprimées au moyen de cette richesse.

## IV

Nous avons démontré ci-dessus qu'il ne suffit pas qu'une richesse soit l'étalon de valeur pour que le taux d'intérêt de cette richesse soit le taux significatif. Il est intéressant cependant d'examiner dans quelle mesure les propriétés de la monnaie telle que nous la connaissons, qui confèrent à son taux d'intérêt une importance significative, sont liées au fait qu'elle est l'étalon dans lequel les créances et les salaires sont habituellement stipulés. La question doit être considérée sous deux aspects.

En premier lieu, le fait que les contrats sont stipulés en monnaie et qu'en monnaie les salaires sont généralement assez stables, contribue incontestablement dans une

<sup>1</sup> En Angleterre on raconte aux enfants que la lune est un fromage (N. du T.).

<sup>2</sup> Il n'est pas nécessaire que les élasticités soient tout à fait nulles.

large mesure à donner à la monnaie une prime de liquidité aussi élevée. Il y a un avantage manifeste à détenir des richesses dans le même étalon que celui dans lequel pourront échoir des engagements futurs et dans lesquels on pense que le coût de la vie restera relativement stable. Il se pourrait en même temps qu'on n'accordât qu'une confiance limitée à la prévision d'une stabilité relative du coût de la production par rapport à la monnaie, si l'étalon de valeur était une richesse dont la production offrit une grande élasticité. Au surplus la modicité des frais de conservation de la monnaie contribue tout autant que l'importance de sa prime de liquidité à donner à son taux d'intérêt une importance significative. Ce qui importe, en effet, c'est la *différence* entre la prime de liquidité et les frais de conservation ; or toutes les richesses, hormis quelques-unes comme l'or, l'argent et les billets de banque, sont grevées de frais de conservation au moins aussi élevés que la prime habituelle de liquidité afférente à l'étalon dans lequel les contrats et les salaires sont stipulés ; et il est peu probable que le taux d'intérêt du blé par exemple s'élèverait au-dessus de zéro même si la prime de liquidité actuellement attachée à la Livre par exemple était transférée à cette marchandise. Il n'en reste pas moins que l'emploi de la monnaie dans la stipulation des contrats et des salaires, s'il rehausse considérablement l'importance du taux d'intérêt de la monnaie, ne pourrait à lui seul suffire à conférer à ce taux les propriétés qui lui ont été reconnues.

Le second point à considérer est plus délicat. Si normalement on s'attend que la valeur de la production reste plus stable lorsqu'elle est exprimée en monnaie qu'en toute autre richesse, ce n'est pas, bien entendu, parce que les salaires sont stipulés en monnaie, mais parce que, par rapport à la monnaie, ils ont relativement *rigides*. Qu'arriverait-il donc si l'on s'attendait qu'ils fussent plus rigides (*i. e. plus stables*) par rapport à une ou plusieurs richesses autres que la monnaie que par rapport à la monnaie elle-même ? Une telle expectation exigerait, non seulement que l'on s'attendît à une fixité relative du coût, exprimé en unités de salaire, de la richesse en question, quelque forte ou faible que fût sa production et dans la courte et dans la longue période, mais encore que toute quantité de cette richesse excédant sa demande normale au prix de revient pût être stockée sans frais, *i. e.* que sa prime de liquidité fût supérieure à ses frais de conservation (autrement, en effet, puisqu'aucun profit ne saurait être attendu d'une hausse des prix, la conservation d'un stock entraînerait nécessairement une perte). Si l'on pouvait trouver une richesse remplissant cette double condition, rien n'empêcherait qu'elle devint une rivale de la monnaie. Il n'est donc pas logiquement impossible qu'il y ait une richesse par rapport à laquelle la valeur de la production paraisse devoir être plus stable que par rapport à la monnaie. Mais il ne semble pas probable qu'il existe une telle richesse.

Notre conclusion sera donc que la richesse dans laquelle la mesure des salaires paraît devoir être la plus rigide ne peut pas être une richesse qui possède une élasticité de production minimum et un excès des frais de conservation sur la prime de liquidité minimum. En d'autres termes, l'expectation d'une rigidité relative des salaires exprimés en monnaie est un corollaire du fait que l'excès de la prime de liquidité sur les frais de conservation est plus considérable dans le cas de la monnaie que dans le cas de toute autre richesse.

Il apparaît ainsi que les diverses propriétés qui concourent à donner au taux d'intérêt de la monnaie une importance significative exercent les unes sur les autres des actions cumulatives. Le fait que les élasticités de production et de substitution de la monnaie sont faibles et que ses frais de conservation sont modiques tend à créer l'expectation d'une certaine stabilité des salaires exprimés en monnaie ; cette

expectative à son tour hausse la prime de liquidité de la monnaie et empêche qu'il s'établisse entre le taux d'intérêt de la monnaie et les efficacités marginales des autres richesses une corrélation occasionnelle qui, si elle pouvait exister, dépouillerait le taux d'intérêt de la monnaie de son venin.

Le Professeur Pigou (entre autres) avait coutume de supposer qu'il existait une présomption que les salaires réels fussent plus stables que les salaires nominaux. Ceci ne pourrait être vrai que s'il y avait une présomption en faveur de la stabilité du niveau de l'emploi. Et encore faudrait-il compter avec la difficulté inhérente au fait que les biens de consommation ouvrière sont grevés de frais de conservation élevés. En vérité, si on tentait d'accroître la stabilité des salaires réels en stipulant la rémunération du travail en biens de consommation ouvrière, il ne pourrait en résulter qu'une violente oscillation des prix exprimés en monnaie. Car toute variation, même faible, de la propension à consommer et de l'incitation à investir ferait osciller brutalement les prix exprimés en monnaie entre zéro et l'infini. Les salaires nominaux doivent être plus stables que les salaires réels pour que le système ait une stabilité intrinsèque.

Attribuer aux salaires réels une stabilité relative c'est commettre non seulement une erreur de fait et d'observation mais encore une erreur de logique, si on suppose que le système considéré est stable, i. e. que des variations limitées de la propension à consommer et de, l'incitation à investir ne produisent pas d'effets violents sur les prix.

## V

A titre de commentaire aux développements (lui précédent peut-être sera-t-il utile d'insister sur le fait, déjà signalé plus haut, que « la liquidité » autant que « les frais de conservation » sont affaires de degré, et que c'est uniquement dans l'importance de la première par rapport aux derniers que réside la particularité de la « monnaie ».

Considérons, par exemple, une économie où il n'y ait aucune richesse qui possède une prime de liquidité toujours supérieure à ses frais de conservation ; une telle définition est la meilleure que nous puissions donner d'une économie dite « non monétaire ». En d'autres termes, il n'y aura dans cette économie pas autre chose que des biens de consommation particuliers, ainsi que des équipements particuliers, plus ou moins différenciés suivant la nature des biens de consommation qu'en un espace de temps plus ou moins long ils produisent ou aident à produire ; tous ces biens, à la différence de l'argent liquide, se détériorent ou étant grevés de frais en cas de stockage, à concurrence d'une valeur supérieure à toute prime de liquidité qui pourrait leur être attachée.

Dans une telle économie les équipements se distingueront les uns des autres : a) par la diversité des biens de consommation dont ils peuvent faciliter la production ; b) par la stabilité de valeur-de leur production (en ce sens que la valeur du pain est plus stable dans le temps que la valeur des nouveautés en vogue) ; et c) par la rapidité avec laquelle la richesse qui leur est incorporée peut devenir « liquide », i. e. par la rapidité avec laquelle ils créent des biens dont le produit de la vente peut être réincorporé, si on le désire, sous une forme entièrement différente.

Les possesseurs de richesse mettront alors en balance le manque de « liquidité », au sens indiqué ci-dessus, des différents équipements en tant que moyens de conserver la richesse et l'évaluation actuarielle la plus parfaite possible de leurs rendements escomptés, compte tenu du risque. On observera que, si la prime de liquidité ressemble en partie à la prime de risque, elle en diffère aussi en partie ; la différence correspond à celle qui existe entre les évaluations des probabilités les plus parfaites qu'on puisse faire et la confiance avec la quelle on les fait <sup>1</sup>. Lorsque nous traitons dans les chapitres précédents de l'évaluation du rendement escompté, nous n'avons pas examiné en détail comment cette évaluation était faite; et, pour ne pas compliquer le raisonnement, nous nous sommes abstenus de faire la distinction entre les différences portant sur la liquidité et les différences portant sur le risque proprement dit. Il est évident toutefois que, dans le calcul du taux d'intérêt spécifique, nous devons faire état des unes et des autres.

Il est clair qu'il n'existe pas d'étalon absolu de liquidité mais qu'il y a seulement une échelle de liquidité, une prime variable dont il doit être tenu compte, en sus du rendement tiré de l'usage de chaque forme de richesse et de ses frais de conservation, lorsqu'on évalue l'attrait comparatif qu'offre sa possession. C'est une notion assez vague que celle des éléments qui contribuent à la « liquidité »; elle change de temps en temps et dépend des coutumes sociales et des institutions. Cependant, il existe dans l'esprit des possesseurs de richesse un ordre de préférence bien défini dans lequel ils expriment à tout moment leur sentiment touchant la liquidité et nous n'avons pas besoin d'autre chose pour analyser le fonctionnement du système économique.

Peut-être, en certaines circonstances au cours de l'histoire, la possession de la terre a-t-elle été caractérisée par l'existence dans l'esprit des possesseurs de richesse d'une prime de liquidité élevée; et, puisque la terre partage avec la monnaie la propriété d'avoir, en principe, des élasticités de production et de substitution très faibles <sup>2</sup>, il est concevable qu'il y ait eu dans l'histoire des cas où le désir de posséder de la terre ait joué dans le maintien du taux de l'intérêt à un niveau trop élevé le même rôle que récemment le désir de posséder de la monnaie. Il est difficile de mesurer cette influence dans le passé faute d'un prix, exprimé en terre, de la terre livrable à terme, qui soit en tous points comparable au taux de l'intérêt d'une créance stipulée en monnaie. Toutefois un facteur qui, à certaines époques, a joué un rôle très analogue, nous est fourni par les taux élevés de l'intérêt hypothécaire <sup>3</sup>. Les taux d'intérêt élevés sur les hypothèques grevant la terre, taux qui dépassaient souvent le rendement net probable de sa culture, ont été l'un des aspects familiers de maintes économies agricoles. Les lois sur l'usure étaient surtout dirigées contre les servitudes de cette sorte; et à juste titre, car, dans les organisations sociales antérieures, alors que les obligations à long

<sup>1</sup> Voir la note du chapitre XII, section § II.

<sup>2</sup> L'attribut de « liquidité » ne saurait exister en l'absence de ces deux propriétés, car, si l'offre d'une richesse peut être aisément accrue ou bien si le désir dont elle est l'objet peut en être facilement détourné par une variation de son prix comparatif, il est peu vraisemblable que cette richesse jouisse de l'attribut de « liquidité » dans l'esprit des possesseurs de richesse. La monnaie elle-même ne tarde pas à perdre cet attribut lorsque on s'attend à de fortes variations (le son offre).

<sup>3</sup> A la vérité, les hypothèques et les intérêts qui y sont attachés sont stipulés en monnaie. Mais le fait que le débiteur a la faculté de se libérer en cédant la terre et qu'il est même obligé de le faire s'il ne peut se procurer de l'argent à la demande du créancier a parfois rapproché le prêt hypothécaire d'un contrat portant cession future d'une terre contre remise immédiate. L'on a vu des ventes (le terres faites aux exploitants en échange d'engagements hypothécaires souscrits par eux, qui en fait ressemblent beaucoup à une transaction de cette nature.

terme au sens-moderne du mot n'existaient pas encore, il est bien possible qu'en raison de leurs taux élevés les prêts hypothécaires aient fait concurrence aux investissements dans la production d'équipements nouveaux et que, par suite, l'élévation de leurs taux ait ralenti le développement de la richesse consécutif à ces investissements, comme l'a fait récemment l'élévation de l'intérêt des créances à long terme.

Qu'après plusieurs millénaires d'une épargne individuelle ininterrompue le monde ait accumulé si peu de biens de capital, il ne faut pas l'expliquer à notre avis par la tendance de l'espèce humaine à l'imprévoyance, ni même par les destructions causées par la guerre, mais bien par l'importance des primes de liquidité attachées autrefois à la possession de la terre et aujourd'hui à celle de la monnaie. Notre opinion diffère en cela de la doctrine ancienne telle que Marshall l'a exprimée. avec un dogmatisme rare dans ses *Principles of Economics*, p. 581.

« Chacun sait que l'accumulation de la richesse est tenue en échec et que le taux de l'intérêt est maintenu aussi élevé par la préférence que la grande masse de l'humanité donne aux satisfactions immédiates sur les satisfactions différées, ou, en d'autres termes, par sa répugnance à attendre ».

## VI

Dans notre *Treatise on Money*, nous avons défini le sens que nous voulions attribuer au taux d'intérêt unique que nous appelions le taux *naturel* de l'intérêt. Ce taux devait être celui qui, dans la terminologie du *Treatise*, maintiendrait l'égalité entre le montant de l'épargne courante (suivant la définition alors adoptée) et celui de l'investissement courant. Nous pensions ainsi développer et clarifier la notion de « taux naturel de l'intérêt » de Wicksell, qui était, selon lui, le taux propre à maintenir la stabilité d'un certain niveau de prix, niveau dont, au demeurant, la définition n'était pas d'une clarté parfaite.

Or nous méconnaissions le fait que, d'après cette définition, dans toute société il y a pour chaque volume théorique de l'emploi un taux naturel de l'intérêt *différent*. Et de même à chaque valeur de l'intérêt correspond un volume de l'emploi tel que cette valeur soit le taux « naturel », en ce sens qu'avec cette valeur de l'intérêt et ce volume de l'emploi le système se trouve en équilibre. C'était donc une erreur de parler du Taux naturel de l'intérêt ou de faire croire que la définition ci-dessus n'admettait qu'une seule valeur de l'intérêt quel que soit le volume de l'emploi. Nous n'avions pas compris alors qu'en certaines circonstances le système pouvait être en équilibre au-dessous du plein emploi.

Nous ne sommes plus d'avis que le concept d'un taux « naturel » de l'intérêt, qui, précédemment, nous semblait une idée des plus intéressantes, puisse apporter à notre analyse une contribution vraiment utile ou importante. Ce taux de l'intérêt est simplement celui qui maintient le *statu quo* et, en général, nous n'avons pas un intérêt prédominant au maintien du *statu quo* en tant que tel.

S'il existe un taux d'intérêt de cette nature, qui soit seul de son espèce et significatif, ce taux ne peut être que celui que nous appellerions le taux *neutre* de l'intérêt <sup>1</sup>, i. e. le taux naturel de l'intérêt au sens indiqué ci-dessus qui, les autres paramètres du système étant donnés, est compatible avec le plein emploi. Peut-être d'ailleurs serait-il préférable de le désigner sous le nom de taux *optimum* ?

On pourrait donner du taux neutre de l'intérêt une définition plus rigoureuse en disant qu'il est le taux d'équilibre qui prévaut lorsque la production et l'emploi sont tels que l'élasticité de l'emploi dans son ensemble soit égale à zéro <sup>2</sup>.

Ce qui précède nous fournit, une fois encore, la réponse à la question de savoir quelle hypothèse il faut admettre implicitement pour que la théorie classique du taux de l'intérêt ait un sens. Cette théorie suppose ou bien que le taux réel de l'intérêt est toujours égal au taux neutre tel que nous venons de le définir ou encore que le taux réel de l'intérêt est toujours égal au taux qui maintient l'emploi à un certain niveau constant spécifié. Si la théorie traditionnelle est ainsi comprise, ses conclusions pratiques n'appellent de notre part que des réserves faibles ou nulles. Elle suppose que l'autorité bancaire ou les forces naturelles amènent le taux de l'intérêt du marché à remplir l'une ou l'autre des conditions indiquées ci-dessus; et elle recherche les lois qui gouvernent, dans cette hypothèse, l'utilisation et la rémunération des ressources productives de la communauté. Une semblable restriction étant admise, le volume de la production ne dépend plus que du niveau supposé constant de l'emploi, joint à la technique et à l'équipement existants ; et l'on se trouve installé à l'abri dans un monde Ricardien.

---

<sup>1</sup> Cette définition ne correspond à aucune des diverses définitions de la *monnaie neutre* données par des auteurs modernes, encore qu'elle ait peut-être un certain rapport avec l'objet qu'ils ont eu en vue.

<sup>2</sup> Cf. Chapitre XX.

Livre IV : L'incitation à investir

## Chapitre XVIII

---

# Nouvel exposé de la théorie générale de l'emploi

## I

[Retour à la table des matières](#)

Nous sommes maintenant en mesure d'assembler les fils de notre raisonnement. Tout d'abord il pourra être utile d'indiquer quels éléments du système économique nous prenons habituellement comme données, quelles sont les variables indépendantes de notre système, et quelles sont les variables dépendantes.

Nous prenons comme données la capacité et la quantité actuelles des forces de travail dont on dispose, le volume et la qualité actuels de l'équipement qu'on possède, la technique existante, le degré de la concurrence, les goûts et les habitudes des consommateurs, la désutilité des divers volumes de travail et celle des activités de contrôle et d'organisation. Nous prenons aussi comme donnée la structure sociale, en tant qu'elle comprend les forces, autres que les variables énumérées ci-dessous, qui gouvernent la répartition du revenu national. Ceci ne signifie pas que nous supposons ces facteurs constants, mais simplement que pour le moment nous nous abstenons d'analyser ou même de prendre en considération les conséquences de leurs variations.

Nos variables indépendantes sont, en première analyse, la propension à consommer, la courbe de l'efficacité marginale du capital et le taux de l'intérêt, ces variables pouvant elles-mêmes, comme nous l'avons déjà vu, être décomposées en plusieurs éléments.



Nos variables dépendantes sont le volume de l'emploi et le revenu national (ou dividende national) mesuré en unités de salaires.

Les facteurs que nous avons pris comme données influent sur nos variables indépendantes, mais ne les déterminent pas complètement. Par exemple, la courbe de l'efficacité marginale du capital dépend en partie du volume actuel de l'équipement, lequel est un des facteurs donnés, mais en partie aussi de l'état de la prévision à long terme, qui ne peut être déduit des facteurs donnés. Il existe, en revanche, d'autres éléments que les facteurs donnés déterminent si complètement que ces éléments dérivés peuvent être traités comme s'ils étaient eux-mêmes donnés. Les facteurs donnés permettent par exemple de savoir quel montant de revenu national mesuré en unités de salaires correspond à un volume quelconque de l'emploi; ainsi, lorsqu'on prend l'armature économique comme donnée, le revenu national est gouverné par le volume de l'emploi, *i. e.* par la quantité d'effort consacrée pendant la période courante à la production, en de sens que chaque montant de l'un se trouve associé à un seul montant de l'autre <sup>1</sup>. Des facteurs donnés nous pouvons encore déduire la forme des courbes de l'offre globale, qui pour les différents types de produits rendent compte des conditions *physiques* de l'offre, c'est-à-dire du volume de l'emploi exigé par la production qui correspond à chaque montant de la demande effective mesurée en unités de salaire. Les facteurs donnés fournissent enfin la fonction de l'offre de travail (ou d'effort) ; ils indiquent notamment à quel point la fonction de l'emploi <sup>2</sup> relative à la main-d'œuvre dans son ensemble cesse d'être élastique.

La courbe de l'efficacité marginale du capital dépend en partie des facteurs donnés et en partie du rendement escompté des diverses sortes de capitaux. Quant au taux de l'intérêt, il dépend en partie de l'état de la préférence pour la liquidité (*i. e.* de la fonction de la liquidité) et en partie de la quantité de monnaie mesurée en unités de salaire. Nous pouvons donc en de nombreux cas considérer comme variables- indépendantes élémentaires : 1° les trois facteurs psychologiques fondamentaux : la propension psychologique à consommer, l'attitude psychologique touchant la liquidité, et l'estimation psychologique du rendement futur des capitaux ; 2° l'unité de salaire telle qu'elle est déterminée par les conventions conclues entre les employeurs et les employés ; 3° la quantité de monnaie telle qu'elle est déterminée par l'action de la Banque Centrale. Ainsi ces variables déterminent le revenu (ou dividende) national et la quantité d'emploi, lorsqu'on, prend comme données les facteurs indiqués au début du chapitre. Mais elles sont encore susceptibles d'être subdivisées et ne constituent pas nos éléments indépendants ultimes ou, pour ainsi parler, atomiques.

Sans doute la répartition des déterminants du système économique entre le groupe des facteurs donnés et le groupe des variables indépendantes est-elle, d'un point de vue absolu, complètement arbitraire. Elle doit être faite à l'aide des seules données de l'expérience, de manière à correspondre d'un côté aux facteurs dont les variations paraissent être assez lentes et importer assez peu pour n'avoir sur la variable étudiée qu'une influence à court terme limitée et comparativement négligeable, et de l'autre aux facteurs dont les variations s'avèrent dans la pratique exercer sur la variable étudiée une influence dominante. Notre objet actuel est de découvrir ce qui, dans un

<sup>1</sup> Nous laissons de côté pour le moment certaines difficultés qui apparaissent lorsque pour les valeurs de l'emploi à considérer les fonctions de l'emploi ont des courbes différentes suivant les produits. Voir ci-dessous, Chapitre XX.

<sup>2</sup> Définie ci-dessous au Chapitre XX.

système économique donné, détermine à tout moment le revenu national et (ce qui revient presque au même) le volume de l'emploi ; c'est-à-dire, dans une matière aussi complexe que l'économie, où il serait vain d'espérer faire des généralisations en tout point exactes, les facteurs qui contribuent *principalement* à déterminer la variable étudiée. Quant à notre tâche finale, elle pourrait être de choisir, dans le genre de système où nous vivons réellement, les variables dont l'autorité centrale peut assurer à bon escient le contrôle ou la manœuvre.

## II

Efforçons-nous maintenant de résumer la thèse des chapitres antérieurs, en prenant les facteurs dans l'ordre inverse de celui dans lequel ils ont été introduits.

Il existe une force qui pousse à accroître le flux de l'investissement nouveau jusqu'à ce que la hausse du prix d'offre de chaque type de capital soit suffisante, eu égard à son rendement escompté, pour faire tomber l'efficacité marginale du capital en général au voisinage du taux de l'intérêt. Ceci signifie que les conditions physiques de l'offre dans les industries qui produisent les biens de capital, l'état de la prévision à long terme, l'attitude psychologique touchant la liquidité, et la quantité de monnaie (calculée de préférence en unités de salaire) déterminent conjointement le flux d'investissement nouveau.

Mais une augmentation (ou une diminution) du flux d'investissement s'accompagne nécessairement d'une augmentation (ou d'une diminution) du flux de consommation, car l'état d'esprit du public est en général tel qu'il ne consent à élargir (ou à rétrécir) l'écart entre son revenu et sa consommation que si son revenu est lui-même accru (ou diminué). Ceci signifie que les variations du flux de consommation sont, en général, *de même sens* (mais de grandeur moindre) que les variations du flux de revenu. La relation entre un accroissement donné de la consommation et l'accroissement de l'épargne auquel il est associé est définie par la propension marginale à consommer. Le rapport, ainsi déterminé, entre un accroissement de l'investissement et l'accroissement correspondant du revenu global, mesurés tous deux en unités de salaire, est donné par le multiplicateur d'investissement.

Enfin, si nous supposons (en première approximation) que le multiplicateur d'emploi est égal au multiplicateur d'investissement, nous pouvons, en appliquant le multiplicateur à l'augmentation (ou à la diminution) que les facteurs précédemment indiqués déterminent dans le flux d'investissement, en déduire l'augmentation ou la diminution de l'emploi.

Or une augmentation (ou une diminution) de l'emploi est de nature à élever (ou à abaisser) la courbe de la préférence pour la liquidité ; il existe trois raisons pour qu'une telle augmentation accroisse la demande de monnaie ; d'abord parce que la valeur de la production croît quand l'emploi augmente, même si l'unité de salaire et les prix (exprimés en unités de salaire) ne changent pas, ensuite parce que l'unité de salaire elle-même tend à monter lorsque l'emploi augmente, enfin parce que l'augmentation du volume de la production s'accompagne d'une hausse des prix (exprimés en unités de salaire) due à l'accroissement des coûts pendant la courte période.

La situation d'équilibre sera donc affectée par ces répercussions; et par d'autres aussi. Au demeurant, il n'est pas un seul des facteurs précédents qui ne soit sujet à varier, parfois dans une large mesure, sans qu'on en soit bien prévenu. De là l'extrême complexité du cours réel des événements. Néanmoins, tels paraissent être les facteurs qu'il est utile et commode d'isoler. Lorsque on examine un problème concret suivant le schème qui précède, il est plus facile d'en venir à bout; et l'intuition pratique (qui peut embrasser un ensemble de faits plus détaillé qu'une étude fondée sur des principes généraux) s'exerce sur une matière moins rébarbative.

### III

Ce qui précède est un résumé de la Théorie Générale. Mais les phénomènes réels du système économique empruntent aussi leur physionomie à certaines propriétés spéciales de la propension à consommer, de la courbe de l'efficacité marginale du capital et du taux de l'intérêt, au sujet desquelles il est légitime de généraliser les données de l'expérience, mais qui n'ont pas un caractère de nécessité logique.

En particulier, c'est une des propriétés essentielles du système économique où nous vivons de ne pas être violemment instable, tout en étant sujet en ce qui concerne la production et l'emploi à des fluctuations sévères. A la vérité, ce système paraît apte à rester pendant un temps considérable dans un état d'activité chroniquement inférieur à la normale, sans qu'il y ait de tendance marquée à la reprise ou à l'effondrement complet. En outre il apparaît clairement que le plein emploi ou même une situation voisine du plein emploi est rare autant qu'éphémère. Les fluctuations peuvent s'amorcer brusquement, mais elles semblent s'amortir avant d'avoir pris une ampleur extrême; et notre sort normal consiste en une situation intermédiaire qui n'est ni désespérée ni satisfaisante. C'est sur le fait que les fluctuations tendent à s'amortir avant d'avoir atteint des limites extrêmes et qu'elles tendent finalement à s'inverser, qu'on a fondé la théorie des cycles économiques de phase régulière. La situation est la même en ce qui concerne les prix ; lorsqu'ils sont soumis à une action perturbatrice nouvelle, ils semblent aptes à trouver un niveau où ils peuvent demeurer pour un temps relativement stables.

Or, puisque ces faits d'expérience ne procèdent pas d'une nécessité logique, il faut admettre qu'ils peuvent être expliqués par les tendances psychologiques et par les circonstances du monde moderne. Il sera donc utile, d'abord d'examiner quelles sont les tendances psychologiques théoriquement propres à rendre un système stable, et ensuite de vérifier s'il est plausible, eu égard à notre connaissance générale de la nature actuelle de l'homme, d'attribuer ces tendances au monde dans lequel nous vivons.

D'après l'analyse antérieure, les conditions de stabilité propres à expliquer les résultats observés sont les suivantes :

1° Lorsque dans une communauté donnée la production augmente (ou diminue) parce qu'on augmente (ou diminue) l'emploi dans les industries d'investissement, la propension marginale à consommer doit être telle que le multiplicateur unissant les deux augmentations (ou les deux diminutions) soit supérieur à l'unité, mais non très élevé.

2° Lorsque une variation se produit dans le rendement escompté du capital ou dans le taux de l'intérêt, la courbe de l'efficacité marginale du capital doit être telle que la variation du flux d'investissement ne soit pas très disproportionnée à cette variation ; autrement dit les variations modérées du rendement escompté du capital ou du taux de l'intérêt ne doivent pas être associées à des variations très considérables du flux d'investissement.

3° Lorsque le volume de l'emploi varie, les salaires nominaux doivent varier dans le même sens, mais sans qu'il y ait une grande disproportion entre les deux variations ; autrement dit les variations modérées de l'emploi ne doivent pas être associées à des variations très considérables des salaires nominaux. C'est la stabilité des prix plus que celle de l'emploi qui est subordonnée à cette condition.

4° Nous pourrions ajouter une quatrième condition, qui concerne moins la stabilité du système que la tendance des fluctuations à s'inverser en temps voulu, c'est qu'un flux d'investissement supérieur (ou inférieur) à celui qui existait précédemment doit commencer à provoquer dans l'efficacité marginale du capital des réactions défavorables (ou favorables) dès qu'il se prolonge au delà d'un laps de temps qui, mesuré en années, n'est pas très considérable.

1° En ce qui concerne notre première- condition de stabilité, à savoir: que le multiplicateur tout en étant supérieur à l'unité ne soit pas très élevé, il est très plausible, qu'elle corresponde à un caractère psychologique de la nature humaine. Lorsque le revenu réel augmente, outre que les besoins non satisfaits se font moins pressants, la marge au-dessus du niveau de vie établi s'accroît; et, lorsque le revenu réel diminue, le contraire se produit. Il est donc naturel - au moins si on considère la moyenne de la communauté - qu'en cas d'augmentation de l'emploi la consommation courante croisse, mais seulement d'une quantité inférieure à l'augmentation totale du revenu réel, et qu'en cas de diminution de l'emploi elle décroisse, mais seulement d'une quantité inférieure à la diminution totale du revenu réel. Au surplus il est probable que ce qui est vrai de la moyenne des individus est également vrai des gouvernements, particulièrement à une époque où le développement progressif du chômage oblige généralement l'État à fournir des secours prélevés sur fonds d'emprunts.

Mais, qu'a priori cette loi psychologique paraisse ou non plausible au lecteur, il est certain que, si elle n'était pas vérifiée, la réalité serait tout autre. Car, dans ce cas, une augmentation de l'investissement, si faible fût-elle, déclencherait une série d'accroissements cumulatifs de la demande effective jusqu'à ce qu'on ait atteint une situation de plein emploi ; et une diminution de l'investissement déclencherait une série de fléchissements cumulatifs de la demande effective jusqu'à ce que personne ne soit plus employé. Or l'expérience montre que nous sommes en général dans une situation intermédiaire. Il n'est pas impossible qu'il y ait une zone où en fait l'instabilité règne. Mais, dans ce cas, il s'agit probablement d'une zone étroite hors de laquelle, d'un côté et de l'autre, notre loi psychologique est incontestablement vérifiée. Il est d'ailleurs évident que le multiplicateur, tout en dépassant l'unité, n'est pas en des circonstances normales extrêmement élevé; car, s'il l'était, une variation donnée du flux d'investissement entraînerait une variation considérable (limitée seulement par la plénitude ou la nullité de l'emploi) du flux de consommation.

2° Tandis que la première condition nous garantit qu'une variation modérée du flux d'investissement n'entraînera pas une variation d'une ampleur indéfinie dans la

demande des biens de consommation, la seconde condition nous garantit qu'une variation modérée du rendement escompté des capitaux ou du taux de l'intérêt n'entraînera pas une variation d'une ampleur indéfinie du flux d'investissement. Les choses paraissent bien se passer ainsi dans la réalité, eu égard à l'accroissement du coût unitaire de la production qui, à égalité d'équipement, accompagne une forte augmentation de son volume. A la vérité, si on part d'une situation dans laquelle les ressources aptes à la production des biens de capital sont largement surabondantes, il peut y avoir dans une certaine limite une instabilité considérable ; mais il n'en sera plus de même dès que l'excédent de ressources aura été en grande partie utilisé. Au surplus cette seconde condition fixe une limite à l'instabilité qui résulte des variations rapides du rendement escompté des capitaux, comme il s'en produit en cas de brusques changements d'opinion dans les milieux d'affaires ou à la suite de découvertes « faisant époque ». Mais une telle limite est sans doute plus effective dans le sens de la hausse que dans celui de la baisse.

3° La troisième condition concorde avec ce que nous savons de la nature humaine. Bien que la lutte dont les salaires nominaux sont l'objet ait pour but essentiel, ainsi que nous l'avons signalé plus haut, de maintenir le salaire relatif à un niveau élevé, il semble que, lorsque l'emploi augmente, elle doive se faire plus intense dans chaque cas individuel. D'abord l'ouvrier bénéficie dans les négociations d'une position plus favorable. Ensuite l'utilité marginale moindre de son salaire et sa marge financière accrue le rendent plus enclin à assumer des risques. Toutefois ces influences, comme les précédentes, restent limitées ; la main-d'œuvre ne demande pas un salaire nominal beaucoup plus élevé lorsque l'emploi augmente ; et, plutôt que de consentir à une réduction très sensible des salaires, elle préfère endurer un certain degré de chômage.

Mais ici encore, que cette conclusion soit plausible ou non a priori, l'expérience prouve qu'il existe dans la réalité une loi psychologique de cette nature. Car, si la concurrence entre les travailleurs sans emploi conduisait toujours à une forte réduction des salaires nominaux, le niveau des prix témoignerait d'une violente instabilité. Bien plus, il pourrait n'y avoir aucune position d'équilibre stable, sauf dans les conditions compatibles avec le plein emploi ; car il pourrait se faire que l'unité de salaire dût baisser sans arrêt jusqu'à ce que l'abondance de la monnaie comptée en unités de salaires suffise, par son action sur le taux de l'intérêt, à rétablir un niveau de plein emploi. En aucun autre point il ne pourrait y avoir d'équilibre durable <sup>1</sup>.

4° Notre quatrième condition, qui concerne l'alternance des dépressions et des reprises plus que la stabilité du système, est simplement fondée sur la présomption que les biens de capitaux datent d'époques diverses, qu'ils s'usent avec le temps, et qu'ils ne durent pas tous très longtemps ; si le flux d'investissement tombe au-dessous d'un certain minimum, il suffit donc d'un certain laps de temps pour déterminer dans l'efficacité marginale du capital une hausse assez forte pour rétablir le flux d'investissement au-dessus de ce minimum (hors le cas de grandes fluctuations dans les autres facteurs). Et bien entendu, si l'investissement croît, il suffit de même d'un certain laps de temps pour déterminer dans l'efficacité marginale du capital une baisse assez forte pour provoquer une nouvelle dépression, à moins que des variations compensatrices ne se produisent dans les autres facteurs.

Pour cette raison les reprises et les dépressions, même de l'importance de celles qui peuvent se produire dans les limites établies par les autres conditions de stabilité,

<sup>1</sup> Les effets des variations de l'unité de salaire seront examinés en détail au Chapitre XIX.

sont de nature, si elles persistent pendant un laps de temps suffisant et ne sont pas contrariées par des variations dans les autres facteurs, à provoquer un mouvement de sens opposé, jusqu'à ce que des forces analogues aux premières inversent de nouveau le mouvement.

Ces quatre conditions prises conjointement suffisent à expliquer les traits marquants de l'économie que nous connaissons, c'est-à-dire le fait que, sans que les fluctuations de l'emploi et des prix prennent une ampleur extrême, elle oscille autour d'une situation intermédiaire sensiblement inférieure au plein emploi et sensiblement supérieure à l'emploi minimum au-dessous duquel l'existence serait compromise.

Mais, si certaines tendances « naturelles », c'est-à-dire certaines tendances qui paraissent devoir persister à défaut de mesures expressément destinées à les corriger, déterminent ainsi une situation moyenne, nous ne devons pas en conclure que cette situation soit pour autant fondée sur des lois nécessaires. La libre prédominance des conditions qui précèdent est un fait d'observation caractéristique du monde tel qu'il est et a été, mais non un principe nécessaire qu'il n'est pas en notre pouvoir de modifier.

**FIN DU LIVRE IV.**

# Livre V

## Salaires nominaux et prix

[Retour à la table des matières](#)

Livre V : Salaires nominaux et prix

## Chapitre XIX

---

### Variations des salaires nominaux

#### I

[Retour à la table des matières](#)

Il eût été préférable que les effets des variations dans les salaires nominaux pussent être examinés plus tôt, car la théorie classique a coutume de fonder sur une prétendue fluidité des salaires nominaux l'aptitude supposée du système économique à s'ajuster de lui-même, et lorsque lesdits salaires nominaux sont rigides, d'imputer à cette rigidité le défaut- d'ajustement.

Mais il n'était pas possible de faire une étude complète de cette question avant d'avoir développé notre propre théorie. Car les conséquences d'une variation des salaires nominaux sont complexes. En certaines circonstances l'abaissement de ces salaires peut parfaitement fournir un aiguillon à la production, ainsi que la théorie classique le suppose. La distinction entre cette théorie et la nôtre réside essentiellement en une différence d'analyse ; elle ne pouvait être mise en lumière avant que le lecteur fût familiarisé avec notre propre méthode.

L'explication généralement admise est, si nous la comprenons bien, des plus simples. Elle ne fait intervenir aucune répercussion indirecte, semblable à celles que nous examinerons par la suite. Le raisonnement est simplement le suivant: toutes choses



égales d'ailleurs, une réduction des salaires nominaux, en diminuant le prix des produits finis, stimule la demande et par suite développe la production et l'emploi jusqu'à ce que la réduction des salaires nominaux consentie par la main-d'œuvre soit exactement compensée par la baisse du rendement marginal du travail qui accompagne nécessairement l'accroissement de la production (lorsque l'équipement ne change pas).

Dans sa forme la plus sommaire un tel raisonnement revient à supposer que la réduction des Salaires nominaux laisse la courbe de la demande inchangée. Peut-être certains économistes soutiendraient-ils qu'il n'y a pas de raison pour que la demande varie, puisque son montant global dépend de la quantité de monnaie multipliée par la vitesse de transformation de la monnaie en revenu et qu'il n'y a pas de raison évidente pour qu'une réduction des salaires nominaux diminue soit la quantité de monnaie soit sa vitesse de transformation en revenu. Ces économistes pourraient même soutenir que la baisse des salaires grossit nécessairement les profits. Mais plus habituellement, croyons-nous, on reconnaît qu'une baisse des salaires nominaux, en réduisant le pouvoir d'achat de certains travailleurs, peut avoir quelque effet sur la demande globale ; en revanche on soutient que la demande réelle des autres facteurs de production, dont les revenus nominaux n'ont pas été réduits, se trouve stimulée par la baisse des prix et que très probablement, du fait de l'accroissement de l'emploi, la demande globale des travailleurs eux-mêmes est accrue, sauf si la demande de main-d'œuvre dans sa réaction aux variations des salaires nominaux témoigne d'une élasticité inférieure à un. Lorsque le nouvel équilibre est établi, il y a donc plus d'emploi qu'il n'y en aurait eu autrement, hors peut être quelque rare cas limite qui ne se rencontre pas dans la réalité.

C'est à ce type d'analyse que la nôtre s'oppose essentiellement, ou plutôt à l'analyse qu'on devine derrière des considérations comme celles qui précèdent ; car, si nous croyons avoir bien rendu l'esprit dans lequel parlent et écrivent maints économistes, il n'en reste -pas moins que l'analyse sur laquelle ils se fondent a été rarement décrite en détail.

Il apparaît cependant qu'on a été probablement amené à cette façon de penser de la manière suivante: Dans chaque industrie existe une courbe de la demande du produit reliant aux prix exigés les volumes qui peuvent être vendus ; il existe aussi une série de courbes de l'offre indiquant les prix qui seront exigés pour la vente des différents volumes sur chaque base de coût ; la combinaison de ces courbes permet d'en obtenir une nouvelle qui, à supposer que les autres coûts restent constants ou tout au moins qu'ils varient uniquement sous l'effet des changements de volume de la production, constitue la courbe de la demande de main-d'œuvre dans l'industrie considérée et relie le volume de l'emploi aux différents niveaux des salaires. La forme de cette courbe en chacun de ses points fournit l'élasticité de la demande de main-d'œuvre. On transfère alors cette conception, sans y apporter de changement notable, à l'ensemble de l'industrie, et on suppose par analogie qu'il existe dans l'industrie tout entière une courbe de la demande de main-d'œuvre unissant le volume de l'emploi aux différents niveaux des salaires. Que l'on raisonne sur -les salaires nominaux ou sur les salaires réels, on estime que cela ne fait pas une grande différence. Si on raisonne sur les salaires nominaux, on doit évidemment faire les corrections correspondant aux variations de valeur de la monnaie; mais l'orientation générale du raisonnement ne s'en trouve pas modifiée, car les prix ne varient certainement pas dans une proportion aussi forte que les salaires nominaux.

Si tel est bien le principe du raisonnement (et sinon nous ignorons quel il peut être), l'argumentation est certainement fallacieuse. Car, pour tracer la courbe de la demande dans une industrie particulière, on est obligé d'adopter certaines hypothèses fixes quant à la forme des courbes de l'offre et de la demande dans les autres industries et quant au montant de la demande effective globale. Il n'est donc pas légitime de transférer le raisonnement à l'industrie dans son ensemble à moins d'y transférer aussi l'hypothèse de la fixité de la demande effective globale. Or cette hypothèse réduit l'argumentation à une pétition de principe. Personne en effet ne songerait à nier que, *lorsque la demande effective reste constante*, une réduction des salaires nominaux s'accompagne d'une augmentation de l'emploi ; mais la question qui se pose est précisément de savoir si les salaires nominaux réduits se trouveront ou non associés à une demande effective globale qui, mesurée en monnaie, sera égale à la demande antérieure ou qui, au moins, n'aura pas subi une réduction pleinement proportionnelle à celle des salaires nominaux (i. e. qui, mesurée en unités de salaire, sera plus ou moins supérieure à la demande initiale). Mais, s'il est interdit à la Théorie Classique d'étendre par analogie à l'industrie dans son ensemble ses conclusions relatives à une industrie particulière, elle est tout à fait incapable d'indiquer l'effet qu'une réduction des salaires nominaux produit sur l'emploi, car elle n'a aucune méthode d'analyse qui lui permette de résoudre le problème. La *Theory of Unemployment* du professeur Pigou nous semble extraire de la Théorie Classique tout ce qu'on peut en tirer ; l'ouvrage est donc une preuve saisissante de l'inutilité de cette théorie lorsque on l'applique à la recherche des facteurs qui en fait déterminent le volume global de l'emploi <sup>1</sup>.

## II

Appliquons donc à la solution du problème notre propre méthode d'analyse. L'opération comprendra deux parties : 1° Toutes choses égales d'ailleurs, une réduction des salaires nominaux a-t-elle pour effet direct d'augmenter l'emploi ? - l'incise «toutes choses égales d'ailleurs » signifiant que dans la communauté tout entière il n'y a aucune variation de la propension à consommer, de la courbe de l'efficacité marginale du capital, ni du taux de l'intérêt. 2° Une réduction des salaires nominaux a-t-elle pour effet certain ou probable de modifier l'emploi dans un sens particulier du fait de ses répercussions certaines ou probables sur ces trois facteurs ?

A la première question nous avons déjà dans les chapitres précédents répondu par la négative. Nous avons démontré en effet que le volume de l'emploi dépend uniquement du montant de la demande effective mesurée en unités de salaires, et que la demande effective, étant la somme de la consommation et de l'investissement attendus, ne peut varier si la propension à consommer, la courbe de l'efficacité marginale du capital et le taux de l'intérêt restent constants. Si, en l'absence de variation de ces facteurs, les entrepreneurs augmentent le volume de l'emploi, leur « produit » tombe nécessairement au-dessous de leur prix d'offre.

<sup>1</sup> L'on trouvera dans un Appendice au présent chapitre une critique détaillée de la *Theory of Unemployment* du Professeur Pigou.

Pour écarter la conclusion sommaire aux ternies de laquelle une réduction des salaires nominaux augmenterait l'emploi « parce qu'elle réduit le coût de production », peut-être sera-t-il utile de suivre le cours des événements dans le cas le plus favorable où, au début, les entrepreneurs *espèrent* que la réduction des salaires nominaux produira cet effet. De fait il n'est pas invraisemblable que chaque entrepreneur pris individuellement, voyant diminuer les éléments de son propre coût, néglige au début les répercussions qui doivent en résulter sur la demande de son produit, et qu'il agisse en se fondant sur l'hypothèse qu'il sera capable de vendre avec profit une production plus importante qu'auparavant. Si l'ensemble des entrepreneurs règlent leur attitude sur cette hypothèse, réussiront-ils en fait à accroître leurs profits ? En deux cas seulement: d'abord si la propension marginale de la communauté à consommer est égale à un, de sorte qu'il n'y ait pas d'écart entre l'accroissement du revenu et celui de la consommation; et ensuite si l'investissement augmente assez pour compenser l'écart entre l'accroissement du revenu et celui de la consommation, ce qui exige que la courbe de l'efficacité marginale du capital s'élève par rapport au taux de l'intérêt. Le « produit », que les entrepreneurs tireront de leur production accrue décevra donc leur attente et l'emploi retombera à son chiffre antérieur, à moins que la propension marginale à consommer soit égale à un ou bien que la réduction des salaires nominaux ait pour résultat d'accroître l'efficacité marginale du capital par rapport au taux de l'intérêt, c'est-à-dire d'augmenter l'investissement. Car, si les entrepreneurs offrent au public assez d'emploi pour que, des revenus correspondant à cet emploi, ledit public tire une épargne supérieure à l'investissement courant, ils sont forcés d'enregistrer une perte égale à la différence ; et ceci est vrai quel que puisse être le niveau des salaires nominaux. Tout au plus l'époque de leur déception sera-t-elle retardée pendant le laps de temps où l'écart se trouve comblé par les investissements qu'ils font eux-mêmes en accroissant leur capital circulant.

Ainsi la réduction des salaires nominaux ne saurait d'une façon durable accroître l'emploi, si ce n'est par ses répercussions sur la propension de la communauté à consommer, sur la courbe de l'efficacité marginale du capital, ou sur le taux de l'intérêt. Pour analyser les conséquences d'une telle réduction, il n'y a pas d'autre méthode que de suivre ses effets possibles sur ces trois facteurs.

Dans la pratique les répercussions les plus importantes paraissent être les suivantes :

1° Une réduction des salaires nominaux diminuera plus ou moins les prix. Elle entraînera donc un certain transfert de revenu réel : a) des salariés aux autres facteurs qui entrent dans le coût premier marginal et dont la rémunération n'a pas été réduite ; b) des entrepreneurs aux rentiers, à qui un certain revenu nominal fixe a été garanti.

Quel sera l'effet de ce changement de répartition sur la propension de la communauté à consommer ? Le transfert de revenu des salariés aux autres facteurs de production est de nature à diminuer la propension à consommer. Quant au transfert de revenu des entrepreneurs aux rentiers, son effet est plus douteux. Mais, si dans la communauté les rentiers représentent en gros la classe la plus riche et celle dont le niveau de vie est le moins élastique, l'effet sera encore défavorable. Quel sera le résultat net de ces transferts, compte tenu de toutes les considérations qui interviennent ? On ne peut que le conjecturer. Sans doute y a-t-il plus de chances qu'il soit contraire que favorable.

2° Si on a affaire à un système ouvert et si la réduction des salaires nominaux est une *réduction par rapport- aux salaires nominaux à l'étranger*, les uns et les autres étant rapportés à une même unité, la variation est évidemment favorable à l'investissement puisqu'elle tend à améliorer la balance commerciale <sup>1</sup>. Ceci suppose évidemment que le bénéfice ne soit pas annihilé par une modification des tarifs douaniers, des contingentements, etc. Si la croyance traditionnelle à l'efficacité d'une réduction des salaires nominaux en tant que moyen d'augmenter l'emploi est plus développée en Angleterre qu'aux États-Unis, c'est probablement parce que les États-Unis possèdent plus que l'Angleterre le caractère d'une économie fermée.

3° Dans le cas d'un système ouvert une réduction des salaires nominaux, tout en augmentant le solde créditeur de la balance commerciale, est de nature à rendre moins favorable le taux du troc extérieur. Les revenus réels autres que ceux des chômeurs reemployés subiront donc une réduction qui pourra contribuer à augmenter la propension à consommer.

4° Si la réduction des salaires nominaux paraît devoir être une *réduction par rapport aux salaires nominaux futurs*, elle sera favorable à l'investissement, parce que, comme nous l'avons vu, elle augmentera l'efficacité marginale du capital ; pour la même raison elle pourra également être favorable à la consommation. En revanche, si elle donne naissance à une prévision ou simplement à une sérieuse possibilité de nouvelle réduction dans l'avenir, elle produira l'effet exactement inverse, car elle diminuera l'efficacité marginale du capital et entraînera à la fois l'ajournement de l'investissement et celui de la consommation.

5° La réduction des salaires nominaux, qui s'accompagne en général d'une certaine baisse des prix et des revenus nominaux, affaiblira le besoin d'argent liquide pour les transactions commerciales et le paiement du revenu ; par suite elle fera baisser d'autant la courbe de la préférence pour la liquidité relative à la communauté tout entière. Toutes choses restant égales, elle diminuera donc le taux de l'intérêt et se montrera favorable à l'investissement. Dans ce cas l'action des prévisions sera de sens contraire à celle que nous venons d'examiner au § 4. Si on s'attend à un redressement ultérieur des salaires et des prix, l'effet favorable sur les prêts à long terme sera beaucoup moins marqué que sur les prêts à court terme. De plus, si la réduction des salaires en causant du mécontentement dans le peuple nuit sur le plan politique à la confiance, le renforcement de la préférence pour la liquidité qui en sera la conséquence absorbera une quantité d'argent liquide supérieure à celle qui se trouvera libérée de la circulation active.

6° Puisque une réduction des salaires nominaux particulière à une entreprise ou à une industrie est toujours profitable à cette entreprise ou à cette industrie prise individuellement, il se peut qu'une réduction générale des salaires, bien qu'elle produise en réalité des effets différents, fasse naître, elle aussi, un état d'esprit optimiste chez les entrepreneurs ; il se peut qu'une brèche soit ainsi ouverte dans le cercle vicieux des appréciations indûment pessimistes de l'efficacité marginale du capital et que les choses se trouvent remises en train sur la base de prévisions plus normales. En revanche il se peut que l'agitation ouvrière compense cet effet favorable, si la main-d'œuvre prête à une réduction générale des salaires les mêmes conséquences erronées que les patrons. Cette éventualité est d'autant plus à craindre qu'il n'y a d'ordinaire aucun moyen de réaliser à la fois dans toutes les industries une réduction uniforme

<sup>1</sup> On n'oubliera pas que les exportations constituent un investissement extérieur (N. du T.).

des salaires nominaux et que par conséquent chaque travailleur a intérêt à s'opposer à la réduction dans son cas particulier. En fait, l'effort des entrepreneurs en vue de réduire les salaires nominaux par la révision des accords qui les déterminent rencontre beaucoup plus de résistance que la baisse graduelle et automatique des salaires réels qui résulte d'une hausse des prix.

7° D'autre part l'influence déprimante que l'alourdissement des dettes exerce sur les entrepreneurs peut contrebalancer en partie toute conséquence heureuse de la réduction des salaires. A la vérité, si la baisse des salaires et des prix prend une certaine extension, les entrepreneurs qui sont fortement endettés peuvent se trouver rapidement gênés au point de devenir insolvables, ce qui porte une grave atteinte à l'activité de l'investissement. Au surplus la baisse des prix, aggravant la charge réelle de la Dette Publique et par conséquent celles des impôts, est de nature à provoquer dans les milieux d'affaires un profond affaiblissement de la confiance.

L'énumération précédente n'est pas une liste complète des conséquences qui, dans le monde complexe où nous vivons, peuvent résulter d'une réduction des salaires. Mais elle comprend celles qui nous paraissent être d'ordinaire les plus importantes.

Dès lors, si on limite le raisonnement au ras d'un système fermé et si on admet qu'il n'y a rien, ou en tout cas rien de bon, à attendre des répercussions que les transferts de revenu réel produisent sur la propension de la communauté à consommer, l'espoir qu'une réduction des salaires nominaux puisse agir favorablement sur l'emploi doit être surtout fondé sur l'amélioration que la hausse de l'efficacité marginale du capital visée au § 4 ou la baisse du taux de l'intérêt visée au § 5 peuvent amener dans l'investissement. Examinons de plus près ces deux possibilités.

La contingence favorable à l'efficacité marginale du capital est celle où l'on croit que les salaires nominaux ont atteint leur minimum et que leurs variations ultérieures seront orientées vers la hausse. La contingence la plus défavorable est celle où les salaires nominaux fléchissent lentement et où chaque réduction affaiblit la confiance dans leurs chances de se maintenir par la suite. Au début d'une période de déclin de la demande effective une réduction soudaine et importante des salaires nominaux, qui les amènerait à un niveau où personne ne pourrait croire à la continuation indéfinie de leur baisse, serait l'éventualité la plus favorable à la restauration de la demande effective. Mais une réduction de ce genre ne peut être accomplie que par une décision administrative ; dans un régime de libre discussion des salaires elle ne semble guère possible. D'autre part, il vaudrait bien mieux que les salaires fussent fixés rigide ment et jugés à peu près irréductibles que d'accuser en période de dépression une tendance progressive à la baisse qui fait interpréter chaque augmentation du chômage, atteignant disons 1 %, comme l'annonce d'une nouvelle baisse modérée des salaires. Supposons à titre d'exemple qu'on s'attende à une Paise de 2 % des salaires au cours de l'année suivante, cette prévision produira un effet à peu près équivalent à celui d'une hausse de 2 % de l'intérêt payable pour un prêt d'égale durée. Et les mêmes observations s'appliquent *mutatis mutandis* à une période d'essor.

Il s'ensuit que, eu égard aux coutumes et institutions telles qu'elles existent dans le monde contemporain, il est plus expédient de chercher à suivre une politique rigide de salaires nominaux qu'une politique souple s'adaptant par petites étapes aux variations du chômage - pour autant, bien entendu, qu'on considère l'efficacité marginale du capital. Mais cette conclusion n'est-elle pas infirmée lorsqu'on en vient au taux de l'intérêt ?

Ainsi l'effet produit sur la demande de monnaie par la baisse des salaires et des prix apparaît comme la seule base solide sur laquelle ceux qui prêtent au système économique la propriété de s'ajuster de lui-même peuvent fonder leur raisonnement ; encore qu'à notre connaissance ils ne l'aient jamais fait. D'ailleurs, si la quantité de monnaie est elle-même fonction du niveau des salaires et des prix, il n'y a rien à espérer dans cette voie. Mais, si la quantité de monnaie est virtuellement fixe, il est évident qu'au moyen d'une réduction suffisante des salaires nominaux la quantité de monnaie mesurée en unités de salaire peut être indéfiniment augmentée ; et que le rapport entre cette quantité et l'ensemble des revenus peut être grandement accru, la limite de l'accroissement dépendant d'une part de la proportion du coût des salaires dans le coût premier marginal et d'autre part de la réaction des autres éléments du coût premier marginal à la baisse de l'unité de salaire.

On peut donc, tout au moins théoriquement, produire exactement les mêmes effets sur le taux de l'intérêt, en réduisant les salaires sans modifier la quantité de monnaie, et en augmentant la quantité de monnaie sans modifier le niveau des salaires. Par suite il n'est pas moins difficile d'assurer le plein emploi par la réduction des salaires que par l'augmentation de la quantité de monnaie. Nous avons exposé précédemment les raisons qui limitent l'efficacité des accroissements de la quantité de monnaie en tant que moyen de porter l'investissement à son montant optimum. Les mêmes raisons s'appliquent *mutatis mutandis* aux réductions de salaires. De même qu'un accroissement modéré de la quantité de monnaie peut avoir une influence insuffisante sur le taux de l'intérêt à long terme, et qu'un accroissement immodéré risque de porter à la confiance une atteinte qui annule ses autres avantages, de même exactement une réduction modérée des salaires nominaux peut se montrer insuffisamment efficace, tandis qu'une réduction immodérée, à supposer qu'elle soit réalisable, risque de ruiner la confiance.

Il n'y a donc pas de raison de croire qu'une politique souple de salaires puisse maintenir un état permanent de plein emploi, pas plus qu'il n'y a de raison de croire qu'une politique monétaire de marché ouvert puisse à elle seule obtenir ce résultat. De tels moyens ne sauraient conférer au système économique la propriété de s'ajuster de lui-même.

A la vérité, si chaque fois qu'on s'écartait du plein emploi la main-d'œuvre était en mesure d'intervenir (et qu'elle fût disposée à le faire) pour réduire par une action concertée ses demandes de monnaie, jusqu'à ce que l'abondance de la monnaie par rapport à l'unité de salaire suffise à faire baisser le taux de l'intérêt au niveau compatible avec le plein emploi, ce seraient alors les syndicats ouvriers et non le système bancaire qui, en fait, assureraient la direction de la monnaie en vue de maintenir le plein emploi.

Bien qu'une politique souple de salaires et une politique monétaire souple reviennent analytiquement au même, puisqu'elles sont toutes deux des moyens de modifier la quantité de monnaie mesurée en unités de salaire, il n'en est pas moins vrai qu'à d'autres égards elles se distinguent par un monde de différences. Rappelons brièvement au lecteur les trois considérations essentielles.

1° Sauf dans une communauté socialisée où les salaires sont fixés par décret, il n'y a aucun moyen de réaliser une réduction uniforme des salaires dans toutes les catégories de la main-d'œuvre. La baisse ne peut être obtenue qu'au prix d'une série de

fléchissements graduels et désordonnés, qu'aucun critère de justice sociale ou d'utilité économique ne justifie, et qui ne s'accomplissent d'ordinaire qu'après des luttes vaines et désastreuses, où ceux qui pour négocier se trouvent dans la position la plus faible pâtissent comparativement aux autres. Quant à la modification de la quantité de monnaie, la plupart des Gouvernements ont déjà le pouvoir de la réaliser par des opérations sur le marché ouvert ou par des mesures analogues. Eu égard à la nature humaine et aux institutions existantes, il faudrait être dépourvu de bon sens pour préférer une politique souple de salaires à une politique souple de la monnaie, alors qu'on ne peut invoquer en faveur de la première aucun avantage qui ne puisse être reconnu à la seconde. Au surplus, à égalité de convenance en d'autres domaines, une méthode dont l'application est comparativement aisée devrait être préférée à une méthode qui est sans doute trop difficile pour être pratiquement applicable.

2° Lorsque les salaires nominaux restent constants, les prix ne peuvent varier (exception faite des prix « contrôlés » ou des prix de monopole, qui sont gouvernés par des facteurs autres que le coût marginal) qu'à raison de la diminution du rendement marginal de l'équipement qui accompagne l'accroissement de la production. Ainsi se trouve maintenue dans toute la mesure du possible l'égalité de traitement entre la main-d'œuvre et les facteurs auxquels une rémunération nominale fixe est garantie par contrat, c'est-à-dire notamment les rentiers et les titulaires d'émoluments fixes appartenant aux cadres permanents des entreprises, des établissements et de l'État. Lorsqu'une partie importante de la population possède une rémunération nominale qui reste fixe en tous cas, la justice et l'utilité sociales exigent que tous les facteurs aient une rémunération nominale offrant une certaine rigidité. Eu égard à l'importance des revenus dont le montant nominal est relativement rigide, il faudrait être dépourvu d'esprit de justice pour préférer une politique souple de salaires à une politique souple de la monnaie, alors qu'on ne peut invoquer en faveur de la première aucun avantage qui ne puisse être reconnu à la seconde.

3° Des deux méthodes propres à augmenter la quantité (le monnaie mesurée en unités de salaire, l'une, celle qui consiste à diminuer l'unité de salaire, accroît proportionnellement le fardeau des dettes, l'autre, celle qui consiste à augmenter la quantité de monnaie sans changer l'unité de salaire, produit l'effet contraire. Eu égard au poids excessif de maintes catégories de dettes, il faudrait être dépourvu d'expérience pour préférer la première à la seconde.

4° Lorsqu'un déclin progressif du taux de l'intérêt doit provenir d'une réduction progressive des salaires, il existe, pour les motifs indiqués ci-dessus, une double influence défavorable à l'efficacité marginale du capital, une double raison de différer l'investissement, et par suite un double obstacle à la reprise.

### III

Si la main-d'œuvre, en cas d'une baisse progressive de l'emploi, devait offrir ses services à un salaire nominal de plus en plus bas, il n'en résulterait en règle générale aucune diminution des salaires réels ; peut-être même ces salaires réels augmenteraient-ils, puisque le volume de la production tendrait à décroître. L'effet principal d'une telle politique serait de causer une grande instabilité des prix, instabilité qui pourrait être assez violente, dans une société économique fonctionnant comme celle

où nous vivons, pour enlever toute portée aux calculs des hommes d'affaires. C'est une contre-vérité qu'une politique souple de salaires soit un attribut normal et propre d'un système fondé dans son ensemble sur le principe Au *laissez-faire*. Une telle politique ne pourrait réussir que dans une société soumise à une forte autorité, capable d'imposer des réductions de salaires soudaines, profondes et générales. Sa mise en oeuvre pourrait se concevoir en Italie, en Allemagne ou en Russie, mais non en France, aux États-Unis ou en Grande-Bretagne.

Si on tentait, comme en Australie, d'assurer par voie législative la fixité des salaires réels, il y aurait un certain volume de l'emploi qui correspondrait au niveau des salaires réels. Le volume effectif de l'emploi, dans un système fermé, oscillerait violemment entre ce volume et l'absence totale d'emploi, selon que l'investissement serait supérieur ou inférieur au montant compatible avec le dit volume. Quant aux prix, ils se trouveraient en équilibre instable tant que l'investissement resterait au montant critique, ils s'effondreraient à zéro lorsqu'il serait plus faible et s'élèveraient à l'infini lorsqu'il serait plus fort. L'élément de stabilité, si tant est qu'il en fût, consisterait en une détermination des facteurs qui gouvernent la quantité de monnaie, telle qu'il existe toujours un niveau des salaires nominaux où cette quantité de monnaie soit celle qui établit entre le taux de l'intérêt et l'efficacité marginale du capital la relation qui maintient l'investissement au montant critique. L'emploi serait alors constant (au niveau compatible avec le salaire réel légal). Quant aux salaires nominaux et aux prix, ils oscilleraient rapidement dans la mesure exactement nécessaire pour maintenir l'investissement au montant convenable. Dans le cas Concret de l'Australie la solution a été trouvée en partie bien entendu dans l'impuissance inévitable de la législation à atteindre son but, mais en partie aussi dans le fait que l'Australie n'est pas un système fermé ; le niveau des salaires nominaux était lui-même un facteur déterminant de l'investissement extérieur et partant de l'investissement total, tandis que le taux du troc extérieur exerçait une influence sensible sur le prix des biens de consommation ouvrière.

A la lumière de ces considérations nous estimons maintenant, compte tenu de tous les intérêts en cause, que le maintien du niveau des salaires nominaux à un chiffre stable constitue la politique la plus sage dans un système fermé. La même conclusion reste valable dans un système ouvert, pourvu que l'équilibre avec le reste du monde puisse être assuré par les variations du change. Il est désirable que dans les industries particulières les salaires possèdent un certain degré de souplesse de manière à hâter les transferts de main-d'œuvre de celles qui déclinent à celles qui progressent, par rapport à la moyenne. Mais le niveau général des salaires nominaux devrait être maintenu aussi stable que possible, à tout le moins dans la courte période.

Une telle politique se traduirait par une stabilité assez grande du niveau des prix - stabilité plus grande en tout cas que dans l'hypothèse d'une politique souple de salaires. Dans la courte période les prix (autres que les prix « contrôlés » et les prix de monopole) ne varieraient que dans la mesure où les variations de l'emploi affecteraient les coûts premiers marginaux. Dans la longue période ils ne varieraient qu'à raison de la baisse du coût de production due aux progrès techniques, à l'amélioration de l'équipement ou à son extension.

Il n'en est pas moins vrai que, s'il se produisait de fortes variations de l'emploi, elles s'accompagneraient de fluctuations notables du niveau des prix. Mais celles-ci, nous l'avons dit, seraient moins importantes que dans l'hypothèse d'une politique souple de salaires.



Ainsi, dans le cas d'une politique rigide de salaires, la stabilité des prix dans la courte période est liée à l'absence de fluctuations de l'emploi. D'autre part, en ce qui concerne la longue période, il reste encore à choisir entre une politique de salaires stables laissant les prix fléchir lentement à mesure que la technique et l'équipement progressent et une politique de prix stables laissant les salaires monter lentement. A tout prendre, c'est à la dernière que va notre préférence, eu égard au fait qu'il est plus facile de maintenir un certain degré de plein emploi lorsqu'on s'attend à la hausse des salaires que lorsqu'on s'attend à leur baisse, et aussi en considération des avantages sociaux de l'allègement graduel des dettes, de la facilité plus grande des déplacements de main-d'œuvre des branches de l'industrie qui déclinent à celles qui progressent, et enfin du stimulant moral qui résulte d'ordinaire d'une tendance modérée des salaires nominaux à la hausse. Mais ceci ne soulève aucune question de principe; nous ne pourrions sans sortir des limites de notre sujet exposer en détail les arguments pour et contre.

Livre V : Salaires nominaux et prix : chapitre XIX

## Appendice au chapitre XIX

---

### La « théorie du chômage » du professeur Pigou

[Retour à la table des matières](#)

Dans sa *Theory of Unemployment*, le Professeur Pigou fait dépendre le volume de l'emploi de deux facteurs fondamentaux : 1° le taux des salaires réels stipulé par la main d'œuvre, et 2° la forme de la Courbe de la Demande Réelle de Travail. Les parties centrales de son livre sont consacrées à déterminer la forme de cette courbe. Il n'ignore pas, qu'en fait les ouvriers stipulent un taux nominal et non un taux réel de salaires. Mais il admet pratiquement que le taux effectif du salaire nominal divisé par le prix des biens de consommation ouvrière peut servir de mesure du taux réel demandé.

Les équations qui, comme il dit, « forment le point de départ de l'étude » sur la Courbe de la Demande Réelle de Travail sont données à la page 90. Mais, comme les hypothèses tacites nécessaires à la validité de l'analyse se dissimulent dans les premières Pages, nous allons résumer l'argumentation jusqu'au point décisif.

Le Professeur Pigou distingue deux sortes d'industries: celles qui « produisent les biens de consommation ouvrière à l'intérieur et les richesses exportables dont la vente crée à l'étranger des droits à des biens de consommation ouvrière » et les « autres industries » ; il sera commode de les désigner respectivement sous le nom d'industries

produisant les biens de consommation ouvrière et d'industries produisant les biens non destinés à la consommation ouvrière. Il suppose que  $x$  hommes s'ont employés dans les premières et  $y$  hommes dans les dernières. Il appelle  $F(x)$  la valeur des biens de consommation ouvrière produits par les  $x$  hommes et  $F'(x)$  le taux général des salaires. Ceci, bien qu'il ne s'attarde pas à le dire, revient à supposer que le coût marginal des salaires est égal au coût premier marginal <sup>1</sup>. De plus, il suppose que  $x + y = \varphi(x)$ , c'est-à-dire que le nombre d'hommes employés dans les industries - produisant les biens de consommation ouvrière est fonction de l'emploi total. Il montre ensuite que l'élasticité de la demande réelle globale de travail (qui donne la forme de la courbe étudiée, i. e. de la courbe de la Demande Réelle de Travail) peut s'écrire

$$E_r = \frac{\varphi'(x) \cdot F'(x)}{\varphi(x) \cdot F''(x)}$$

Pour autant que la figuration symbolique ait un sens, ceci ne diffère guère de nos propres modes d'expression. Si on peut assimiler les « biens de consommation ouvrière » du Professeur Pigou à nos biens de consommation et ses « autres biens » à nos biens d'investissement,  $\frac{F(x)}{F'(x)}$ , ou la valeur en unités de salaire des biens de consommation ouvrière produits, est égal à notre  $C_s$ . De plus (à condition d'assimiler les biens de consommation ouvrière aux biens de consommation)  $\varphi$  est fonction de ce que nous avons appelé plus haut le multiplicateur de l'emploi  $k$ . Car

$$\Delta x = k' \Delta y$$

et

$$\varphi'(x) = 1 + \frac{1}{k'}$$

« L'élasticité de la demande réelle globale de travail » du Professeur Pigou est donc un facteur complexe semblable à certains des nôtres. Il dépend en partie des conditions physiques et techniques de l'industrie (traduites par sa fonction  $F$ ) et en partie de la propension à consommer les biens de consommation ouvrières (traduite

<sup>1</sup> L'habitude trompeuse d'assimiler le coût marginal des salaires au coût premier marginal vient peut-être d'une ambiguïté dans le sens du premier terme. Il peut signifier soit le coût d'une unité additionnelle de production, lorsqu'elle n'est grevée d'aucun coût additionnel autre que celui des salaires, soit le coût additionnel des salaires qu'entraîne la production d'une unité additionnelle de richesse, lorsqu'elle est réalisée dans les conditions les plus économiques avec l'aide de l'équipement existant et des autres facteurs inemployés. Dans le premier cas on s'interdit d'associer au travail additionnel tout supplément d'entreprise, de capital circulant ou de choses autres que le travail qui s'ajouteraient au coût, on refuse même d'admettre que le travail additionnel puisse augmenter la vitesse d'usure de l'équipement. Puisque on exclut du coût premier marginal tout élément de coût autre que le travail, le coût marginal des salaires et le coût premier marginal sont évidemment égaux. Mais les conclusions d'une analyse fondée sur les prémisses sont presque dépourvues d'application. Dans la pratique en effet l'hypothèse de base est rarement réalisée ; on n'est pas assez insensé pour refuser d'associer au travail additionnel les suppléments appropriés des autres facteurs pour autant qu'ils sont disponibles. Aussi l'hypothèse ne s'applique-t-elle qu'au cas où les facteurs autres que le travail sont tous déjà employés au maximum.

par sa fonction [lettre grecque] ; à condition, bien entendu, qu'on s'en tienne au cas spécial où le coût marginal du travail est égal au coût premier marginal.

Pour déterminer le volume de l'emploi, le Professeur Pigou associe alors à sa courbe de la « demande réelle de travail » une courbe de l'offre de travail. Il suppose que celle-ci dépend du salaire réel et de ce salaire seul. Mais, comme il a déjà admis que le salaire réel est fonction du nombre d'hommes  $x$  employés dans les industries produisant les biens de consommation ouvrière, il suppose en définitive que l'offre globale de travail disponible au salaire réel existant est fonction de  $x$  et de  $x$  seul. En d'autres termes, si  $n$  représente l'offre de travail disponible au salaire réel  $F'(x)$ ,  $n = x(x)$ .

Ainsi, dégagée de toute complication, l'analyse du Professeur Pigou se résume à un essai de détermination du volume effectif de l'emploi au moyen des équations

$$x + y = \varphi(x)$$

et

$$n = x(x)$$

Mais il y a ici trois inconnues et deux équations seulement. Il apparaît clairement que le Professeur Pigou tourne la difficulté en considérant que  $n$  est égal à  $x + y$ . Il suppose qu'il n'y a pas de chômage involontaire au sens strict de mot, c'est-à-dire qu'en fait la main d'œuvre disponible au salaire réel existant est tout entière employée. La valeur de  $x$  est alors celle qui vérifie l'équation

$$\varphi(x) = x(x);$$

et lorsque on sait que  $x$  est égal par exemple à  $n_1$ ,  $y$  doit être égal à  $x(n_1) - n_1$ , et l'emploi total à  $x(n_1)$ .

Arrêtons-nous un instant pour examiner le sens de cette théorie. Elle signifie que, lorsque la courbe de l'offre de travail se modifie de manière qu'une quantité plus grande de main-d'œuvre s'offre sur la base d'un salaire réel donné ( $n_1 + dn_1$  étant alors la valeur de  $x$  qui vérifie l'équation  $\varphi(x) = x(x)$ ), la demande de biens non destinés à la consommation ouvrière est telle qu'automatiquement l'emploi dans les industries qui les produisent croît juste autant qu'il faut pour maintenir l'égalité de  $\varphi(n_1 + dn_1)$  et de  $x(n_1 + dn_1)$ . L'emploi global ne peut varier que d'une seule autre manière; dans le cas où la propension à acheter respectivement des biens de consommation ouvrière et des biens non destinés à la consommation ouvrière évolue de telle sorte qu'il y ait une augmentation de  $y$  accompagnée d'une diminution plus forte de  $x$ .

Supposer  $n$  égal à  $x + y$  équivaut, bien entendu, à supposer que la main-d'œuvre est toujours en mesure de déterminer son propre salaire réel. Cette dernière hypothèse signifie donc que la demande de biens non destinés à la consommation ouvrière obéit aux lois précédentes. En d'autres termes le taux de l'intérêt est censé s'ajuster toujours à la courbe de l'efficacité marginale du capital de manière à maintenir le plein emploi. Sans cette hypothèse l'analyse s'écroule et ne permet plus de déterminer le volume effectif de l'emploi. Il est étrange en vérité que le Professeur Pigou ait cru pouvoir présenter une théorie de l'emploi qui ne fasse aucune allusion aux cas où les variations de l'investissement (i. e. les variations de l'emploi dans la production des biens non destinés à la consommation ouvrière) ne proviennent pas de changements dans la

courbe de l'offre de travail, mais de modifications (par exemple) du taux de l'intérêt ou de l'état de la confiance.

Le titre de « Théorie du Chômage » n'est donc pas pertinent. En réalité, le livre ne traite pas cette question. C'est une étude relative, au volume pris par l'emploi, lorsque la courbe de l'offre de travail est donnée et que les conditions du plein emploi se trouvent remplies. L'objet du concept d'élasticité de la demande réelle globale de travail est d'indiquer la variation du *plein* emploi qui correspond à une modification donnée de la courbe de l'offre de travail. Ou - encore et peut être plus exactement - on peut considérer cet ouvrage comme une étude non causative de la relation fonctionnelle qui détermine le niveau des salaires réels lorsque le volume de l'emploi est donné. Mais il ne peut nous dire ce qui détermine le volume *effectif* de l'emploi ; et il n'a pas de rapport direct avec le problème du chômage involontaire.

Même si le Professeur Pigou contestait, comme il le ferait peut-être, la possibilité du chômage involontaire au sens que nous avons donné précédemment à ce mot, il serait encore difficile de voir comment son analyse pourrait s'appliquer. Car, en s'abstenant de rechercher ce qui détermine le rapport entre  $x$  et  $y$ , c'est-à-dire entre le volume respectif de l'emploi dans les industries produisant les biens de consommation ouvrière et dans les autres industries, il commet encore une omission irréparable.

De plus, il reconnaît que dans une certaine limite la main-d'œuvre contracte souvent en fait sur la base non d'un salaire réel mais d'un salaire nominal donné. Alors la courbe de l'offre de travail ne dépend plus seulement de  $F'(x)$  seul, mais encore du prix nominal des biens de consommation ouvrière. L'analyse précédente se trouve donc en défaut, puisqu'un nouveau facteur intervient sans qu'il y ait une équation nouvelle pour déterminer cette inconnue supplémentaire. On ne saurait mieux illustrer les dangers d'une méthode pseudo-mathématique qui ne progresse qu'en rapportant tout à une seule variable et en supposant les différentielles partielles nulles. Il est inutile de reconnaître plus tard qu'en fait il y a d'autres variables, si on poursuit le raisonnement sans remettre en question tout ce qui a été dit jusque-là. Lorsque dans une certaine limite c'est un salaire nominal que la main-d'œuvre stipule, le nombre des données est encore insuffisant même si on suppose  $n$  égal à  $x + y$ , sauf si les facteurs qui déterminent le prix nominal des biens de consommation ouvrière sont connus. Ce prix nominal dépend en effet du volume global de l'emploi. On ne peut donc savoir quel sera le volume global de l'emploi tant qu'on ne connaît pas le prix nominal des biens de consommation ouvrière, et on ne peut savoir quel sera le prix nominal des biens de consommation ouvrière tant qu'on ne connaît pas le volume global de l'emploi. Comme nous l'avons dit, il manque une équation. Cependant c'est lorsqu'on suppose provisoirement les salaires nominaux plus rigides que les salaires réels, que la théorie se rapproche sans doute le plus de la réalité. En Grande-Bretagne, par exemple, malgré le désordre, l'incertitude et les fortes fluctuations de prix qui ont marqué la décade 1924-1934, les salaires nominaux n'ont varié que de 6 % alors que les salaires réels variaient de plus de 20 %. Une théorie ne peut prétendre à la *généralité* lorsqu'elle ne s'applique pas dans le cas (ou dans la limite) où les salaires nominaux sont fixes, tout aussi bien que dans les autres cas. Libre aux politiciens de gémir sur la prétendue nécessité d'une grande souplesse des salaires nominaux; mais un théoricien doit être prêt à traiter indifféremment toutes les situations qui se présentent. Une théorie scientifique ne peut contraindre les faits à se plier à ses hypothèses.

Lorsque le Professeur Pigou en vient à examiner expressément les conséquences d'une réduction des salaires nominaux, il est manifeste qu'encore une fois les données introduites sont insuffisantes pour qu'une solution définie puisse être obtenue. Il commence par rejeter l'argument (op. cit., p. 101) d'après lequel, si le coût premier marginal est égal au coût marginal des salaires, les revenus des non-salariés varient en cas de baisse des salaires nominaux dans la même proportion que ceux des salariés ; il faudrait, dit-il, pour que cet argument fût valable, que le volume de l'emploi restât constant - et c'est précisément la question qu'on discute.

Mais à la page suivante (op. cit., p. 102) il commet lui-même la même erreur en supposant « qu'au début il n'y a rien de changé dans le revenu nominal des non-salariés » ; ceci ne serait vrai, il vient de le dire, que si le volume de l'emploi *ne restait pas* constant - et c'est précisément la question qu'on discute. En réalité le problème n'admet *aucune* solution tant qu'on n'introduit pas d'autres facteurs dans les données.

Le fait que la main d'œuvre stipule un salaire nominal et non un salaire réel donné (pourvu que le salaire réel ne tombe pas au-dessous d'un certain minimum) met l'analyse en défaut d'une manière que l'on peut encore montrer en signalant que l'hypothèse fondamentale dans presque tout le raisonnement, d'après laquelle une quantité plus grande de travail ne s'offre qu'en échange d'un salaire réel plus élevé, n'est pas vérifiée. Le Professeur Pigou rejette par exemple la théorie du multiplicateur (op. cit., p. 75) en supposant que le taux des salaires réels est donné, i. e. en supposant que, le plein emploi étant déjà atteint, aucun supplément de travail ne s'offrira en échange d'un salaire réel inférieur. Dans le cadre de cette hypothèse son raisonnement est évidemment correct. Mais il critique dans ce passage une proposition qui a trait à la politique pratique. En un temps où, d'après les statistiques, le chômage dépasse en Grande-Bretagne 2.000.000 d'unités (i. e. où il y a 2.000.000 d'hommes désireux de travailler au salaire nominal existant), il faut être à mille lieues de la réalité pour supposer que toute hausse du coût de la vie, si faible soit-elle, par rapport au salaire nominal, puisse amener le retrait du marché d'une quantité de main-d'œuvre supérieure à l'équivalent de ces 2.000.000 d'hommes.

Il importe d'insister sur le fait que l'ouvrage du Professeur Pigou repose tout entier sur l'hypothèse *qu'une hausse du coût de la vie, si faible quelle soit, par rapport au salaire nominal décide à se retirer du marché du travail un nombre d'ouvriers supérieur à tout l'effectif inemployé.*

De plus le Professeur Pigou ne remarque pas dans ce passage (op. cit., p. 75) que l'argument qu'il oppose à l'emploi « secondaire », qui résulterait de travaux publics, est dans les mêmes hypothèses tout aussi valable à l'encontre d'un accroissement de l'emploi « primaire » dû à cette politique. Car, lorsque le taux des salaires réels en vigueur dans les industries produisant les biens de consommation ouvrière est donné, aucun accroissement de l'emploi n'est possible, sauf toutefois si les non salariés réduisent leurs dépenses en biens de consommation ouvrière. Les personnes intéressées par l'accroissement de l'emploi primaire augmentent vraisemblablement leurs dépenses en biens de consommation ouvrière; le salaire réel s'en trouve diminué, et (dans ces hypothèses) une partie de la main-d'œuvre qui était employée ailleurs se retire du marché. Le Professeur Pigou paraît admettre néanmoins la possibilité d'un accroissement de l'emploi primaire. La ligne qui sépare l'emploi primaire de l'emploi secon-

daire semble être sur le plan psychologique le point critique où son bon sens lucide cesse de prévaloir contre sa mauvaise théorie.

Les différences précédentes d'hypothèses et de raisonnement créent entre les conclusions du Professeur Pigou et les nôtres une divergence qui apparaît bien dans cet important passage où il résume sa manière de voir : « Si la concurrence entre les ouvriers est parfaitement libre et si la main-d'œuvre est parfaitement mobile, la nature de la relation sera des plus simples (il s'agit de la relation entre le taux des salaires réels stipulés par la main-d'œuvre et la courbe de la demande de travail). Une impulsion énergique s'exercera toujours sur les salaires pour maintenir entre leur taux et la demande une relation telle que tout le monde soit employé. Dans une situation stable tout le monde sera donc effectivement employé. En conséquence le chômage, quelle que soit son importance, est uniquement dû au fait que les conditions de la demande varient sans cesse et que les résistances de frottement empêchent la réalisation immédiate des ajustements de salaire devenus nécessaires <sup>1</sup>.

Le Professeur Pigou conclut (op. cit., p. 253) que le chômage est dû avant tout à une politique de salaires qui ne réussit pas à s'adapter suffisamment aux modifications de la courbe de la demande réelle de travail.

Il estime donc que l'ajustement des salaires peut à la longue supprimer le chômage <sup>2</sup> ; nous prétendons au contraire que le salaire réel (dans la seule limite d'un minimum fixé par la désutilité marginale de l'emploi) n'est pas déterminé au premier chef par les « ajustements de salaires » (encore que ceux-ci puissent intervenir), mais par les autres forces du système. Parmi celles-ci il en est (notamment la relation entre la courbe de l'efficacité marginale du capital et le taux de l'intérêt) que le Professeur Pigou n'est pas parvenu à introduire dans son schème représentatif.

Enfin, lorsque le Professeur Pigou en arrive aux causes du chômage, il parle bien, tout comme nous-même, des fluctuations de l'état de la demande. Mais il assimile l'état de la demande à la courbe de la demande réelle du travail, oubliant combien, aux ternies de sa propre définition, cette notion est étroite. Par définition, la courbe de la demande réelle de travail dépend *exclusivement* (nous l'avons vu plus haut) de deux facteurs : 1° le rapport existant dans un milieu donné entre le nombre total d'hommes employés et le nombre de ceux qui doivent être employés dans les industries produisant les biens de consommation ouvrière pour leur fournir ce qu'ils consomment, et 2° l'état de la productivité marginale dans les industries qui produisent les biens de consommation ouvrière. Cependant, dans la Ve partie de la *Theory of Unemployment*, il attribue un rôle important aux fluctuations de « la demande réelle de travail ». Il considère la « demande réelle de travail » comme un facteur capable de varier fortement dans la courte période (op. cit., Part. V, Chap. VI-12), et il semble indiquer que les oscillations de la « demande réelle de travail » combinées avec le défaut de sensibilité à ces oscillations de la politique des salaires expliquent en grande partie le cycle économique. A première vue, tout ceci paraît au lecteur raisonnable et familier. S'il ne se reporte pas à la définition, les « fluctuations de la demande réelle de travail » évoquent en lui le même genre d'idées que nos « fluctuations dans l'état de la demande globale ». Mais, si l'on se reporte à la définition, tout ceci cesse d'être

<sup>1</sup> Op. cit., p. 252.

<sup>2</sup> On ne trouve d'ailleurs aucune allusion au fait que cet ajustement se réalise grâce aux réactions du taux de l'intérêt.

plausible. On découvre que ce facteur est la chose du monde la moins capable de varier fortement dans la courte période.

La « demande réelle de travail » du Professeur Pigou ne dépend par définition que de  $F(x)$ , qui représente les conditions physiques de la production des biens de consommation ouvrière, et de  $\varphi(x)$ , qui représente la relation fonctionnelle entre l'emploi dans les industries qui produisent les biens de consommation ouvrière et l'emploi total qui lui correspond. On voit mal pourquoi l'une ou l'autre de ces fonctions changerait, si ce n'est d'une façon progressive au cours de la longue période. Il n'y a certainement aucune raison de croire qu'elles puissent changer pendant un cycle économique.  $F(x)$  ne peut changer que lentement, et dans un sens favorable si la communauté réalise des progrès techniques ; quant à la fonction  $\varphi(x)$ , elle reste stable, à moins qu'il ne se produise un brusque accès d'économie dans les classes ouvrières ou, d'une manière plus générale, une brusque variation de la propension à consommer. Nous croirions donc que la demande réelle de travail reste virtuellement constante pendant toute la durée d'un cycle économique. L'analyse du Professeur Pigou, répétons-le, omet complètement le facteur instable, c'est-à-dire les fluctuations de l'investissement, qui sont le plus souvent à la base des fluctuations de l'emploi.

Nous avons critiqué longuement la théorie du chômage du Professeur Pigou, non parce qu'elle nous semble plus critiquable que d'autres théories des économistes classiques, mais parce qu'à, notre connaissance elle représente le seul effort qui ait été tenté pour exposer avec précision la doctrine de l'école classique au sujet du chômage. Nous nous devons de combattre cette doctrine sous la forme la plus redoutable qui lui ait été donnée.



Livre V : Salaires nominaux et prix

## Chapitre XX

---

### La fonction de l'emploi <sup>1</sup>

#### I

[Retour à la table des matières](#)

La fonction de l'offre globale  $Z = \varphi(N)$ , qui relie l'emploi au prix de l'offre globale de la production, a été définie au Chapitre III (p. 47). La *fonction de l'emploi* diffère uniquement de la précédente par le fait que pratiquement elle en est la fonction inverse et qu'elle est exprimée en unités de salaire. Son objet est d'établir, soit dans une entreprise ou une industrie donnée, soit dans l'industrie tout entière, une relation entre chaque montant de la demande effective et le volume de l'emploi pour lequel le prix d'offre de la production est égal à ce montant. Si un montant  $D_{SR}$ , mesuré en unités de salaire, de la demande effective intéresse une entreprise ou une industrie fait apparaître dans cette entreprise ou dans cette industrie un volume d'emploi  $N_R$ , la fonction de l'emploi s'écrira  $N_R = F_R(D_{SR})$ . Ou, d'une manière plus générale, s'il est légitime de supposer qu'à chaque montant  $D_S$  de la demande effective totale correspond une seule valeur de  $D_{Sr}$ , la fonction de l'emploi pourra s'écrire

---

<sup>1</sup> Ceux qui (à juste titre) craignent l'algèbre peuvent sauter la première partie du chapitre sans perdre grand chose.

$N_r = F_r(D_s)$ . Autrement dit  $N_r$  personnes seront employées dans l'industrie  $r$ , lorsque la demande effective sera  $D_s$ .

Dans le présent chapitre nous exposerons certaines propriétés de la fonction de l'emploi. Mais, quel que soit l'intérêt de ces propriétés, la substitution de la fonction de l'emploi à la courbe habituelle de l'offre convient pour une double raison aux buts et aux méthodes de ce livre. En premier lieu cette fonction décrit les faits qui nous intéressent au moyen des seules unités auxquelles nous avons décidé de nous en tenir, à l'exclusion de toute unité ayant un caractère quantitatif douteux. En second lieu elle se prête mieux que la courbe habituelle de l'offre à l'étude des problèmes relatifs à l'industrie ou à la production *toute entière*, en tant que distincts des problèmes relatifs à une seule entreprise ou à une seule industrie considérée en des circonstances données ; - et ce pour les raisons suivantes.

La courbe habituelle de la demande d'une marchandise particulière est tracée dans l'hypothèse où les revenus du public sont d'un montant donné ; elle doit être retracée chaque fois que ces revenus varient. De même la courbe habituelle de l'offre d'une marchandise particulière est tracée dans l'hypothèse où la production de l'industrie tout entière est d'un montant donné ; elle peut se modifier quand ce montant global varie. Lorsqu'on examine la réaction des industries individuelles aux variations de l'emploi global, on se trouve donc nécessairement en présence, dans chaque industrie, non d'une seule courbe de la demande et d'une seule courbe de l'offre, mais d'un ensemble de courbes appartenant à ces deux familles et correspondant chacune à l'hypothèse d'un volume donné de l'emploi global. Il est plus facile avec la fonction de l'emploi d'obtenir une fonction exprimant dans l'industrie tout entière les variations globales de l'emploi.

Supposons, comme première étape, que l'on prenne comme données la propension à consommer ainsi que les autres facteurs considérés comme tels au chapitre XVIII, et qu'on examine les variations de l'emploi résultant des variations de l'investissement. Dans cette hypothèse, à tout montant de la demande effective mesurée en unités de salaire correspondra un volume global de l'emploi, et la demande effective sera divisée dans une proportion déterminée entre la consommation et l'investissement. Chaque montant de la demande effective sera même associé à une certaine répartition du revenu. Il est donc raisonnable de supposer en outre qu'à chaque montant de la demande effective correspondra une seule répartition de cette demande effective entre les diverses industries.

Ces hypothèses permettent de déterminer le volume de l'emploi propre à chaque industrie qui correspond à un volume donné de l'emploi global. En d'autres termes elles permettent de connaître dans toute industrie particulière le volume de l'emploi qui correspond à chaque montant de la demande effective globale mesurée en unités de salaires. Les conditions se trouvent ainsi remplies pour que la fonction de l'emploi propre à une industrie puisse être mise sous la seconde (les formes indiquées plus haut,  $N_r = F_r(D_s)$ ). Les fonctions individuelles de l'emploi ont alors l'avantage d'être additives. Autrement dit, le volume d'emploi qui, dans l'industrie tout entière, correspond à un certain montant de la demande effective est égal à la somme des volumes d'emploi qui, dans chaque industrie particulière, correspondent à ce montant :

$$F(D_s) = N = \sum N_r = \sum F_r(D_s)$$

Définissons maintenant l'élasticité de l'emploi. Lorsque ce facteur se rapporte à une industrie donnée, il s'écrit

$$e_{er} = \frac{dN_r}{dD_{sr}} \cdot \frac{D_{sr}}{N_r}$$

et mesure la réaction du nombre des unités de travail employées dans cette industrie aux variations du nombre escompté des unités de salaire qui seront dépensées pour l'achat de sa production. Lorsque l'élasticité de l'emploi se rapporte à l'industrie tout entière, elle s'écrit

$$e_{er} = \frac{dN}{dD_s} \cdot \frac{D_s}{N}$$

Si on dispose d'une méthode satisfaisante pour mesurer la volume de la production, il y a intérêt à définir aussi ce qu'on peut appeler l'élasticité de la production. Ce facteur mesure l'accroissement relatif de volume accusé par la production d'une industrie, lorsque le montant, mesuré en unités de salaire, de la demande effective dirigée vers cette industrie croit,

$$e_{qr} = \frac{dQ_r}{dD_{sr}} \cdot \frac{D_{sr}}{Q_r}$$

Si le prix peut être supposé égal au coût premier marginal, il apparaît que

$$\Delta D_{ae} = \frac{1}{1 - e_{qr}} \Delta P_r,$$

où  $P_r$  représente le profit escompté<sup>1</sup>. En conséquence, si  $e_{qr} = 0$ , i. e. si la production est parfaitement inélastique, on prévoit que l'accroissement de la demande

<sup>1</sup> En effet, si  $p_{sr}$  est, exprimé en unités de salaires, le prix prévu d'une unité de production,

$$\Delta D_{sr} = \Delta(p_{sr} Q_r) = p_{sr} \Delta Q_r + Q_r \Delta p_{sr}$$

$$= \frac{D_{sr}}{Q_r} \Delta Q_r + Q_r \Delta p_{sr},$$

de sorte que  $Q_r \Delta p_{sr} = \Delta D_{sr} (1 - e_{qr})$

$$\text{ou } \Delta D_{sr} = \frac{Q_r \Delta p_{sr}}{1 - e_{qr}}$$

effective (mesurée en unités de salaire) écherra entièrement aux entrepreneurs sous forme de profit, i. e. que  $\Delta D_{sr} = \Delta P_r$ . Si au contraire  $e_{qr} = 1$ , i. e. si l'élasticité de la production est égale à un, on prévoit qu'aucun supplément de profit ne résultera de l'accroissement de la demande effective, celui-ci étant totalement absorbé par les éléments qui entrent dans le coût premier marginal.

De plus, si le volume de la production dans une industrie est une fonction  $\varphi(N_r)$  du travail qui y est employé, on a <sup>1</sup>

$$\frac{1 - e_{qr}}{e_{er}} = - \frac{N_r \varphi''(N_r)}{p_{sr} [\varphi'(N_r)]^2}$$

où  $p_{sr}$  est, en unités de salaire, le prix prévu d'une unité de production. La condition  $e_{qr} = 1$  signifie donc que  $\varphi''(N_r) = 0$ , i. e. que la productivité des unités de travail reste constante, lorsque l'emploi augmente.

---

Mais  $Q_r \Delta p_{sr} = \Delta D_{sr} - p_{sr} \Delta Q_r$   
 $= \Delta D_{sr} - (\text{coût premier marginal}) \Delta Q_r$   
 $= P_r$

Par suite  $\Delta D_{sr} = \frac{1}{1 - e_{qr}} \Delta P_r$

<sup>1</sup> En effet, puisque la valeur marginale de la production est égale au salaire, on a

$$p_{sr} dQ_r = dN_r \quad \text{ou} \quad p_{sr} = \frac{1}{\varphi'(N_r)},$$

or  $D_{sr} = p_{sr} Q_r$

donc  $1 = p_{sr} \frac{dQ_r}{dD_{sr}} + Q_r \frac{dp_{sr}}{dD_{sr}}$   
 $= p_{sr} \frac{dQ_r}{dD_{sr}} + Q_r \left[ \frac{1}{\varphi'(N_r)} \right] \frac{dN_r}{dD_{sr}}$   
 $= e_{qr} + Q_r \left[ - \frac{\varphi''(N_r)}{[\varphi'(N_r)]^2} \right] e_{er} \frac{N_r}{D_{sr}}$

Dans la mesure où la théorie classique suppose que les salaires réels sont toujours égaux à la désutilité marginale du travail et que celle-ci croît en même temps que l'emploi, c'est-à-dire que, toutes choses égales d'ailleurs, l'offre de travail diminue lorsque les salaires réels baissent, cette théorie suppose qu'en fait il est impossible d'accroître la dépense mesurée en unités de salaire. S'il en était ainsi, le concept d'élasticité de l'emploi n'aurait aucune application. Dans ce cas on ne pourrait pas davantage augmenter l'emploi en accroissant le montant nominal de la dépense ; les salaires nominaux augmenteraient dans la même proportion et il n'y aurait en définitive aucun accroissement de la dépense mesurée en unités de salaire ni par conséquent de l'emploi. S'il apparaît au contraire que l'hypothèse classique ne s'applique pas, on peut, en accroissant le montant nominal de la dépense, augmenter l'emploi jusqu'à ce que les salaires réels atteignent l'étiage fixé par la désutilité marginale du travail, c'est-à-dire jusqu'au point où, par définition, il y a plein emploi.

Ordinairement, bien entendu, la valeur de  $e_{qr}$  est intermédiaire entre zéro et un. La mesure dans laquelle les prix (Mesurés en unités de salaire) montent, i. e. dans laquelle les salaires réels baissent, quand le montant nominal de la dépense croît, dépend donc de l'élasticité de la production réagissant à l'accroissement de la dépense mesurée en unités de salaire.

Soit  $e'_{pr}$  l'élasticité du prix escompté réagissant aux variations de la demande effective a demande effective  $D_{sr}$  i.e.  $\frac{dp_{sr}}{dD_{sr}} \cdot \frac{D_{sr}}{p_{sr}}$

Puisque  $Q_r \cdot p_{ae} = D_{rs}$ , on a

$$\frac{dQ_r}{dD_{sr}} \cdot \frac{D_{sr}}{Q_r} + \frac{dp_{sr}}{dD_{sr}} \cdot \frac{D_{sr}}{p_{sr}} = 1$$

ou

$$e'_{pr} + e_{qr} = 1$$

La somme des élasticités du prix et du volume de la production réagissant aux variations de la demande effective (mesurée en unités de salaire) est égale à un. La variation de la demande effective est entièrement absorbée par les variations qu'elle suscite conformément à cette loi dans le volume et dans le prix de la production.

Si on considère l'industrie tout entière et si on veut bien supposer qu'il existe une unité permettant de mesurer la production dans son ensemble, le même genre de raisonnement s'applique. On a donc  $e_p + e_q = 1$ , où les élasticités -non affectées de l'indice r se rapportent à l'ensemble de l'industrie.

Mesurons maintenant les valeurs non plus en unités de salaire mais en unités de monnaie, et étendons à ce cas nos conclusions relatives à l'industrie dans son ensemble.

Si  $S$  représente le salaire nominal d'une unité de travail et  $p$  le prix nominal escompté d'une unité de la production globale, on peut désigner par  $e_p \left( = \frac{D_{dp}}{pdD} \right)$  l'élasticité des prix nominaux, et par  $e_s \left( = \frac{DdS}{SdD} \right)$

l'élasticité du salaire nominal, réagissant aux variations de la demande effective mesurée en monnaie. On démontre alors facilement que

$$e_p = 1 - e_q (1 - e_s) \text{ } ^1.$$

Nous verrons dans le chapitre suivant que cette équation constitue une première étape vers une forme générale de la Théorie Quantitative de la Monnaie. Si  $e_q = 0$  ou si  $e_s = 1$ , le volume de la production ne varie pas, lorsque le montant nominal de la demande effective croît; et les prix croissent dans la même proportion. Sinon ils croissent dans une proportion moindre.

## II

Revenons maintenant à la fonction de l'emploi. Nous avons supposé jusqu'à présent qu'à tout niveau de la demande effective globale correspondait une seule répartition de cette demande entre les produits des diverses industries particulières. Or, quand le montant de la dépense globale varie, le montant correspondant de la dépense portant sur les produits d'une industrie particulière ne varie pas en général dans la

<sup>1</sup> Puisque  $p = p_s \cdot S$  et  $D = D_s \cdot S$ , on a

$$\begin{aligned} \Delta p &= S \Delta p_s + \frac{p}{S} \Delta S \\ &= S \cdot e'_p \frac{p_s}{D_s} \Delta D_s + \frac{p}{S} \Delta S \\ &= e'_p \frac{p}{D} (\Delta D - \frac{D}{S} \Delta S) + \frac{p}{S} \Delta S \\ &= e'_p \frac{p}{D} \Delta D + \Delta S \frac{p}{S} (1 - e'_p) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{de sorte que } e_p &= \frac{D \Delta p}{p \Delta D} = e'_p + \frac{D}{p \Delta D} \cdot \frac{\Delta S \cdot p}{S} (1 - e'_p) \\ &= e'_p + e_s (1 - e'_p) \\ &= 1 - e_q (1 - e_s) \end{aligned}$$

même proportion. D'abord les individus n'augmentent pas dans une égale proportion, quand leurs revenus croissent, les sommes qu'ils consacrent à l'achat des produits de chaque industrie. Ensuite les prix des diverses marchandises réagissent inégalement aux variations de la dépense dont elles sont l'objet.

L'hypothèse que les variations de l'emploi dépendent uniquement des variations de la demande effective (mesurée en unités de salaire), hypothèse sur laquelle nous avons fondé jusqu'ici notre raisonnement, n'a donc que la valeur d'une première approximation, lorsqu'on admet qu'il y a plus d'une manière de dépenser un accroissement de revenu. La répartition prévue d'un accroissement de demande globale entre les diverses marchandises peut en effet influencer grandement sur le volume de l'emploi. Par exemple, si la demande supplémentaire est en grande partie dirigée vers des industries possédant une forte élasticité de l'emploi, l'accroissement global de l'emploi sera plus grand que si elle est dirigée vers des industries possédant une faible élasticité de l'emploi.

De même l'emploi peut fléchir sans que la demande globale varie, si l'orientation de la demande change au bénéfice des industries où comparativement l'élasticité de l'emploi est faible.

Ces considérations revêtent une importance particulière lorsque on a affaire à des phénomènes de courte période, c'est-à-dire à des variations du montant ou de l'orientation de la demande qui n'ont pas été prévues quelque temps à l'avance. La production de certaines richesses exige du temps et il est pratiquement impossible d'en accroître l'offre dans un court délai. Si, en l'absence de préavis, la demande additionnelle est dirigée vers une richesse de cette nature, sa production témoignera d'une faible élasticité de l'emploi, alors même que son élasticité de l'emploi eût été voisine de un dans le cas d'un préavis donné assez longtemps à l'avance.

C'est à cet égard que l'idée d'une période de production nous paraît avoir le plus d'importance. A notre avis <sup>1</sup>, il vaudrait mieux dire qu'une richesse à une période de production  $n$ , lorsque les entrepreneurs doivent être prévenus des variations de sa demande  $n$  unités de temps à l'avance. pour que sa production ait une élasticité de l'emploi maximum. Il est évident qu'en ce sens la période de production la plus longue est celle des biens de consommation pris dans leur ensemble, puisqu'ils apparaissent au dernier stade de toute opération productive. Par conséquent, si l'expansion de la demande effective a pour cause première un accroissement de la consommation, la valeur initiale de l'élasticité de l'emploi sera séparée de sa valeur éventuelle d'équilibre par un écart plus grand que si la cause première est une augmentation de l'investissement. En outre, si la demande additionnelle est dirigée vers des industries possédant une élasticité de l'emploi comparativement faible, une proportion plus forte de cette demande ira grossir les revenus des entrepreneurs, et une proportion plus faible les revenus des salariés et des autres facteurs entrant dans le coût premier ; les répercussions pourront alors se montrer un peu moins favorables à la dépense, puisque les entrepreneurs épargneront probablement une Partie de leur supplément de revenu supérieure à celle qu'eussent épargnée les salariés. Néanmoins la différence entre les deux cas ne doit pas être exagérée ; les réactions y sont en grande partie les mêmes <sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Cette définition n'est pas la même que la définition habituelle, mais elle nous paraît contenir ce qu'il y a d'important dans l'idée.

<sup>2</sup> On trouvera dans le *Treatise on Money*, Livre IV, un examen plus approfondi de cette question.

Si longtemps à l'avance que les entrepreneurs soient prévenus d'une variation probable de la demande, il n'est pas possible, en cas d'un accroissement *donné de l'investissement*, que la valeur initiale de l'élasticité de l'emploi soit aussi forte que sa valeur éventuelle d'équilibre, à moins qu'il existe à tous les stades de la production des excédents de stocks et de capacité productrice. La résorption des excédents de stocks affaiblit d'ailleurs l'accroissement global de l'investissement. Si on suppose qu'à l'origine il existe des excédents à tous les stades de la production, l'élasticité initiale de l'emploi pourra être voisine de un ; plus tard, lorsque les stocks auront été épuisés et avant qu'une offre supplémentaire suffisante apparaisse dans les premiers stades de la production, l'élasticité de l'emploi déclinera ; puis elle tondra de nouveau vers un lorsqu'on approchera de la nouvelle position d'équilibre. Cette règle admet d'ailleurs des atténuations; d'abord dans la mesure où il existe des facteurs de rente qui absorbent une partie grandissante de la dépense lorsque l'emploi augmente; et ensuite dans le cas où le taux de l'intérêt s'élève. Pour ces raisons une parfaite stabilité des prix n'est pas possible dans une économie mouvante, sauf toutefois s'il existe un mécanisme particulier qui détermine dans la propension à consommer des fluctuations temporaires ayant exactement l'ampleur voulue. Mais l'instabilité des prix qui naît de cette façon ne saurait faire apparaître le genre de profit dont l'action stimulante peut engendrer une capacité excessive de production. La totalité du gain imprévisible échoit en effet aux entrepreneurs qui, dans un stade relativement avancé de la production, se trouvent avoir des marchandises ; ceux qui ne disposent pas des ressources nécessaires à les produire n'ont aucun moyen d'attirer à eux cette sorte de gain. L'inévitable instabilité des prix due aux changements de la demande globale ne peut donc influencer sur les *actes* des entrepreneurs, elle ne fait que procurer une véritable *aubaine* aux plus heureux d'entre eux (*mutatis mutandis* lorsqu'on suppose une variation de sens contraire). Ceci nous paraît avoir été méconnu dans certaines récentes controverses relatives aux modalités pratiques d'une politique de stabilisation des prix. Il est exact que dans une société mouvante une telle politique ne saurait connaître un plein succès. Mais il ne s'ensuit pas qu'une faible atteinte temporaire à la stabilité des prix déclenche nécessairement un déséquilibre à effet cumulatif.

### III

Nous avons démontré que, en cas d'insuffisance de la demande effective, la main-d'œuvre est sous-employée, en ce sens qu'il y a des hommes sans emploi désireux de travailler pour un salaire réel inférieure à celui qui existe. A mesure que la demande effective croît, l'emploi augmente donc, sur la base d'un salaire réel égal ou inférieur au taux existant, jusqu'à ce qu'il ne reste plus de main-d'œuvre disposée à travailler pour le salaire réel alors en vigueur, c'est-à-dire jusqu'à un point où il n'y a plus d'hommes disponibles (ou d'heures de travail disponibles), sauf si (à partir de ce point) les salaires nominaux montent plus *vite* que les prix. Une fois ce -point atteint, qu'arrivera-t-il si la dépense continue à croître ? C'est ce que nous allons maintenant examiner.

Jusqu'au point considéré la diminution de rendement qui accompagnait l'augmentation de la main-d'œuvre affectée à un équipement donné était compensée par la



baisse de salaire réel dont elle s'accoutumait, Mais au delà de ce point, pour décider une unité supplémentaire de main-d'œuvre à travailler, il faudrait lui offrir l'équivalent d'une quantité plus grande de richesses, alors que l'emploi d'une unité supplémentaire de main-d'œuvre ne permet de produire qu'une quantité plus petite de richesses. L'équilibre rigoureux exige donc que les salaires et les prix, et aussi par conséquent les profits, augmentent tous dans la même proportion que la dépense; la position « réelle », comprenant le volume de la production et de l'emploi, n'étant alors aucunement changée. Ceci signifie qu'on a atteint une situation où la Théorie Quantitative de la Monnaie sous sa forme grossière est pleinement vérifiée (la vitesse de circulation étant entendue dans le sens de vitesse de transformation en revenu), car le volume de la production reste invariable, et les prix montent dans une mesure exactement proportionnelle à  $M. V$ .

Toutefois cette conclusion appelle dans la pratique certaines réserves qu'il faut avoir-présentes à l'esprit lorsqu'on l'applique à un cas concret :

1° 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 mesurés en richesse réelle. Ils sont tellement habitués à voir dans l'augmentation du « produit » nominal de la vente le signal d'un développement de la production qu'ils peuvent agir de même lorsque cette politique a cessé d'être pour eux la plus profitable ; il est possible, autrement dit, que dans le cadre des prix nouveaux ils sous-estiment leur coût d'usage marginal.

2° Puisque la partie de son profit que l'entrepreneur est obligé de céder au rentier se mesure en monnaie par une somme constante, la hausse des prix, même si elle n'est accompagnée d'aucune variation du volume de la production, entraîne au profit de l'entrepreneur et au détriment du rentier un transfert de revenu qui peut réagir sur la propension à consommer. Cette tendance ne se manifeste pas seulement à partir du moment où le plein emploi est atteint ; elle se développe d'une façon régulière pendant la période d'accroissement de la dépense. Si le rentier est moins enclin à dépenser que l'entrepreneur, le fléchissement progressif de son revenu réel signifie que le plein emploi exigera une augmentation de la quantité de monnaie et une réduction du taux de l'intérêt moindres que dans le cas contraire. Une fois le plein emploi atteint, une nouvelle hausse des prix signifie dans le premier cas qu'il faudra relever quelque peu le taux de l'intérêt pour que les prix ne montent pas indéfiniment, et que l'accroissement relatif de la quantité de monnaie sera inférieur à celui de la dépense ; dans l'autre cas c'est le contraire qui sera vrai. Un moment peut d'ailleurs arriver,, pendant que le revenu réel du rentier décline, où, par suite de l'aggravation de sa pauvreté relative, on passe de l'un à l'autre cas; ce moment peut se situer soit avant soit après l'apparition du plein emploi.

## IV

Peut-être y a-t-il quelque chose d'un peu troublant dans l'asymétrie qui se manifeste entre l'Inflation et la Déflation. Tandis qu'une inflation de la demande effective au delà du montant qui correspond au plein emploi agit exclusivement sur les prix, une déflation de la demande effective en deçà de ce montant entraîne concurremment

la baisse de l'emploi et des prix. Pourtant cette asymétrie découle simplement du fait que la main-d'œuvre est toujours capable de refuser un supplément d'effort lorsque le volume de l'emploi est suffisant pour que le salaire réel tombe au-dessous de la désutilité marginale du travail, alors qu'elle n'a pas le pouvoir de décider qu'il lui sera offert de l'emploi en quantité suffisante pour empêcher le salaire réel d'être supérieur à la désutilité marginale du travail.

Livre V : Salaires nominaux et prix

## Chapitre XXI

---

### La théorie des prix

#### I

[Retour à la table des matières](#)

Tant que les économistes s'occupent de ce qu'on appelle la Théorie de la Valeur, ils ont coutume d'enseigner que les prix sont régis par les conditions de l'offre et de la demande. Les variations du coût marginal, notamment, et l'élasticité de l'offre dans la courte période jouent dans leur formation un rôle prépondérant. Mais, lorsque dans un tome II ou plus souvent dans un ouvrage séparé, ces économistes abordent la Théorie de la Monnaie et des Prix, on n'entend plus parler de ces notions simples sans doute, mais faciles à comprendre. On évolue dans un monde où les prix sont gouvernés par la quantité de monnaie, par sa vitesse de transformation en revenu, par le rapport entre la vitesse de circulation et le -volume des transactions, parla thésaurisation, par l'épargne forcée, par l'inflation et la déflation, et tous autres facteurs du même ordre. Jamais ou presque jamais on n'a tenté de rattacher ces expressions plus vagues à nos anciens concepts d'élasticité de l'offre et de la demande.. Lorsqu'on réfléchit aux théories qui nous ont été enseignées et qu'on essaye de leur donner une forme rationnelle, dans les analyses les plus simples on constate que l'élasticité de l'offre est considérée comme nulle, et la demande comme proportionnelle -à la quantité de monnaie ; dans les analyses plus savantes, on se perd dans un brouillard où rien n'est clair et où tout est possible. Il nous est arrivé à tous de nous trouver tantôt dans un nuage tantôt dans un autre, sans savoir quel espace les sépare ou quel trajet

les relie, la forme de notre existence de veilles et de notre existence de songes constituant, apparemment, leur seule relation

Au cours des chapitres précédents nous avons cherché à nous évader de cette double existence et à rétablir une étroite connexité entre la Théorie des Prix dans leur ensemble et celle de la Valeur. La division de l'Économie en Théorie de la Valeur et de la Distribution d'une part et en Théorie de la Monnaie de l'autre nous paraît impropre. La division correcte serait, à notre avis, d'envisager d'abord la Théorie de l'Entreprise ou de l'Industrie individuelle, la Théorie de la Répartition d'une quantité *donnée* de ressources entre les différents usages et celles de la Rémunération de ces ressources, et ensuite la Théorie de la Production et de l'Emploi *dans leur ensemble*. Tant qu'on s'en tient à l'étude de l'industrie ou de l'entreprise individuelle en supposant la quantité globale des ressources employées constante et en admettant provisoirement que les conditions des autres entreprises ou des autres industries restent inchangées, il est exact que les propriétés caractéristiques de la monnaie n'ont pas à intervenir. Mais lorsqu'on s'attaque à la recherche des facteurs qui déterminent les volumes globaux de la production et de l'emploi, la Théorie complète d'une Économie Monétaire devient indispensable.

Peut-être la ligne de séparation pourrait-elle encore être placée entre la théorie de l'équilibre stationnaire et la théorie de l'équilibre mouvant, *i. e.* la théorie d'un système où les variations des vues sur l'avenir peuvent influencer sur la situation présente ; *car l'importance de la monnaie découle essentiellement du fait qu'elle constitue un lien entre le présent et l'avenir*. On examinerait d'abord la répartition des ressources entre les divers usages que les motifs économiques normaux feraient prévaloir en état d'équilibre, si les vues sur l'avenir étaient dans tous les domaines sûres et invariables. Une subdivision serait peut-être faite entre une économie immuable et une économie qui pourrait changer, mais dans laquelle tout serait prévu depuis l'origine. De cette analyse simplifiée on passerait aux problèmes du monde réel, où les prévisions passées peuvent se révéler fausses et où l'avenir escompté influe sur les actes présents. C'est après cette transition qu'il conviendrait d'introduire dans les calculs les particularités de la monnaie en tant que lien rattachant le présent à l'avenir. Mais, bien que la théorie de l'équilibre mouvant doive nécessairement être conçue dans le cadre d'une économie monétaire, elle n'en reste pas moins une théorie de la valeur et de la distribution et ne peut être considérée comme une « théorie de la monnaie » indépendante. La monnaie, envisagée dans ses attributs spécifiques, est par-dessus tout un procédé subtil permettant de relier le présent au futur; sans elle on ne pourrait même pas commencer l'analyse de l'effet produit sur les activités courantes par des prévisions changeantes. C'est en vain qu'on chercherait à s'en débarrasser en éliminant l'or, l'argent et les moyens légaux de paiement. Tant qu'il subsistera un type de richesse durable, il sera susceptible de posséder les attributs de la monnaie <sup>1</sup> et pourra donner naissance aux problèmes qui caractérisent l'économie monétaire.

---

<sup>1</sup> Cf. le Chapitre XVII.

## II

Dans une industrie particulière le niveau des prix dépend en partie du taux de rémunération des facteurs de production qui entrent dans le coût marginal et en partie de l'échelle de production. Il n'y a aucune raison de modifier cette conclusion lorsqu'on envisage l'industrie dans son ensemble. Le niveau général des prix dépend en partie du taux de rémunération des facteurs de production entrant dans le coût marginal et en partie de l'échelle globale de la production, *i. e.* du volume de l'emploi (l'équipement et la technique étant pris comme données). Il est vrai que, lorsqu'on considère la production dans son ensemble, les coûts de production dans chaque industrie sont en partie fonction du volume de la production dans les autres industries. Mais la différence principale, celle qu'on ne peut négliger, c'est que les variations de la demande agissent à la fois sur les coûts et sur le volume de la production. Lorsqu'on étudie la demande dans son ensemble, et non plus celle d'un seul produit prise isolément dans l'hypothèse où la demande globale ne varie pas, c'est donc du côté de la demande que des idées entièrement nouvelles doivent être introduites.

## III

Supposons d'abord, à titre de simplification, que les taux de rémunération des divers facteurs de production entrant dans le coût marginal varient tous dans une proportion égale, c'est-à-dire dans la même proportion que l'unité de salaire. Le niveau général des prix dépendra alors (l'équipement et la technique étant pris comme données) en partie de l'unité des salaires et en partie du volume de l'emploi. L'effet des variations de la quantité de monnaie sur le niveau des prix pourra donc être considéré comme la somme des effets produits par ces variations sur l'unité de salaire et sur l'emploi.

Afin de mettre en lumière les idées contenues dans cette proposition, simplifions encore nos hypothèses. Supposons : 1° que les ressources inemployées soient toutes homogènes et interchangeables en ce qui concerne leur aptitude à produire ce dont on a besoin; 2° que les facteurs de production entrant dans le coût marginal se contentent d'un même salaire nominal tant qu'ils ne sont pas tous employés. Les rendements seront alors constants et l'unité de salaire sera rigide, aussi longtemps qu'il restera des facteurs inemployés. Tant qu'il subsistera du chômage, l'accroissement de la quantité de monnaie ne produira donc aucun effet sur les prix ; toute augmentation qui en résultera dans la demande effective se traduira par une augmentation exactement proportionnelle de l'emploi. Aussitôt que le plein emploi sera atteint, ce sont, au contraire, l'unité de salaire et les prix qui s'élèveront dans une mesure exactement proportionnelle à l'augmentation de la demande effective. Par suite, si l'offre demeure parfaitement élastique tant qu'il subsiste du chômage, et devient parfaitement inélastique dès que le plein emploi est atteint, si d'autre part la demande effective varie dans la même proportion que la quantité de monnaie, la Théorie Quantitative de la Monnaie

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 ».

Ayant ainsi sacrifié à l'usage en introduisant assez d'hypothèses simplificatrices pour être à même d'énoncer une Théorie Quantitative de la Monnaie, examinons les diverses complications qui, en fait, peuvent influencer sur les événements :

1° Les variations de la demande effective ne sont pas exactement proportionnelles à celles de la quantité de monnaie.

2° Les ressources n'étant pas homogènes, les rendements ne sont pas constants, mais diminuent lorsque l'emploi augmente.

3° Les ressources n'étant pas interchangeables, l'offre de certaines richesses devient inélastique alors qu'il reste des ressources inemployées capables de servir à la production d'autres richesses.

4° L'unité de salaire tend à croître avant que le plein emploi soit atteint.

5° Les rémunérations des facteurs entrant dans le coût marginal ne varient pas toutes dans la même proportion.

Il faut donc examiner en premier lieu l'effet produit par les variations de la quantité de monnaie sur le montant de la demande effective. L'augmentation de la demande effective se traduit en règle générale, partie par l'augmentation de l'emploi et partie par la hausse des prix. Dans la réalité les prix, au lieu d'être constants lorsqu'il existe du chômage et d'augmenter proportionnellement à la quantité de monnaie lorsque le plein emploi est réalisé, montent progressivement à mesure que l'emploi augmente. La Théorie des Prix, i. e. l'analyse de la relation entre la quantité de monnaie et le niveau des prix, qui permet de déterminer l'élasticité des prix réagissant aux variations de la quantité de monnaie, roulera donc sur les cinq difficultés énumérées ci-dessus.

Nous les examinerons tour à tour. Mais cette méthode ne doit pas nous faire supposer qu'elles soient à strictement parler indépendantes. La relation entre la quantité de la monnaie et le montant de la demande effective peut être influencée, par exemple, par la proportion dans laquelle une augmentation de la demande effective partage son effet entre l'accroissement de l'emploi et la hausse des prix, ou encore par les différences entre les variations relatives des rémunérations allouées aux divers facteurs de production. Le but de notre analyse n'est pas de fournir un système automatique, i. e. une recette qui, appliquée les yeux fermés, donne une réponse infailliable, mais de nous munir d'une méthode organisée et ordonnée permettant de résoudre les problèmes particuliers. Lorsque nous avons obtenu une conclusion provisoire en examinant les difficultés une à une, il faut revenir sur nos pas et tenir compte, autant que possible, des réactions probables des éléments de complication les uns sur les autres. Telle est la nature du raisonnement économique. Toute autre façon d'appliquer nos principes essentiels de raisonnement (sans lesquels nous serions en tout cas perdus dans la nuit) nous induirait en erreur. Les méthodes pseudo-mathématiques, comme celle que nous décrirons dans la section VI - qui donnent une figuration symbolique d'un système d'analyse économique - ont le grave défaut de supposer expressément l'indépendance rigoureuse des facteurs qu'elles utilisent et de perdre

leur force et leur autorité lorsque cette hypothèse n'est pas vérifiée. Dans le raisonnement ordinaire, où nous n'avancions pas les yeux fermés mais où, au contraire, nous savons à tout moment ce que nous faisons et ce que les mots signifient, nous pouvons garder « derrière la tête » les réserves nécessaires ainsi que les atténuations et les adaptations que nous aurons à faire par la suite, alors qu'il n'est pas possible de transporter de la même manière des différentielles partielles complexes « en marge » de plusieurs pages d'algèbre où on les suppose toutes nulles. Trop de récentes «économies mathématiques » ne sont que pures spéculations; aussi imprécises que leurs hypothèses initiales, elles permettent aux auteurs d'oublier dans le dédale des symboles vains et prétentieux les complexités et les interdépendances du monde réel.

## IV

L'effet premier d'une variation de la quantité de monnaie sur le montant de la demande effective résulte de son influence sur le taux de l'intérêt. Si cette réaction était la seule qui intervient, son effet quantitatif pourrait être connu ait moyen des trois éléments suivants : a) la courbe de la préférence pour la liquidité qui indique de combien le taux de l'intérêt doit baisser pour que la monnaie nouvelle soit absorbée par les personnes désireuses de conserver de l'argent liquide ; b) la courbe de l'efficacité marginale du capital qui indique de combien un fléchissement donné du taux de l'intérêt augmente l'investissement, et c) le multiplicateur d'investissement qui indique de combien une augmentation donnée de l'investissement accroît la demande effective globale.

Une telle analyse a le mérite d'introduire de l'ordre et de la méthode dans le problème, mais elle serait d'une simplicité fallacieuse si on oubliait que les trois facteurs a), b) et c) sont eux-mêmes influencés par les difficultés 2), 3), 4) et 5), qui n'ont pas encore été examinées ; la courbe de la préférence pour la liquidité dépend en effet de la quantité de monnaie nouvelle absorbée par les besoins des paiements commerciaux et privés, quantité qui dépend elle-même de l'accroissement de la demande effective et de la manière dont il est réparti entre la hausse des prix, la hausse des salaires, et l'augmentation de la production et de l'emploi. Quant à la courbe de l'efficacité marginale, elle dépend en partie de l'effet que les circonstances accompagnant l'augmentation de la quantité de monnaie produisent sur la prévision des perspectives monétaires futures. Le multiplicateur enfin est influencé par la façon dont le revenu nouveau créé par l'augmentation de la demande effective est réparti entre les différentes classes de consommateurs. Encore s'en faut-il que cette liste contienne toutes les réactions possibles. Néanmoins, si on prend en considération tous les faits qui interviennent, on dispose d'un nombre suffisant d'équations simultanément satisfaites pour fournir un résultat déterminé. Il existera un accroissement de la demande effective d'un montant déterminé qui, compte tenu de tous les facteurs en jeu, correspondra et fera équilibre à l'accroissement de la quantité de monnaie. De plus il faudrait des circonstances très exceptionnelles pour qu'une augmentation de la quantité de monnaie s'accompagne d'une *diminution* de la demande effective.

Le rapport entre le montant de la demande, effective et la quantité de monnaie s'apparente étroitement à ce qu'on appelle souvent « la vitesse de transformation de la monnaie en revenu » - encore que la demande effective ne corresponde pas au revenu

déjà réalisé mais au revenu dont l'attente a été le motif de la production, et que d'autre part elle soit égale au revenu brut et non au revenu net. Mais la « vitesse de transformation de la monnaie en revenu » n'est en soi qu'un terme qui n'explique rien. Il n'y a aucune raison de croire qu'elle doive être constante ; l'analyse précédente prouve qu'elle dépend d'un grand nombre de facteurs complexes et variables. L'emploi de cette expression obscurcit, à notre avis, la nature réelle de l'enchaînement causal et n'a été en fait qu'une source de confusion.

2° Ainsi que nous l'avons exposé précédemment (p. 61), la distinction entre les rendements décroissants et les rendements constants dépend en partie du mode de rémunération de la main-d'œuvre. Si le salaire est strictement proportionnel au rendement, le coût du travail (exprimé en unités de salaire) est constant quand l'emploi augmente. Si au contraire le salaire d'une certaine classe de travailleurs est uniforme quel que soit le rendement des individus, le coût du travail monte indépendamment de la diminution d'efficacité de l'équipement. Lorsque en outre l'équipement n'est pas homogène et que l'emploi de certaines de ses parties se traduit par un coût premier plus élevé par unité de production, l'augmentation des coûts premiers marginaux est supérieure à celle qui résulterait de la seule hausse du coût du travail.

En règle générale le prix d'offre a donc tendance à monter lorsque la production obtenue à l'aide d'un équipement donné augmente. Il en résulte qu'en dehors de toute variation de l'unité de salaire l'accroissement de la production s'accompagne d'une hausse des prix.

3° Nous avons vu au § 2 qu'il était possible que l'offre ne fût pas entièrement élastique. S'il y avait un équilibre parfait dans la répartition quantitative entre les différentes branches de la production des ressources spécialisées non employées, le plein emploi apparaîtrait en même temps dans toutes ces branches. Mais, en général, la demande de certaines marchandises et de certains services atteint un montant où leur offre perd pour un temps toute son élasticité alors qu'en d'autres branches de l'industrie il reste un reliquat appréciable de ressources inemployées. A mesure que la production augmente on parvient successivement à une série d'« étranglements », où l'offre de certaines richesses cesse d'être élastique et où leurs prix sont obligés de monter autant qu'il faut pour détourner la demande vers d'autres objets.

Il est peu probable que l'accroissement de la production s'accompagne d'une hausse sensible du niveau général des prix tant qu'on dispose de ressources disponibles non employées de toutes les catégories. Mais, quand la production s'est suffisamment accrue pour atteindre la zone des « étranglements », il faut au contraire s'attendre à une forte hausse du prix de certaines richesses.

Dans ce paragraphe, comme dans le précédent, l'élasticité de l'offre est en partie fonction du temps. Si on considère une période assez longue pour que le volume de l'équipement lui-même varie, les élasticités de l'offre seront sensiblement plus fortes à la fin de la période. Une variation modérée de la demande effective, survenant à une époque où le chômage est considérable, peut donc se traduire principalement par l'augmentation de l'emploi et dans une mesure très limitée par la hausse des prix. D'autre part, lorsqu'une variation plus forte qui n'a pas été prévue fait apparaître pour un temps certains « étranglements », elle agit plus sur les prix et moins sur l'emploi au début que par la suite.



4° Le fait que l'unité de salaire puisse accuser une tendance à la hausse avant qu'on ait atteint le plein emploi appelle quelques commentaires ou explications. Puisque chaque groupe de travailleurs tire avantage, toutes choses restant égales, d'une hausse de ses propres salaires, il s'exerce naturellement, de la part de la main-d'œuvre dans son ensemble, une pression dans le sens de la hausse, à laquelle les entrepreneurs cèdent plus volontiers lorsqu'ils font de meilleures affaires. C'est pour cela que normalement toute augmentation de la demande effective est en partie utilisée à satisfaire la tendance de l'unité de salaire à la hausse.

Outre le point critique ultime du plein emploi, où un accroissement de la demande effective exprimée en monnaie entraîne une hausse des salaires nominaux pleinement proportionnelle à la hausse des prix des biens de consommation ouvrière, il existe donc une succession de points semi-critiques préalables, où l'accroissement de la demande effective détermine une hausse des salaires nominaux non entièrement proportionnelle à celle des biens de consommation ouvrière ; et il en va de même en cas d'une diminution de la demande effective. Dans la pratique, l'unité de salaire exprimée en monnaie ne réagit pas d'une façon continue aux faibles mouvements de la demande effective; les variations sont discontinues, et les points de discontinuité dépendent de l'état d'esprit des ouvriers et de la politique des employeurs et des syndicats. Dans un système ouvert, où ces points correspondent à une variation du coût des salaires par rapport à l'étranger, et dans un cycle commercial, où, même au sein d'un système fermé, ils marquent une variation par rapport aux coûts escomptés des salaires dans l'avenir, leur importance pratique peut être considérable. D'un certain point de vue on estimera peut être que ces points, où un nouvel accroissement de la demande effective est de nature à causer une hausse discontinue de l'unité de salaire, jalonnent des états de semi-inflation offrant une certaine analogie (à vrai lire très imparfaite) avec l'inflation absolue, laquelle résulte d'un accroissement de la demande effective en situation de plein emploi (cf. p. 318 ci-dessous). Sur le plan historique l'importance de ces points est certaine, mais sur le plan théorique ils se prêtent mal à la généralisation.

5° Notre première simplification a consisté à supposer que les rémunérations des divers facteurs entrant dans le coût marginal variaient toutes dans la même proportion. Mais en fait les rémunérations normales des différents facteurs de production présentent des degrés différents de rigidité. En outre l'offre de chacun de ces facteurs peut réagir avec une élasticité inégale aux variations de la rémunération nominale offerte. N'étaient ces motifs, on pourrait dire que le niveau des prix est la résultante de deux facteurs, l'unité de salaire et le volume de l'emploi.

Parmi les éléments du coût premier marginal susceptibles de varier dans une proportion différente de l'unité de salaire et dans des limites beaucoup plus étendues., peut-être le plus important est-il le coût d'usage marginal. Ce coût peut augmenter fortement quand l'emploi commence à croître, si (comme c'est probable) l'augmentation de la demande effective provoque un changement rapide de l'opinion prédominante au sujet de la date à laquelle il sera nécessaire de remplacer l'équipement.

Bien que ce soit une première approximation souvent fort utile de supposer que les rémunérations des facteurs entrant dans le coût premier marginal varient toutes dans la même proportion que l'unité de salaire, il vaudrait sans doute mieux considérer une moyenne pondérée de ces rémunérations, que l'on appellerait *l'unité de coût*. Ainsi l'unité de coût ou, sous le bénéfice de l'approximation précédente, l'unité de salaire peut être regardée comme l'étalon de valeur essentiel. Dans un état donné de

la technique et de l'équipement, le niveau des prix dépend en partie de l'unité de coût et en partie de l'échelle de production et, en vertu du principe des rendements décroissants dans la courte période, sa variation relative quand la production augmente est *supérieure* à celle de l'unité de coût. Le plein emploi est réalisé lorsque la production atteint le montant où le volume marginal produit par une unité représentative des facteurs de production tombe au minimum nécessaire pour que ces facteurs s'offrent en nombre suffisant pour le produire.

## V

Lorsqu'un nouvel accroissement du montant de la demande effective ne produit plus de nouvelle augmentation du volume de la production et se traduit par un accroissement de l'unité de coût qui lui est pleinement proportionnel, on est parvenu à un état qu'on peut proprement qualifier d'inflation véritable. Jusque là l'effet de l'expansion monétaire était une pure affaire de degré. En aucun point antérieur on n'aurait pu tracer une ligne définie et déclarer qu'un état d'inflation s'était établi. Une augmentation de la quantité de monnaie, pour autant qu'elle agissait sur la demande effective, se traduisait en partie par une hausse de l'unité de coût et en partie par une augmentation de la production.

Une certaine asymétrie se manifeste donc entre les deux zones séparées par le point critique où l'inflation véritable apparaît. En deçà de ce point une contraction de la demande effective, mesurée en unités monétaires, réduit son montant en unités de coût, tandis qu'au delà de ce point une expansion de la demande effective ne se traduit, en général, par aucune augmentation de son montant mesuré en unités de coût. Ce résultat découle de l'hypothèse que les facteurs de production, la main-d'œuvre notamment, cherchent à résister à la réduction des rémunérations nominales et qu'il n'existe aucun motif analogue faisant obstacle à l'accroissement de ces rémunérations. Une telle hypothèse est évidemment confirmée par les faits, car une variation qui n'a pas un caractère général entraîne pour les facteurs qu'elle touche un bénéfice s'il s'agit d'une hausse et un préjudice s'il s'agit d'une baisse.

Si les salaires nominaux devaient au contraire baisser sans limite chaque fois qu'on tend à s'écarter du plein emploi, l'asymétrie, il est vrai, disparaîtrait. Mais dans ce cas il n'y aurait au-dessous du plein emploi aucune position d'équilibre possible tant que le taux de l'intérêt pourrait encore baisser ou que les salaires ne seraient pas nuls. En fait il est obligatoire que, dans un système monétaire, il y ait *un certain* facteur dont la valeur exprimée en monnaie soit rigide, sinon fixe, pour donner quelque stabilité aux valeurs.

L'idée que toute augmentation de la quantité de monnaie est une inflation (si « inflation » ne signifie pas simplement une hausse des prix) est liée à l'hypothèse de base de la théorie classique, d'après laquelle on serait toujours dans une situation où une baisse de la rémunération réelle des facteurs de production entraînerait une réduction de leur offre.

## VI

Les notations adoptées au Chapitre XX nous permettent d'exprimer sous une forme symbolique l'essentiel de ce qui précède.

Nous pouvons écrire l'équation  $MV = D$ , où  $M$  représente la quantité de monnaie,  $V$  sa vitesse de transformation en revenu (dont la définition se distingue de la définition usuelle par les particularités secondaires indiquées plus haut), et  $D$  la demande effective. Par suite, si  $V$  est constant, pour que les prix varient proportionnellement à la quantité de monnaie, il faut que  $e_p \left( = \frac{Ddp}{pdD} \right)$  soit égale à un. Cette condition est remplie (voir p. 302, ci-dessus) si  $e_q = 0$  ou si  $e_s = 1$ . Que  $e_s$  soit égale à un, cela signifie que l'unité de salaire exprimée en monnaie croît proportionnellement à la demande effective, puisque  $e_s = \frac{DdS}{SdD}$ . Que  $e_q$  soit nulle, cela signifie que le volume de la production ne réagit plus à l'augmentation de la demande effective, puisque  $e_q = \frac{DdQ}{QdD}$ . Dans les deux cas le volume de la production reste inchangé.

Nous pouvons ensuite examiner le cas où la vitesse de transformation de la monnaie en revenu n'est pas constante. Il suffit d'introduire une nouvelle élasticité, celle de la demande effective réagissant aux variations de la quantité de monnaie,

$$e_d = \frac{MdD}{DdM}$$

Ceci nous donne

$$\frac{Mdp}{pdM} = e_p \cdot e_d \quad \text{où} \quad e_p = 1 - e_e e_q (1 - e_s)$$

de sorte que

$$\begin{aligned} e &= e_d - (1 - e_s) e_d \cdot e_e \cdot e_q \\ &= e_d (1 - e_e \cdot e_q + e_e \cdot e_q \cdot e_s) \end{aligned}$$

où  $e$  sans indice  $= \left( \frac{Mdp}{pdM} \right)$  représente le sommet de cette pyramide et mesure la réaction des prix nominaux aux variations de la quantité de monnaie.

Puisque cette dernière formule indique la variation relative des prix qui résulte d'une variation de la quantité de monnaie, on peut la considérer comme une expression généralisée de la Théorie Quantitative de la Monnaie. Personnellement, nous

n'attribuons pas une grande valeur aux jongleries de ce genre. Du moment qu'elles supposent les variables indépendantes (en négligeant systématiquement les différentielles partielles), elles impliquent, nous l'avons déjà signalé, tout autant d'hypothèses tacites que le raisonnement ordinaire, et nous doutons qu'elles conduisent beaucoup plus loin. Peut-être leur plus grande utilité est-elle de mettre en lumière l'extrême complexité de la relation existant entre les prix et la quantité de monnaie lorsqu'on cherche à en donner une représentation formelle. Rappelons toutefois le sens des quatre termes  $e_d, e_s, e_e, e_q$ , qui gouvernent l'effet des variations de la quantité de monnaie sur les prix ;  $e_d$  correspond aux facteurs de liquidité qui déterminent la demande de monnaie dans chaque situation,  $e_s$  aux facteurs ouvriers (ou plus exactement aux facteurs entrant dans le coût premier) qui déterminent la mesure dans laquelle les salaires nominaux montent quand l'emploi augmente, enfin  $e_e$  et  $e_q$  aux facteurs physiques qui déterminent la rapidité avec laquelle les rendements décroissent lorsqu'on associe plus d'emploi à l'équipement existant.

Si le public conserve sous forme de monnaie une proportion constante de son revenu,  $e_d = 1$  ; si les salaires nominaux sont fixes,  $e_s = 0$  ; si le rendement de toutes les unités de travail est le même, de telle sorte que le rendement marginal est égal au rendement moyen,  $e_e \cdot e_q = 1$  ; s'il y a plein emploi de la main-d'œuvre ou de l'équipement,  $e_e \cdot e_q = 0$ .

Dans ces conditions,  $e = 1$ , si  $e_d = 1$  et  $e_s = 1$  ; ou si  $e_d = 1$ ,  $e_s = 0$  et  $e_e \cdot e_q = 0$  ; ou encore si  $e_d = 1$  et  $e_q = 0$ . Et il existe évidemment bien d'autres cas spéciaux où  $e$  est égal à un. Mais, en général, la valeur de  $e$  n'est pas égale à un ; et l'on a peut-être le droit de poser en principe général qu'elle est inférieure à un lorsqu'on fait au sujet du monde réel des hypothèses plausibles et qu'on écarte le cas d'une « fuite devant la monnaie », dans lequel  $e_d$  et  $e_s$  prennent une valeur élevée.

## VII

Jusqu'à présent nous nous sommes surtout occupés de la façon dont les variations de la quantité de monnaie agissent sur les prix dans la courte période\*. Mais, si on considère la longue période, n'existe-t-il pas une relation plus simple ?

Cette question relève plus de l'analyse historique que de la théorie pure. Si l'état de la préférence pour la liquidité fait preuve d'une certaine tendance à l'uniformité dans la longue période, il est très possible qu'il existe une sorte de relation grossière entre le revenu national et la moyenne, calculée à la fois sur des périodes de pessimisme et d'optimisme, de la quantité de monnaie exigée par la préférence pour la liquidité. A condition que le taux de l'intérêt reste supérieur à un certain minimum psychologique, il peut y avoir, par exemple, une proportion assez stable du revenu national que le public ne laissera pas dépasser pendant une suite de longues périodes par les avoirs qu'il conserve sous une forme improductive. Si la quantité de monnaie excédant les besoins de la circulation active dépasse cette proportion du revenu

national, tôt ou tard le taux de l'intérêt tombera au voisinage du minimum psychologique. Toutes choses restant égales, la baisse du taux de l'intérêt fera croître la demande effective, et celle-ci dans son essor atteindra le ou les points semi-critiques qui sont marqués par une hausse discontinue de l'unité de salaire et par celle consécutive des prix. Les tendances opposées se feront jour si la quantité de monnaie disponible baisse d'une façon anormale par rapport au revenu national. Le résultat net des fluctuations sera donc d'établir après un certain temps un niveau moyen des salaires et des prix compatible avec la proportion stable que les tendances psychologiques du public tendent à ramener tôt ou tard entre la quantité de monnaie et le revenu national.

Ces mouvements rencontreront sans doute moins de résistances de frottement dans le sens de la hausse que dans celui de la baisse. Mais, si pendant une longue période de temps la quantité de monnaie demeure très insuffisante, on recourra en principe à un changement de l'étalon monétaire ou du système monétaire qui augmentera la quantité de monnaie, plutôt qu'à une compression de l'unité de salaire qui alourdirait le fardeau des dettes. Aussi les mouvements de très longue durée du niveau des prix sont-ils presque toujours orientés vers la hausse. Car, lorsque la monnaie est relativement abondante, l'unité de salaire s'élève; et, lorsque elle est relativement rare, on trouve des moyens pour en augmenter la quantité effective.

Pendant le XIXe siècle les progrès de la population et de l'invention, la mise en valeur de nouvelles contrées, l'état de la confiance, et la fréquence des guerres lorsqu'on considère la moyenne des décades, semblent avoir Suffi, conjointement avec la propension à consommer, à maintenir une courbe de l'efficacité marginale du capital qui permît à un volume satisfaisant de l'emploi d'être compatible avec un taux d'intérêt assez élevé pour être psychologiquement acceptable pour les détenteurs de richesse. Si on envisage une période de quelque cent cinquante ans, il est évident que le taux normal de l'intérêt à long terme a été dans les principaux centres financiers de 5 % environ, que le taux des obligations de premier ordre a oscillé entre 3 et 3,5 %, et que ces taux étaient assez modiques pour susciter un flux d'investissement compatible avec un volume moyen de l'emploi qui ne fût pas d'une faiblesse insupportable. Parfois l'unité de salaire, mais plus souvent l'étalon monétaire ou le système monétaire (à la faveur du développement de la monnaie bancaire en particulier) s'ajustaient de sorte que la quantité de monnaie mesurée en unités de salaire suffît à satisfaire la préférence normale pour la liquidité sans que les taux d'intérêt tombassent sensiblement au-dessous des chiffres normaux indiqués plus haut. Dans l'ensemble, l'unité de salaire tendait d'ordinaire à croître d'une façon régulière, mais le rendement du travail croissait lui aussi. Les forces en présence assuraient une certaine stabilité des prix - la moyenne quinquennale la plus élevée des nombres indices de Sauerbeck entre 1820 et 1914 ne dépasse que de 50 % la moyenne la plus basse. Ce fait n'est pas fortuit et c'est à juste titre qu'on l'attribue à l'équilibre qui a existé durant cette période entre les forces antagonistes. Les groupes individuels d'employeurs étaient en effet assez puissants pour empêcher l'unité de salaire de s'élever beaucoup plus vite que le rendement de la production ; et les systèmes monétaires étaient à la fois assez souples et assez permanents pour assurer une offre moyenne de monnaie, mesurée en unités de salaire, suffisante pour maintenir le taux moyen de l'intérêt au niveau le plus bas que les détenteurs de richesse pussent accepter, eu égard à leurs préférences pour la liquidité. Bien entendu, le volume moyen de l'emploi était sensiblement inférieur au plein emploi, mais l'écart n'était pas insupportable au point de provoquer des changements révolutionnaires.

A l'heure actuelle, et il en sera sans doute de même à l'avenir, la courbe de l'efficacité marginale du capital est, pour, un grand nombre de raisons, beaucoup plus basse qu'au XIXe siècle. La gravité et la particularité des problèmes contemporains viennent donc du fait que le taux moyen de l'intérêt compatible avec un volume moyen raisonnable de l'emploi peut être tellement inacceptable pour les détenteurs de richesse qu'il est impossible de l'établir facilement par de simples manipulations de la quantité de monnaie. Tant qu'il a suffi pour assurer un volume supportable de l'emploi sur une moyenne d'une, deux ou trois décades, de maintenir l'offre de monnaie mesurée en unités de salaire à un niveau adéquat, le XIXe siècle a encore pu trouver des solutions. Si ce problème était le seul qui se posât maintenant, s'il ne nous fallait qu'une dévaluation suffisante, nous aussi, à l'heure actuelle, nous trouverions certainement une solution.

Mais l'élément le plus stable et le plus difficile à modifier de notre économie contemporaine a été jusqu'à présent, et s'affirmera sans doute dans l'avenir, le taux d'intérêt minimum acceptable pour la généralité des détenteurs de richesse <sup>1</sup>. Si un volume supportable de l'emploi exige un taux d'intérêt très inférieur aux taux moyens qui ont prévalu au XIXe siècle, il est très douteux qu'on puisse y parvenir par de simples manipulations de la quantité de monnaie. Avant d'arriver au produit net offert au détenteur de richesse pour le décider à sacrifier sa liquidité, il faut en effet prélever sur le pourcentage de gain que la courbe de l'efficacité marginale du capital permet à l'emprunteur d'espérer, 1° le coût de la mise en contact des emprunteurs et des prêteurs, 2° l'impôt cédulaire et l'impôt général sur le revenu, et 3° la somme exigée par le prêteur pour couvrir le risque et l'incertitude. S'il est nécessaire, pour que le volume moyen de l'emploi soit supportable, que ce produit net devienne infinitésimal, les méthodes éprouvées par le temps pourront se montrer inefficaces.

Pour revenir à notre sujet immédiat, la relation existant dans la longue période entre le revenu national et la quantité de monnaie dépend du degré de la préférence pour la liquidité. La stabilité ou l'instabilité des prix dans la longue période est fonction de la rapidité avec laquelle l'unité de salaire (ou -plus exactement l'unité de coût) tend à croître par rapport au rendement du système productif.

---

<sup>1</sup> Cf. la maxime du XIXe siècle citée par Bagehot : « John Bull peut supporter bien des choses, mais non un taux d'intérêt de 2 %. »

# Livre VI

## Notes succinctes suggérées par la théorie générale

[Retour à la table des matières](#)

Livre VI : Notes succinctes suggérées par la théorie générale

## Chapitre XXII

---

### Notes sur le cycle économique

[Retour à la table des matières](#)

Puisque nous prétendons avoir déterminé dans les chapitres précédents les facteurs qui gouvernent à tout moment le volume de l'emploi, notre théorie, si elle est exacte, doit pouvoir expliquer le phénomène du cycle économique.

Lorsqu'on examine en détail un épisode concret de ce cycle, on y découvre une grande complexité, et on constate que son explication complète fait intervenir toutes les parties de notre analyse. Il apparaît en particulier que les fluctuations de la propension à consommer, celles de l'état de la préférence pour la liquidité et celles de l'efficacité marginale du capital ont toutes un rôle à jouer. Néanmoins, c'est aux modes de variation de l'efficacité marginale du capital qu'il faut surtout attribuer, à notre avis, les caractéristiques essentielles du cycle économique; notamment la constance de sa durée et la succession régulière de ses phases, qui justifient l'appellation de *cycle*. La meilleure façon d'analyser le cycle économique nous paraît être de considérer qu'il a pour cause une variation cyclique de l'efficacité marginale du capital, encore qu'il soit compliqué et souvent aggravé par les variations corrélatives des principales autres variables agissant dans la courte période sur le système économique. L'exposé de cette thèse exigerait un volume plutôt qu'un chapitre et nécessiterait une analyse minutieuse des faits. Toutefois les quelques notes qui vont suivre suffiront à indiquer le caractère général de l'étude qui pourrait être faite d'après ce principe.



## I

Quand nous parlons d'un mouvement *cyclique*, nous voulons dire que, lorsque le système évolue par exemple dans une direction ascendante, les forces qui le stimulent acquièrent tout d'abord de l'intensité et s'augmentent les unes les autres, mais qu'elles s'épuisent peu à peu jusqu'au moment où elles sont remplacées par des forces dirigées dans l'autre sens; ces forces à leur tour acquièrent de l'intensité pendant un certain temps et s'accroissent les unes les autres jusqu'à ce que, ayant atteint leur maximum, elles déclinent et cèdent la place aux forces opposées. Pour nous l'expression mouvement *cyclique* ne signifie donc pas seulement que les mouvements économiques une fois déclenchés, au lieu de rester orientés toujours dans le même sens, finissent par s'inverser, mais encore qu'il existe un degré visible de régularité dans l'ordre et la durée des phases ascendantes et descendantes.

Notre explication, si elle est correcte, doit encore nous rendre compte d'une autre caractéristique de ce qu'on appelle le cycle économique. Nous voulons parler du phénomène de la « crise », c'est-à-dire du fait que le passage d'une phase ascendante à une phase descendante est souvent violent et soudain, alors que la transition d'un mouvement de baisse à un mouvement de hausse n'est généralement pas aussi marquée.

Toute fluctuation de l'investissement, non compensée par une variation correspondante de la propension à consommer, se traduit nécessairement par une fluctuation de l'emploi. Or, le flux d'investissement étant soumis à des influences très complexes, il y a lieu de croire que les diverses catégories de fluctuations, soit de l'investissement lui-même, soit de l'efficacité marginale du capital, ne sont pas toutes d'une nature cyclique. Un cas particulier de variations non cycliques, celui des fluctuations associées aux mouvements de la production agricole, fera l'objet d'un examen spécial dans la dernière section du chapitre. Toutefois, dans le cas des cycles économiques du type industriel normal au XIXe siècle, nous pensons qu'il existe des raisons définies qui expliquent que les fluctuations de l'efficacité marginale du capital aient eu une allure cyclique. Ces raisons sont bien connues en elles-mêmes et on n'ignore pas leur rôle dans le cycle économique. Nous voulons seulement ici les rattacher à notre théorie générale.

## II

Pour la clarté de l'exposé il vaudra mieux commencer par les derniers stades de l'essor et par le début de la « crise ».

Nous avons vu précédemment que l'efficacité marginale du capital <sup>1</sup> ne dépend pas seulement de l'abondance ou de la rareté actuelles du capital et du coût actuel de sa production, mais encore des prévisions courantes relatives à son rendement futur. Par suite, lorsque l'investissement porte sur des richesses durables, il est naturel et raisonnable que les prévisions jouent un rôle essentiel dans la détermination de l'échelle qu'il paraît convenable de lui assigner. Mais la base de ces prévisions est, nous l'avons vu, des plus précaires. Fondées sur des indices mouvants et incertains, elles sont sujettes à des variations soudaines et violentes.

Or, dans nos explications du phénomène de la « crise », nous avons été habitués à insister sur le fait que le taux de l'intérêt tend à monter sous l'effet d'une demande de monnaie accrue simultanément par les besoins commerciaux et spéculatifs. Ce facteur est certes capable de l'aggraver et peut-être dans certains cas de la déclencher. Toutefois, à notre avis, ce n'est pas la hausse du taux de l'intérêt mais la chute soudaine de l'efficacité marginale du capital qui fournit l'explication la plus normale et souvent l'explication essentielle de la crise.

Dans les derniers stades de l'essor les prévisions relatives au rendement futur des biens de capital sont assez optimistes pour compenser l'abondance croissante de ces biens, la hausse de leurs coûts de production, et en général aussi la hausse du taux de l'intérêt. Puisque les marchés financiers organisés 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 des capitaux, il est normal, lorsqu'une déception frappe un marché surévalué et trop optimiste, que les cours baissent d'un mouvement soudain et même catastrophique <sup>2</sup>. De plus l'incertitude au sujet de l'avenir et le découragement qui accompagnent la chute de l'efficacité marginale du capital suscitent une forte augmentation de la préférence pour la liquidité et par suite une hausse du taux de l'intérêt. Le fait que la chute de l'efficacité marginale du capital s'accompagne souvent d'une hausse du taux de l'intérêt peut aggraver sérieusement le déclin de l'investissement. Mais il n'en reste pas moins que c'est la chute de l'efficacité marginale du capital qui caractérise la situation, et surtout la chute de l'efficacité marginale des catégories de capital qui, au cours de la phase antérieure, ont le plus participé à l'essor de l'investissement nouveau. La préférence pour la liquidité, abstraction faite de ses éléments qui sont fonction de l'activité commerciale et spéculative, ne commence à augmenter que lorsque l'efficacité marginale du capital s'est effondrée.

C'est pourquoi il est si difficile d'enrayer la baisse. Après un certain temps, le déclin du taux de l'intérêt contribue grandement au redressement de l'activité et constitue sans doute une condition nécessaire de la reprise. Mais pour le présent la baisse de l'efficacité marginale du capital peut être si profonde qu'aucune réduction possible du taux de l'intérêt ne suffirait à la contrebalancer. Si la baisse du taux de l'intérêt constituait par elle-même un remède effectif, la reprise pourrait être obtenue en un court laps de temps et avec l'aide de moyens qui dépendent plus ou moins directement de l'autorité monétaire. Mais en fait tel n'est pas le cas habituel ; il n'est pas facile de ranimer l'efficacité marginale du capital, telle que la détermine l'état d'esprit

<sup>1</sup> Lorsque le contexte exclut toute *équivoque*, il est souvent commode de parler de l'« efficacité marginale du capital », alors qu'on a en vue la « courbe de l'efficacité marginale du capital ».

<sup>2</sup> Les particuliers qui font des placements ont rarement l'initiative de l'investissement nouveau ; mais nous avons vu au Chapitre XII que, pour les entrepreneurs qui ont cette initiative, il est financièrement avantageux et souvent obligatoire de se conformer aux idées du marché financier, même si personnellement ils sont mieux éclairés.

capricieux et déréglé des milieux d'affaires. C'est le retour de la confiance, pour user du langage courant, qu'il est difficile de provoquer dans une économie fondée sur le capitalisme individuel. Les banquiers et les hommes d'affaires insistent avec raison sur cet aspect de la dépression, et les économistes qui ont cru à l'efficacité d'un remède « purement monétaire » ne lui ont pas accordé l'importance qu'il mérite.

Nous voici au cœur du sujet. *L'élément de temps* dans le cycle économique, i. e. le fait qu'un laps de temps d'un ordre de grandeur déterminé doit en général s'écouler avant le commencement de la reprise, s'explique par les influences qui gouvernent la restauration de l'efficacité marginale du capital. Il y a certaines raisons, d'abord la longévité des capitaux durables combinée avec le rythme normal de leur accumulation, ensuite les coûts de conservation des excédants de stocks, qui expliquent que la période descendante ne soit pas d'un ordre de grandeur fortuit, qu'elle n'oseille pas, par exemple, entre un an et dix ans, mais qu'elle témoigne d'une certaine régularité et reste comprise en des limites rapprochées, disons trois et cinq ans.

Revenons aux événements qui marquent le début de la crise. Tant que l'essor se poursuit, le rendement courant de l'investissement nouveau se montre plutôt satisfaisant. La déception vient du fait que la confiance dans le rendement escompté se trouve tout à coup ébranlée. Parfois ce phénomène se produit parce que le rendement courant donne des signes de fléchissement lorsque le stock de capitaux durables nouvellement créés s'accroît fortement. Et, si l'on prévoit une baisse des coûts de production, une telle circonstance est pour l'efficacité marginale du capital une nouvelle cause de faiblesse. Le doute, aussitôt apparu, se propage avec rapidité. Aussi bien, au début de la crise, une bonne partie du capital a-t-elle normalement une efficacité marginale infime ou même négative. Mais l'intervalle de temps qui doit s'écouler avant que l'usure, le dépérissement et la désuétude déterminent une insuffisance du stock de capital assez sensible pour que son efficacité marginale croisse peut former une fonction relativement stable de la longévité moyenne de l'équipement à une époque donnée. L'intervalle normal peut d'ailleurs varier lorsque les caractéristiques de l'époque changent. Si, par exemple, on passe d'une période d'accroissement à une période de déclin de la population, la phase caractéristique du cycle deviendra plus longue. Toutefois les considérations précédentes nous fournissent une bonne raison de croire qu'il existe une relation définie entre d'une part la longueur de la phase descendante et de l'autre la longévité des capitaux durables combinée avec le rythme normal de leur accumulation à une époque donnée.

Le second facteur d'égalité des périodes descendantes réside dans les coûts de conservation des excédants de stocks, qui rendent obligatoire leur résorption dans un certain délai, qui n'est ni très long ni très court. La brusque cessation de l'investissement nouveau au moment de la crise entraîne normalement une accumulation surabondante de produits non achevés. Le coût de conservation de ces produits est rarement inférieur à 10 %. Leurs prix doivent donc baisser suffisamment pour amener une restriction de la production qui assure la résorption des stocks surabondants dans un délai de trois à cinq ans environ. Or la résorption des stocks représente un investissement négatif, qui contribue encore à affaiblir l'emploi ; et, lorsqu'elle est terminée, une amélioration manifeste se fait sentir.

D'autre part la réduction du capital circulant qui accompagne nécessairement le déclin de la production est un nouveau facteur, important parfois, de désinvestissement ; lorsque le recul a commencé, ce facteur exerce dans le sens de la baisse une puissante action cumulative. Dans les premiers moments d'une phase descendante

normale il se produit du fait de l'augmentation des stocks un investissement qui compense plus ou moins le désinvestissement dans le capital circulant ; il peut y avoir ensuite une courte période de désinvestissement et dans les stocks et dans le capital circulant ; après le point le plus bas de la dépression il apparaît, en général, un désinvestissement supplémentaire dans les stocks qui compense en partie la renaissance de l'investissement dans le capital circulant, et finalement, lorsque la reprise est bien amorcée, les deux facteurs se montrent à la fois favorables à l'investissement. C'est dans un tel cadre qu'il convient d'examiner les effets additionnels dus aux fluctuations de l'investissement dans les capitaux durables. Lorsqu'un déclin de cet investissement déclenche une fluctuation cyclique, il y a peu de chance qu'il se rétablisse avant qu'une partie du cycle ait été parcourue <sup>1</sup>.

Malheureusement une chute profonde de l'efficacité marginale du capital est de nature à affaiblir aussi la propension à consommer. Elle entraîne en effet une forte baisse de la valeur boursière des actions; et cette baisse exerce une influence des plus déprimantes sur les personnes qui suivent de près leurs placements en Bourse, surtout lorsqu'elles emploient de l'argent emprunté. Il arrive que leur penchant à la dépense soit plus sensible à la hausse et à la baisse de leurs valeurs qu'à l'état de leurs revenus. Aussi, lorsque le public s'intéresse à la Bourse, comme aux États-Unis, la hausse des cours apparaît-elle comme une condition quasi essentielle de l'existence d'une propension suffisante à consommer ; cette circonstance, qu'on avait coutume de négliger jusqu'à une date récente, aggrave encore l'effet déprimant d'une baisse de l'efficacité marginale du capital.

La reprise une fois commencée, la manière dont elle s'entretient et se développe est évidente. Mais pendant la phase descendante, alors qu'il y a pour un certain temps des excédants de capital fixe et de marchandises et qu'on procède à une contraction du capital circulant, la courbe de l'efficacité marginale du capital peut s'effondrer au point qu'il soit presque impossible, par une réduction pratiquement réalisable du taux de l'intérêt, de remédier à sa chute et de maintenir un flux satisfaisant d'investissement. Dans l'état actuel de l'organisation des marchés financiers et des influences qui s'exercent sur eux, l'estimation boursière de l'efficacité marginale du capital est exposée à subir des fluctuations trop considérables pour qu'elles puissent être efficacement compensées par une modification du taux de l'intérêt. Et les fluctuations boursières associées à ces mouvements affaiblissent, nous l'avons vu, la propension à consommer au moment le moins opportun. Dans un régime de *laissez-faire* la suppression des larges fluctuations de l'emploi exigerait un profond changement des conditions psychologiques des marchés financiers ; et il n'y a aucune raison de prévoir un tel changement. Nous concluons qu'on ne peut sans inconvénient abandonner à l'initiative privée le soin de régler le flux courant d'investissement.

### III

L'analyse précédente peut sembler conforme à la manière de voir de ceux qui prétendent qu'un surinvestissement est la caractéristique d'une période d'essor, que la lutte contre le surinvestissement est le seul moyen d'empêcher la crise subséquente, et que, si pour les raisons précédentes la baisse du taux de l'intérêt est incapable de

<sup>1</sup> Une partie du Livre IV du *Treatise on Money* est consacrée à cette question.

pallier la dépression, en revanche la hausse de ce taux peut contrecarrer l'essor. L'argument qu'un taux d'intérêt élevé est plus efficace contre l'essor qu'un taux d'intérêt réduit contre le déclin n'est certes pas sans valeur.

Cependant, ce serait mal interpréter notre analyse et commettre à notre sens une grave erreur que de tirer ces conclusions des observations qui précèdent. Le terme de surinvestissement est équivoque. Il peut tout d'abord s'appliquer à des investissements qui sont destinés à décevoir les espérances qui les ont fait naître, ou qui en période de chômage intense perdraient leur utilité. Mais il peut aussi s'appliquer à une situation caractérisée par une telle abondance de capital qu'il n'y ait plus aucun investissement nouveau qui paraisse capable même dans l'hypothèse du plein emploi\* de rapporter pendant son existence entière plus que son coût de remplacement. C'est seulement dans cette dernière situation qu'il y a à strictement parler surinvestissement, en ce sens que tout investissement supplémentaire serait un pur gaspillage de ressources <sup>1</sup>. Au surplus, même si le surinvestissement ainsi entendu était une caractéristique normale de la période d'essor, le remède ne consisterait pas à asséner une forte hausse du taux de l'intérêt, qui entraînerait probablement l'abandon de certains investissements utiles et affaiblirait encore la propension à consommer, mais à prendre des mesures énergiques, comme un changement de répartition du revenu, qui stimuleraient la propension à consommer.

Or, d'après notre analyse, seul le surinvestissement de la première espèce peut être considéré comme caractéristique de la période d'essor. La situation qui nous paraît typique n'est pas celle où le capital est si abondant que la communauté dans son ensemble ne puisse raisonnablement en employer davantage, mais celle où l'investissement, du fait qu'il est suscité par des espoirs destinés à être déçus, s'effectue en des conditions instables et éphémères.

Il est certes possible et même probable que sous l'effet des illusions de la phase ascendante la production de certains types de capital se développe au point de constituer en partie un gaspillage de ressources, quel que soit le critère appliqué ; - ajoutons que cela se produit parfois en l'absence de tout essor. En d'autres termes, les illusions se traduisent par une *mauvaise orientation* de l'investissement. Mais, en dehors de ce phénomène, une caractéristique essentielle de la période d'essor, c'est que les investissements qui en situation de plein emploi rapporteraient effectivement 2 %, par exemple, sont réalisés dans l'espoir d'un rendement de 6 %, par exemple, et sont évalués sur cette base. Lorsque la déception survient, cet espoir est remplacé par une prévision exagérément pessimiste. Les investissements qui en situation de plein emploi rapporteraient effectivement 2 % paraissent devoir rapporter moins que rien. Le déclin de l'investissement nouveau qui en résulte amène un état de chômage où les investissements qui en situation de plein emploi eussent rapporté 2 % rapportent en fait moins que rien. On aboutit à une situation où il y a une insuffisance de maisons, mais où personne n'a cependant les moyens de vivre dans celles qui existent.

Le remède à l'essor n'est donc pas la hausse mais la baisse du taux de l'intérêt <sup>2</sup>. Car il se peut que cette dernière permette à l'état qu'on nomme « essor » de durer. Le

<sup>1</sup> On peut d'ailleurs concevoir une répartition dans le temps de la propension à consommer telle que les investissements rapportant un revenu négatif soient avantageux, en ce sens que dans la communauté tout entière ils rendent la satisfaction maximum.

<sup>2</sup> On trouvera ci-dessous (p. 339) quelques arguments qui pourraient être invoqués en sens contraire. S'il est impossible de modifier profondément les méthodes actuelles, nous convenons qu'en

vrai remède au cycle économique ne consiste pas à supprimer les phases d'essor et à maintenir en permanence une semi-dépression, mais à supprimer les dépressions et à maintenir en permanence une situation voisine de l'essor.

L'essor destiné à être suivi d'une crise résulte donc de l'association d'un taux d'intérêt qui dans un état correct de la prévision eût été trop élevé pour permettre le plein emploi et d'un état fallacieux de la prévision qui, aussi longtemps qu'il persiste, empêche le taux de l'intérêt de jouer son rôle modérateur. L'essor est une situation où le « super-optimisme » l'emporte sur un taux d'intérêt qui, envisagé de sang-froid, eût été jugé trop élevé.

Sauf pendant la guerre, nous doutons qu'il y ait eu des exemples récents d'un essor assez vigoureux pour avoir amené le plein emploi. Aux États-Unis, en 1928 et en 1929, la situation de l'emploi était très satisfaisante eu égard à son volume normal ; mais nous n'avons constaté aucun signe évident d'une insuffisance de main-d'œuvre, si ce n'est dans quelques catégories très spécialisées. Certains « étranglements » furent atteints, mais la production dans son ensemble était encore capable de s'accroître. Il n'y avait pas non plus surinvestissement, en ce sens que la qualité et la quantité des habitations n'étaient pas telles que les besoins de logement en situation de plein emploi fussent tous satisfaits à un prix au plus égal pour la durée des immeubles à leur coût de remplacement abstraction faite de tout intérêt ; d'autre part, les transports, les services publics et les exploitations agricoles n'avaient pas atteint un stade où il fût déraisonnable d'attendre que des améliorations nouvelles rapportassent plus que leur coût de remplacement, bien au contraire. Il serait absurde de prétendre qu'il ait existé en 1929 aux États-Unis un surinvestissement au sens strict du mot. La situation véritable était tout autre. A vrai dire, l'investissement nouveau dans son ensemble avait été si considérable au cours des cinq années précédentes que, pour un observateur impartial, le rendement futur des investissements supplémentaires fléchissait avec rapidité. Une prévision correcte eût fait ressortir une efficacité marginale du capital d'une faiblesse sans précédent ; l'essor n'aurait donc pu continuer sur une base saine que si on avait réduit le taux de l'intérêt à un chiffre infime et si on avait empêché l'investissement de dévier vers les branches d'industrie qui risquaient d'être exploitées sur une échelle trop vaste. Pratiquement le taux d'intérêt est resté assez élevé pour faire échec à l'investissement nouveau, sauf dans les industries qui subissaient une poussée spéculative et où par conséquent le danger d'une exploitation excessive était particulièrement à craindre. Un taux d'intérêt suffisant pour triompher du mouvement spéculatif eût interdit du même coup tout investissement nouveau si raisonnable qu'il fût. La hausse du taux de l'intérêt, comme antidote à la situation créée par la persistance d'un flux anormal d'investissement, appartient à cette catégorie de remèdes qui suppriment la maladie en tuant le malade.

A vrai dire, dans un pays aussi riche que la Grande-Bretagne ou les États-Unis, le flux d'investissement qui dans l'état actuel de la propension à consommer correspond à peu près au plein emploi, pourrait très bien, s'il devait persister pendant un certain nombre d'années, faire apparaître une situation de plein investissement, i. e. une situation dans laquelle un calcul raisonnable ne permettrait plus d'attendre d'aucune catégorie de biens durables un rendement brut total supérieur à leur coût de remplacement. Au surplus, un tel état pourrait apparaître dans un avenir relativement prochain, disons vingt-cinq ans, ou moins. Qu'on n'aille pas croire que nous contestons la

---

certaines circonstances la hausse du taux de l'intérêt pendant la période d'essor peut être un moindre mal.

possibilité du plein investissement au sens strict du mot, parce que nous soutenons qu'un tel état n'a encore jamais existé, fût-ce provisoirement.

D'ailleurs, même si les essors contemporains pouvaient amener temporairement une situation de plein investissement ou de surinvestissement véritable, il serait encore absurde de considérer la hausse du taux de l'intérêt comme le remède pertinent. Car les postulats de ceux qui attribuent le mal à la sous-consommation se trouveraient alors pleinement vérifiés. Le remède consisterait donc à modifier la répartition des revenus ou à prendre toute autre mesure propre à accroître la propension à consommer, de manière qu'un volume donné d'emploi pût être maintenu à l'aide d'un flux d'investissement moindre.

## IV

Peut-être conviendra-t-il de dire un mot à cet endroit des écoles économiques marquantes qui professent sous des formes diverses que la tendance chronique des sociétés contemporaines au chômage est imputable à la sous-consommation, c'est-à-dire à des habitudes sociales et à une répartition de la richesse qui se traduisent par une trop faible propension à consommer.

Dans les conditions actuelles - ou du moins dans les conditions qui ont prévalu jusqu'à une époque récente - le flux d'investissement n'étant ni gouverné ni dirigé, mais se trouvant au contraire abandonné aux fantaisies d'une efficacité marginale qui dépend des opinions personnelles d'individus ignorants ou spéculateurs, et à l'influence d'un taux d'intérêt à long terme qui ne baisse jamais ou presque jamais au-dessous d'un niveau conventionnel, ces écoles en tant que guides d'une politique concrète ont certainement raison. La méthode qu'elles préconisent est la seule qui puisse amener le volume moyen de l'emploi à un chiffre plus favorable. S'il est matériellement impossible d'augmenter l'investissement, l'accroissement de la consommation est évidemment le seul moyen d'améliorer l'emploi.

Pratiquement la seule différence entre ces doctrines et la nôtre, c'est qu'à une époque où il y a encore beaucoup d'avantages sociaux à attendre d'une augmentation de l'investissement, elles semblent accorder une importance quelque peu excessive au développement de la consommation. Sur le plan théorique on peut d'ailleurs leur reprocher de négliger le fait qu'il y a *deux* moyens d'accroître la production. Même si on estime préférable de ralentir l'accumulation du capital et de consacrer tout l'effort à l'accroissement de la consommation, on doit prendre cette décision en pleine connaissance de cause, après avoir envisagé les deux termes de l'alternative. Personnellement, nous sommes frappé par les avantages sociaux d'une accumulation du capital qui suffirait à mettre fin à sa rareté. Mais ce n'est là qu'un jugement pratique et non un précepte théorique.

Nous sommes d'ailleurs tout disposé à reconnaître que la sagesse serait de progresser dans les deux directions à la fois. Tout en souhaitant que le flux d'investissement soit, dans un esprit social, gouverné de manière que l'efficacité marginale du capital décline progressivement, nous admettrions qu'on applique en même temps toutes sortes de mesures propres à accroître la propension à consommer. Les deux

politiques ne s'excluent nullement; rien n'empêche d'accroître l'investissement et, dans le même temps, de porter la consommation non seulement au niveau qui dans l'état actuel de la propension à consommer correspond au flux accru de l'investissement, mais à un niveau plus élevé encore.

Supposons par exemple qu'en chiffres ronds le niveau moyen de la production d'aujourd'hui soit inférieur de 15 % au niveau qu'elle atteindrait s'il y avait continuellement plein emploi, que d'autre part l'investissement net représente 10 % de cette production et la consommation 90 % et qu'enfin, pour faire apparaître le plein emploi dans l'état existant de la propension à consommer, une augmentation de 50 % de l'investissement net soit nécessaire; de telle sorte que l'instauration du plein emploi ferait passer la production de 110 à 115, la consommation de 90 à 100, et l'investissement net de 10 à 15 ; dans ces conditions on pourrait se proposer de modifier la propension à consommer de manière que l'instauration du plein emploi fasse passer la consommation de 90 à 103 et l'investissement net de 10 à 12.

## V

D'après une autre école, le remède au cycle économique ne consiste pas à accroître la consommation ou l'investissement mais à réduire l'offre de main-d'œuvre en quête d'emploi, c'est-à-dire à modifier la répartition du volume actuel de l'emploi sans accroître ce volume ni celui de la production.

Une telle politique serait à notre avis prématurée - et notre sentiment est beaucoup plus net à ce sujet qu'à l'égard d'une politique d'accroissement de la consommation. Il existe un point où tous les individus mettent en balance les avantages respectifs d'un accroissement de loisir et ceux d'un accroissement de revenu. Mais, à l'heure actuelle, il nous paraît d'une évidence manifeste que la grande majorité des individus préfèrent l'augmentation de leurs revenus à l'augmentation de leurs loisirs ; et nous ne voyons pas de raison valable d'obliger ceux qui préfèrent un supplément de revenus à jouir d'un supplément de loisirs.

## VI

Si étrange que cela paraisse, il existe une école pour laquelle le remède au cycle économique consiste à briser l'essor dès son origine en élevant le taux de l'intérêt. Le seul genre d'argument qui puisse légitimer une telle politique est celui que met en avant M. D. H. Robertson lorsqu'il prétend que le plein emploi est un idéal pratiquement irréalisable et qu'on peut tout au plus espérer un volume de l'emploi beaucoup plus stable et peut être en moyenne un peu plus élevé qu'à l'heure actuelle.

Si on exclut la possibilité d'une réforme profonde de la politique en ce qui concerne soit le régime de l'investissement soit la propension à consommer et si on suppose qu'en gros la situation actuelle des affaires est appelée à durer, il ne nous paraît pas absurde de soutenir qu'on obtiendrait en moyenne un état plus favorable de



la prévision par une politique bancaire consistant à étouffer dans l'œuf tout germe d'essor au moyen d'une hausse du taux de l'intérêt assez forte pour décourager l'optimisme le plus déréglé. Les différences que la crise fait naître entre les prévisions et la réalité sont capables d'entraîner tant de pertes et de gaspillages qu'on augmenterait peut-être le montant moyen de l'investissement utile par des mesures propres à empêcher l'essor. Il est difficile de savoir si cette doctrine s'accorde ou non avec ses hypothèses. C'est une question d'appréciation pratique où les éléments de certitude font défaut. Il se peut qu'elle méconnaisse les avantages sociaux du supplément de consommation dont l'investissement s'accompagne alors même que sa direction est complètement fautive; car un investissement mal orienté peut être plus avantageux que l'absence totale d'investissement. D'ailleurs l'autorité monétaire la plus éclairée peut se trouver en difficulté devant un essor comme celui que l'Amérique a connu en 1925, si elle n'a pas d'autre arme que celles dont le Federal Reserve System disposait à cette époque ; et il se peut que les diverses politiques possibles soient toutes incapables de changer grand chose au résultat. Quoi qu'il en soit, une telle manière d'envisager l'avenir nous paraît dangereusement et inutilement pessimiste. Elle recommande ou tout au moins suppose l'acceptation définitive d'un degré d'imperfection supérieur à celui que comporte en réalité notre organisation économique actuelle.

Cependant, à l'appui de la doctrine austère qui conseille, lorsque l'emploi tend à s'élever sensiblement au-dessus du volume moyen d'une certaine période antérieure, disons des dix années précédentes, de combattre cette tendance par la hausse du taux de l'intérêt, on invoque plus souvent des arguments qui n'ont aucune base, si ce n'est le désordre des idées. On soutient parfois qu'au cours de l'essor l'investissement a tendance à croître plus vite que l'épargne et qu'une hausse de l'intérêt rétablit l'équilibre tant en contrariant l'investissement qu'en stimulant l'épargne. Cette thèse suppose que l'épargne puisse différer de l'investissement ; elle n'a donc pas de sens à moins que ces termes aient été définis d'une façon particulière. Ou encore on suggère que l'accroissement de l'épargne qui accompagne l'accroissement de l'investissement n'est ni souhaitable ni juste parce qu'il se trouve aussi associé à une hausse des prix. Mais, s'il en est ainsi, *toute* hausse du niveau de la production et de l'emploi devrait être considérée comme regrettable. Car la cause essentielle de la hausse des prix n'est pas l'accroissement de l'investissement - c'est la hausse du prix d'offre qui, lorsque la production croît, se produit normalement dans la courte période, soit en raison du fait physique de la diminution du rendement, soit parce que l'unité de coût tend à croître en valeur nominale lorsque la production augmente. Si les conditions étaient telles que le prix d'offre fût constant, il ne se produirait évidemment aucune hausse des prix ; cependant l'accroissement de l'épargne s'accompagnerait d'un accroissement de l'investissement tout comme dans les autres cas. C'est l'extension de la production qui engendre l'accroissement de l'épargne ; la hausse des prix n'est qu'un sous-produit de cette extension, qui apparaît tout aussi bien lorsque c'est la propension à consommer, et non l'épargne, qui augmente. Aucun intérêt légitime constitué n'exige que les achats puissent être faits à des prix dont la modicité est uniquement due à la faiblesse de la production.

On attribue parfois le mal au fait que l'extension de l'investissement a eu pour origine une baisse de l'intérêt provoquée par une augmentation de la quantité de monnaie. Or le taux préexistant de l'intérêt ne possède aucune vertu particulière. La monnaie nouvelle n'est imposée à personne - elle est créée pour satisfaire la préférence supplémentaire pour la liquidité due à l'accroissement du volume des transactions ou à la baisse du taux de l'intérêt - et elle est conservée par les personnes qui *aiment mieux* garder de l'argent liquide que le prêter au taux réduit de l'intérêt. Citons

encore la thèse d'après laquelle l'essor est caractérisé par « une consommation de capital », ce qui signifie sans doute que l'investissement net est négatif ou que la propension à consommer est excessive. Mais, à moins de confondre le phénomène du cycle économique avec les phénomènes de fuite devant la monnaie qui se sont produits en Europe au cours des effondrements monétaires qui ont suivi la guerre, on est obligé de reconnaître que cette explication est directement contraire aux faits. Au surplus, même si les choses se passaient ainsi, le remède le plus plausible à une situation de sous-investissement n'en serait pas moins la baisse et non la hausse du taux de l'intérêt. Ces différentes doctrines nous paraissent incompréhensibles, sauf peut-être si elles se fondent sur l'hypothèse tacite que la production globale ne saurait varier. Mais une théorie qui suppose une production constante n'est évidemment d'aucun secours pour expliquer le cycle économique.

## VII

Dans les études anciennes et notamment dans celles de Jevons, le cycle économique a été attribué aux fluctuations de la production agricole plutôt qu'à un phénomène d'ordre industriel. A la lumière de la théorie précédente, cette explication du problème apparaît très plausible. Même à l'époque actuelle les fluctuations des stocks agricoles d'une année à l'autre sont encore une des causes principales des variations de l'investissement courant. Il est très possible que, à l'époque où Jevons écrivait et plus encore durant la période que ses statistiques concernent, ce facteur l'ait emporté sur tous les autres.

La Théorie de Jevons que le cycle économique est surtout dû à l'abondance inégale des récoltes peut être reprise sous la forme suivante. Lorsque la récolte est d'une abondance exceptionnelle, le stock reporté aux années postérieures augmente en général fortement. L'augmentation du stock fournit un « produit » qui s'ajoute aux revenus courants des fermiers et qui est traité par eux comme un revenu; or elle n'entraîne aucun prélèvement sur la dépense de consommation du reste de la communauté mais se trouve financée par les épargnes. Ceci revient à dire que le stock supplémentaire est une addition à l'investissement courant. Et cette conclusion garde toute sa valeur dans le cas où les prix baissent fortement. De même, lorsque la récolte est mauvaise, la consommation courante est en partie prélevée sur le stock; et la portion correspondante de la dépense de consommation ne crée aucun revenu courant au profit des fermiers. Ceci revient à dire que le prélèvement opéré sur le stock implique une diminution correspondante de l'investissement courant. Si l'investissement dans les autres-branches de la production reste constant, il peut exister un écart sensible entre l'investissement global d'une année où le stock a beaucoup grossi et l'investissement global d'une année où le stock a beaucoup diminué ; et dans une communauté où l'agriculture est l'industrie principale ce facteur est incomparablement plus important que les autres causes de variation de l'investissement. Il est donc naturel que le point de départ des phases ascendantes soit marqué par les bonnes récoltes et celui des phases descendantes par les mauvaises récoltes. Quant à la théorie complémentaire selon laquelle il existerait des raisons physiques motivant un cycle régulier de bonnes et de mauvaises récoltes, elle est évidemment d'une tout autre nature et n'entre pas dans notre sujet actuel.

D'après une théorie plus récente, ce seraient les mauvaises récoltes et non les bonnes qui stimuleraient l'activité économique, soit parce qu'elles incitent la population à travailler en échange d'un salaire réel moindre, soit parce qu'elles s'accompagnent d'un changement de répartition du pouvoir d'achat qui est censé favoriser la consommation. Il est inutile de dire que dans la description précédente des phénomènes agricoles qui expliquent le cycle économique, ce ne sont pas ces théories que nous avons en vue.

Dans le monde contemporain les causes agricoles des fluctuations économiques jouent un rôle beaucoup plus secondaire et ce pour deux raisons. En premier lieu la proportion de la production agricole dans la production totale est sensiblement moindre qu'autrefois. En second lieu la plupart des produits agricoles se traitent aujourd'hui sur un marché mondial qui s'étend sur les deux hémisphères et où les effets des campagnes bonnes et mauvaises tendent à se compenser, car le pourcentage de variation de la récolte mondiale est sensiblement moindre que le pourcentage de variation des récoltes nationales. Mais, dans les époques passées où les pays devaient surtout compter sur leur propre récolte, il est difficile de découvrir une cause de fluctuation de l'investissement autre que la guerre, qui ait pu avoir une importance comparable aux variations des stocks agricoles.

Même à l'heure actuelle il importe de prêter la plus grande attention au rôle joué par les variations des stocks de matières premières agricoles et minérales dans la détermination du flux d'investissement courant. La lenteur de la reprise lorsque le mouvement descendant s'est renversé nous paraît imputable à l'effet de déflation qui résulte de la réduction des stocks à leur volume normal. L'accumulation des stocks qui marque la fin de l'essor ralentit au début le rythme de la baisse ; mais cet adoucissement se paye plus tard par la stagnation du mouvement ascendant. Il arrive même que la reprise ne se fasse sentir d'une façon appréciable que lorsque la résorption des stocks est virtuellement terminée. Car un flux d'investissement dans le reste du capital qui suffirait à provoquer un mouvement ascendant s'il n'était pas compensé par un désinvestissement dans les stocks peut être très insuffisant pour produire cet effet aussi longtemps qu'un tel désinvestissement persiste.

Les premières phases du « New Deal » américain nous semblent fournir un exemple remarquable de ce phénomène. Lorsque le Président Roosevelt engagea d'importantes dépenses sur fonds d'emprunt, le volume des stocks de toute nature et particulièrement des stocks agricoles était encore considérable. Le New Deal consistait en partie dans un effort énergique pour résorber ces stocks, soit par des restrictions de la production, soit par tout autre moyen. La réduction des stocks à leur volume normal était une opération nécessaire, une phase qu'il fallait endurer. Mais pendant tout le temps qu'elle dura, c'est-à-dire perdant deux années environ, elle opposa une forte action compensatrice aux dépenses sur fonds d'emprunt qui étaient engagés en d'autres secteurs. C'est seulement après la fin de cette opération que la voie se trouva libre pour une reprise véritable.

Les événements qui se sont déroulés en Amérique au cours des dernières années fournissent aussi de bons exemples du rôle que les variations des stocks de produits finis et non finis, des « marchandises sous inventaire » comme on dit maintenant, jouent dans la naissance des oscillations mineures qui se superposent au mouvement principal du cycle économique. Les industriels, lorsqu'ils adaptent l'échelle de production au volume de consommation dont ils prévoient l'existence quelques mois plus tard, sont sujets à faire dans leurs calculs des erreurs de second ordre qui consistent

en général à aller un peu plus vite que les événements. Lorsqu'ils s'aperçoivent de leur erreur, ils sont obligés pour un temps de ramener la production au-dessous de la consommation, afin de permettre la résorption des excédants de marchandises sous inventaire. La différence de rythme de la production suivant qu'elle devance un peu la consommation ou qu'elle retombe à un niveau inférieur influe suffisamment sur le flux d'investissement courant pour se détacher avec une grande netteté sur le fond de tableau des statistiques si complètes qu'on trouve maintenant aux États-Unis.

Livre VI : Notes succinctes suggérées par la théorie générale

## Chapitre XXIII

---

### Notes sur le mercantilisme, les lois contre l'usure, la monnaie estampillée, et les théories de la sous-consommation.

#### I

[Retour à la table des matières](#)

Pendant quelque deux cents ans ni les théoriciens de l'économie ni les hommes d'affaires n'ont jamais douté qu'une balance commerciale favorable fût un sérieux avantage pour un pays et une balance défavorable un grave danger surtout lorsqu'elle entraîne des sorties de métaux précieux. Mais durant les cent dernières années il a existé à cet égard une remarquable divergence d'opinion. Dans la plupart des pays la majorité des hommes d'État et des hommes d'affaires, et même en Grande-Bretagne, berceau de la conception opposée, près de la moitié d'entre eux sont restés fidèles à l'ancienne doctrine ; à l'inverse, la presque totalité des théoriciens de l'économie soutenaient que, si l'on voit plus loin que l'avenir immédiat, les préoccupations de cet ordre sont dénuées de tout fondement, car le mécanisme du commerce extérieur se règle de lui-même, et que les obstacles qu'on cherche à lui opposer ne sont pas seulement vains mais encore qu'ils appauvrissent grandement les pays en les privant des avantages de la division internationale du travail. Il sera commode de donner selon la tradition le nom de *Mercantilisme* à l'opinion ancienne et le nom de *Libre Échange* à l'opinion nouvelle, encore que ces termes, qui ont chacun un sens large et un sens étroit, doivent être interprétés en se référant au contexte.

D'une manière générale, les économistes modernes n'ont pas seulement soutenu que la division internationale du travail impliquait un bénéfice net supérieur à tous les avantages que l'école mercantiliste pouvait légitimement revendiquer, mais encore que le raisonnement 'de cette école reposait de bout en bout sur une erreur.

Marshall <sup>1</sup>, par exemple, encore que ses allusions aux Mercantilistes ne témoignent pas à leur égard d'une entière hostilité, s'abstient d'examiner leur théorie fondamentale en tant que telle et ne mentionne pas même les éléments de vérité qui, nous le montrerons par la suite, peuvent y être trouvés <sup>2</sup>. De même les concessions théoriques faites par l'école du Libre Échange dans les discussions contemporaines, en ce qui concerne par exemple l'encouragement aux industries naissantes ou l'amélioration du taux du troc extérieur, n'intéressent pas la substance même de la théorie mercantiliste. Au cours des discussions fiscales des vingt-cinq premières années du siècle, il ne nous souvient pas qu'aucune concession ait jamais été faite à la thèse d'après laquelle la protection douanière peut accroître l'emploi à l'intérieur d'un pays. Nous ne pouvons mieux faire que citer, à titre d'exemple, des phrases que nous avons nous-mêmes écrites. En 1923 encore, disciple fidèle de l'école classique, ne mettant pas en doute les principes qu'on nous avait inculqués et que nous acceptions sans réserve, nous écrivions : « S'il est une chose que la protection ne peut faire, c'est supprimer le chômage... Il existe en faveur de la protection des arguments fondés sur ses avantages possibles encore qu'improbables, auxquels il n'est pas simple de répondre. Mais prétendre qu'elle puisse remédier au chômage, c'est commettre l'erreur protectionniste sous sa forme la plus lourde et la plus grossière » <sup>3</sup>. Quant à la théorie mercantiliste primitive, on n'en pouvait trouver d'exposé intelligible et nous avons été élevés dans l'idée qu'elle n'avait à peu près aucun sens. Telle était la domination souveraine et absolue qu'exerçait l'école classique.

## II

Exprimons tout d'abord dans notre langage habituel ce qui aujourd'hui nous paraît constituer l'élément de vérité scientifique contenu dans la doctrine mercantiliste. Nous comparerons ensuite cet exposé avec les arguments effectivement soutenus par ses disciples. Il doit être entendu que les avantages invoqués sont de l'aveu général des avantages nationaux et qu'ils ont peu de chance de profiter au monde entier.

Lorsque la richesse d'un pays croît avec quelque rapidité, il arrive qu'en régime de laissez-faire l'évolution favorable de la situation soit arrêtée par l'insuffisance des

<sup>1</sup> Voir *Industry and Trade*, Appendice D ; *Money, Credit and Commerce*, p. 130 ; et *Principes d'Économie*, Appendice 1.

<sup>2</sup> Son opinion sur les Mercantilistes est assez bien résumée dans une note de la première édition des *Principes*, p. 51 : « De nombreuses études ont été consacrées en Angleterre et en Allemagne aux idées qui avaient cours au Moyen Age sur les relations entre la monnaie et la richesse nationale. En définitive, il convient plutôt de les considérer 'comme 'confuses en raison d'une insuffisante compréhension des fonctions de la monnaie que de les juger fausses parce que fondées sur l'hypothèse explicite que l'augmentation des réserves de métaux précieux peut seule accroître la richesse nette d'une nation.

<sup>3</sup> *The Nation and the Athenaeum*, 24 novembre 1923.

forces qui incitent à réaliser des investissements nouveaux. Les circonstances sociales et politiques ainsi que les caractéristiques nationales qui déterminent la propension à consommer étant données, la prospérité d'une économie qui progresse exige, pour les raisons déjà exposées, que cette incitation à investir soit suffisante. Les motifs à investir peuvent être trouvés soit dans le domaine des investissements intérieurs soit dans le domaine des investissements extérieurs (qui comprennent l'accumulation de métaux précieux), ces deux catégories d'investissement composant l'investissement global. Lorsque le montant de l'investissement global n'obéit à aucun autre motif que le profit, c'est le taux d'intérêt national qui gouverne à la longue le volume des investissements intérieurs réalisables et c'est nécessairement le solde créditeur de la balance commerciale qui régit le volume de l'investissement extérieur. Dans une société où les Pouvoirs Publics ne sauraient prendre l'initiative d'investissements directs, les deux problèmes économiques qui doivent légitimement les préoccuper sont donc le taux de l'intérêt intérieur et le balance du commerce extérieur.

Or, si l'unité de salaire est quelque peu stable et n'est pas sujette à des variations spontanées de grande amplitude (condition qui est presque toujours réalisée), si le degré moyen de la préférence pour la liquidité au cours de ses fluctuations de courte période offre une certaine stabilité et si enfin les pratiques bancaires sont elles-mêmes assez stables, le taux de l'intérêt dépend du montant, mesuré en unités de salaire, des métaux précieux dont la communauté dispose pour satisfaire ses besoins d'argent liquide. D'autre part, aux époques où il est presque impossible de faire des prêts substantiels à l'étranger et de jouir en pleine propriété de biens sis au dehors, l'augmentation ou la diminution des stocks de métaux précieux dépend pour une large part du caractère favorable ou défavorable de la balance du commerce.

En s'efforçant de maintenir une balance commerciale favorable, les autorités se sont donc trouvées servir à la fois ces deux fins; et, qui plus est, elles n'avaient aucun autre moyen de les servir. En un temps où elles ne pouvaient agir directement sur le taux de l'intérêt intérieur ni sur les autres motifs qui gouvernent le montant de l'investissement national, les mesures propres à améliorer la balance commerciale étaient leurs seuls moyens *directs* d'augmenter l'investissement extérieur; et les entrées de métaux précieux résultant d'une balance commerciale favorable étaient en même temps leurs seuls moyens *indirects* de réduire le taux de l'intérêt intérieur, c'est-à-dire d'accroître l'incitation à réaliser des investissements internes.

Le succès d'une telle politique comporte toutefois une double limite qu'on ne doit pas méconnaître. Si la baisse du taux de l'intérêt intérieur stimule assez l'investissement pour porter l'emploi au-delà des points critiques où l'unité de salaire croit, la hausse du niveau intérieur des coûts tend à exercer une action défavorable sur la balance du commerce extérieur, de telle sorte que l'effort pour améliorer cette balance se détruit et s'annule lui-même. D'autre part, si la différence entre les taux d'intérêt étrangers et le taux d'intérêt intérieur est assez grande pour provoquer des prêts extérieurs disproportionnés au solde créditeur de la balance commerciale, il peut en résulter un exode de métaux précieux suffisant pour annihiler les avantages précédemment obtenus. Lorsque l'extraction courante de métaux précieux est relativement restreinte, ces limites, dans le cas d'un pays vaste et présentant une importance internationale, ont d'autant plus de chances d'être atteintes qu'un apport de métaux précieux dans un pays correspond à un exode de ces métaux hors d'un autre pays; les effets défavorables qui résultent de la hausse des coûts et de la baisse de l'intérêt à l'intérieur d'un pays peuvent donc être accentués (lorsque la politique mercantiliste est poussée trop loin) par la baisse des coûts et la hausse de l'intérêt à l'étranger.

L'histoire économique de l'Espagne pendant la fin du XVe siècle et pendant le XVIe siècle nous fournit l'exemple d'un pays dont le commerce extérieur a été ruiné par la hausse de l'unité de salaire résultant d'une abondance excessive de métaux précieux. La Grande-Bretagne au cours des années du XXe siècle qui ont précédé la guerre nous offre l'exemple d'un pays où les facilités excessives accordées aux prêts extérieurs et à l'achat de biens étrangers ont souvent fait obstacle à la baisse du taux d'intérêt qui eût été nécessaire à l'intérieur pour assurer le plein emploi. L'histoire de l'Inde à toutes les époques, fournit l'exemple d'un pays appauvri par une préférence pour la liquidité allant jusqu'à la passion, et si forte que malgré un afflux énorme et permanent de métaux précieux le taux de l'intérêt n'a pu baisser jusqu'au niveau compatible avec le développement de la richesse réelle.

Néanmoins, si l'on considère une société où l'unité de salaire est assez stable, où il existe des caractéristiques nationales suffisant à déterminer la propension à consommer et la préférence pour la liquidité, et où le système monétaire établit un lien rigide entre la quantité de monnaie et les stocks de métaux précieux, le maintien de la prospérité exige que les autorités surveillent de très près l'état de la balance commerciale. Car une balance du commerce favorable, pourvu qu'elle ne le soit pas à l'excès, peut être un stimulant extrêmement énergique, tandis qu'une balance défavorable peut amener rapidement un état de dépression durable.

Il ne s'ensuit pas que ce soit par une restriction maximum des importations que l'on obtienne un excédent maximum de la balance commerciale. Les premiers mercantilistes ont vivement insisté sur ce point, et on les a souvent vus combattre des restrictions commerciales parce qu'à la longue ces restrictions auraient été un obstacle à une balance commerciale favorable. On peut certainement soutenir que dans les circonstances particulières où se trouvait la Grande-Bretagne au milieu du XIXe siècle une liberté commerciale presque absolue était la politique la plus propre à améliorer la balance du commerce. Les expériences contemporaines de restrictions commerciales dans l'Europe d'après guerre offrent des exemples nombreux d'attentes à la liberté mal conçues qui étant destinées à améliorer la balance du commerce, ont abouti en fait au résultat inverse.

Pour cette raison et pour d'autres encore le lecteur ne doit pas tirer une conclusion prématurée relativement à la politique *pratique* qui découle de notre thèse. Il existe de fortes présomptions d'un caractère général contre les restrictions commerciales que des raisons particulières ne justifient pas. Les avantages de la division internationale du travail sont réels et importants, quoique l'école classique les ait fortement exagérés. Le fait que l'avantage procuré à un pays par une balance commerciale favorable se trouve compensé par un préjudice égal causé à un autre pays (fait dont les mercantilistes avaient pleinement conscience) ne signifie pas seulement qu'une grande modération est nécessaire afin qu'aucun pays ne retienne un stock de métaux précieux supérieur à sa part légitime et raisonnable, mais encore qu'une insuffisante modération dans la poursuite d'une balance favorable peut déclencher une absurde compétition internationale, également préjudiciable à tous <sup>1</sup>. Enfin une politique de restrictions commerciales, même si on l'utilise pour son but apparent, est une arme à deux tranchants, car les intérêts privés, l'incompétence des fonctionnaires et la difficulté

---

<sup>1</sup> Pour la même raison le remède consistant en une unité de salaire souple, permettant de combattre la dépression par une baisse des salaires, offre l'inconvénient de ne profiter à un pays qu'aux dépens des pays voisins.



intrinsèque de la tâche peuvent la fausser au point de lui faire produire des effets directement opposés à ceux qu'on en attend.

Ainsi l'objet principal de notre critique, c'est l'insuffisance des bases *théoriques* de la doctrine de laissez-faire qui nous a été apprise et que nous avons enseignée de nombreuses années durant, c'est l'idée que le taux de l'intérêt et le montant de l'investissement se fixent d'eux-mêmes aux chiffres optima, de telle sorte qu'il faut avoir du temps à perdre pour se préoccuper de la balance commerciale. Car on peut légitimement nous reprocher, à nous autres professeurs d'économie politique, d'avoir fait preuve d'une présomption coupable en considérant comme une obsession puérile ce qui avait été pendant des siècles le but principal de la politique pratique.

Sous l'influence de cette théorie erronée la Cité de Londres inventa peu à peu pour assurer l'équilibre économique la technique la plus dangereuse qui se puisse imaginer, consistant à faire varier le taux de l'escompte tout en maintenant le change à une parité fixe. Le sens de cette politique était qu'on renonçait complètement à faire régner à l'intérieur du pays le taux d'intérêt compatible avec le plein emploi. Comme il n'était pas possible en fait de négliger la balance des paiements, on forgea pour maintenir l'équilibre un moyen qui au lieu de préserver le taux d'intérêt intérieur, l'abandonnait au jeu de forces aveugles. Les banquiers de la Cité ont beaucoup appris au cours des années dernières, et il semble permis d'espérer que, sous prétexte de défendre la balance commerciale, on n'emploiera plus jamais la technique du taux de l'escompte d'une manière qui, à l'intérieur du pays, puisse créer du chômage.

Envisagée Comme théorie de l'industrie individuelle et de la répartition des produits résultant de l'emploi d'un volume donné de ressources, la théorie classique a fourni à la pensée économique une contribution incontestable. On ne saurait avoir des idées claires sur ce sujet sans se l'être assimilée. Nous ne songeons pas à le nier lorsque nous appelons l'attention sur l'omission qu'elle a commise en méconnaissant la part de vérité contenue dans les théories antérieures. Mais si l'on envisage la contribution apportée par la doctrine à la politique gouvernementale, laquelle doit considérer le système économique comme un tout et chercher à employer au maximum la totalité de ses ressources, il se peut que les méthodes des pionniers de la pensée économique des XVI<sup>e</sup> et XVII<sup>e</sup> siècles aient abouti à certains fragments de sagesse pratique que les abstractions si peu réalistes de Ricardo ont fait négliger d'abord et oublier ensuite. Il y avait de la sagesse dans leur extrême préoccupation de maintenir un faible taux d'intérêt par les lois contre l'usure (sur lesquelles nous reviendrons dans la suite du chapitre), par la défense du stock monétaire intérieur et par la lutte contre la hausse de l'unité de salaire ; et aussi dans leur promptitude à recourir en dernier ressort à la dévaluation pour reconstituer le stock monétaire lorsqu'un drainage irrésistible de monnaie vers l'étranger, une hausse de l'unité de salaire <sup>1</sup> ou toute autre cause l'avaient rendu par trop insuffisant.

---

<sup>1</sup> L'expérience, qui remonte au moins à l'âge de Solon et qui pourrait sans doute remonter à bien des siècles en arrière s'il existait des statistiques, nous apprend une vérité que la connaissance de la nature humaine aurait pu nous révéler, c'est que sur de longues périodes de temps l'unité de salaire marque une tendance constante à la hausse et que sa réduction entraîne le déclin et la dissolution des sociétés économiques. Pour des raisons entièrement indépendantes du progrès technique et de l'accroissement de la population, il est donc indispensable que le stock monétaire augmente graduellement.

### III

Il est possible que les premiers pionniers de la pensée économique aient adopté leurs maximes de sagesse pratique sans avoir bien discerné les bases théoriques sur lesquelles elles reposaient. Nous allons examiner rapidement les motifs qu'ils donnaient et les pratiques qu'ils préconisaient. Le travail nous est grandement facilité par l'important ouvrage consacré par le Professeur Heckscher au *Mercantilisme*, ouvrage qui, pour la première fois, met à la portée du grand public économique les traits essentiels qui ont caractérisé la pensée économique pendant deux siècles. Les citations suivantes sont pour la plupart empruntées à ce livre <sup>1</sup>.

1° Les mercantilistes n'ont jamais cru que le taux de l'intérêt tendît à se fixer automatiquement au niveau adéquat. Ils affirmaient au contraire avec insistance qu'une élévation excessive de l'intérêt constituait le principal obstacle au développement de la richesse ; et ils avaient même compris que le taux de l'intérêt dépendait de la préférence pour la liquidité et de la quantité de monnaie. Ils cherchaient à la fois à diminuer la préférence pour la liquidité et à augmenter la quantité de monnaie ; plusieurs d'entre eux ont indiqué clairement que leur souci d'accroître la quantité de monnaie était dû à leur désir de faire baisser le taux de l'intérêt. Le Professeur Heckscher résume cet aspect de leur théorie dans les lignes suivantes :

A cet égard comme à beaucoup d'autres la position des mercantilistes les plus perspicaces était dans certaines limites d'une clarté parfaite. La monnaie était à leurs yeux - pour user du langage actuel - un facteur de production au même titre que la terre ; encore qu'elle fût parfois considérée comme une richesse « artificielle » par opposition à la richesse « naturelle » ; l'intérêt du capital était un paiement pour l'usage de la monnaie et s'apparentait à la rente du sol. Dans la mesure où les mercantilistes se sont efforcés de trouver des raisons objectives à l'élévation du taux de l'intérêt - ce qu'ils firent de plus en plus au cours de cette période - ils ont fait résider ces raisons dans le volume global de la monnaie. Parmi les nombreux matériaux dont on dispose, on ne choisira que les exemples les plus typiques pour démontrer en tout premier lieu combien cette idée fut durable, profonde, et indépendante de toute considération pratique.

Les deux protagonistes de la polémique qui, au début de 1620, s'instaura en Angleterre au sujet de la politique monétaire et du commerce des Indes Orientales étaient pleinement d'accord sur ce point. Gérard Malynes affirmait, en s'appuyant sur une argumentation minutieuse, que « l'abondance de la monnaie s'oppose au caractère usuraire des prix et des taux » (*Lex Mercatoria et Maintenance of Free Trade*, 1622). Son truculent et peu scrupuleux adversaire, Edouard Misselden, répondait que « Le remède à l'usure pouvait résider dans l'abondance de monnaie » (*Free Trade or the Meanes to make Trade Flourish*, 1622). Parmi les écrivains marquants un demi siècle plus tard, Child, le directeur tout puissant et le plus habile avocat de la Compagnie des Indes Orientales, se demandait (1668) dans quelle mesure la limitation légale du taux de l'intérêt, qu'il réclamait avec insistance, contribuerait à chasser d'Angleterre

<sup>1</sup> Elles conviennent d'autant mieux à notre thèse que le Professeur Heckscher est, somme toute, un partisan de la théorie classique et qu'il témoigne aux idées mercantilistes beaucoup moins de sympathie que nous-même. Il n'y a donc aucun risque que le choix des citations ait été inspiré par le désir de faire ressortir la justesse de ces idées.

l'argent des Hollandais. Pour remédier à cet inconvénient redoutable il eut l'idée d'augmenter les facilités de transfert des lettres de change lorsqu'elles étaient employées en guise de monnaie. Par ce moyen, disait-il, « on pourrait certainement remplacer une bonne moitié du numéraire disponible, utilisé dans le pays ». Un autre écrivain notoire, Petty, qui était entièrement étranger aux intérêts en présence, se trouvait d'accord avec le reste des auteurs pour expliquer par l'augmentation du stock monétaire la baisse « naturelle » de l'intérêt de 10 à 6 % (*Political Arithmetik*, 1676) et pour préconiser le prêt à intérêt comme remède adéquat à une abondance excessive de numéraire dans un pays (*Quantulumcunque concerning Money*, 1682).

Naturellement cette façon de penser n'était pas spéciale à l'Angleterre. Quelques années plus tard (1701 à 1706) les négociants et les hommes d'État français déploiraient la disette existante des espèces, qui était cause de l'élévation du taux de l'intérêt; et ils s'efforçaient de faire baisser ce taux en accroissant la circulation monétaire <sup>1</sup>.

Le grand Locke, dans sa controverse avec Petty <sup>2</sup>, fut peut-être le premier qui ait exprimé en termes abstraits le rapport existant entre le taux de l'intérêt et la quantité de monnaie. A l'encontre de la proposition de Petty, qui voulait fixer un maximum au taux de l'intérêt, il soutenait qu'une telle limitation était aussi impossible que celle de la rente du sol, car « la valeur naturelle de la monnaie, c'est-à-dire son aptitude à fournir un revenu sous forme d'intérêt, dépend du rapport entre la quantité globale des espèces circulant dans le Royaume et le commerce total dudit Royaume (i. e. les ventes totales de toutes les marchandises) » <sup>3</sup>. Locke explique que la monnaie a deux valeurs : elle possède une valeur d'usage mesurée par le taux de l'intérêt « et en cela elle a la même nature que la terre, le revenu de l'une étant appelé Rente et celui de l'autre Intérêt ». Elle possède ensuite une valeur d'échange « et en cela elle a la nature d'une marchandise », car sa valeur d'échange « est uniquement fonction du rapport entre l'abondance ou la rareté de la monnaie et celles des produits ; et « le ne dépend nullement du niveau de l'Intérêt ». Locke est donc l'auteur d'une double théorie quantitative. Il affirme d'abord que le taux de l'intérêt dépend de la proportion entre le volume de la monnaie (compte tenu de sa vitesse de circulation) et le chiffre total du commerce. Il soutient ensuite que la valeur d'échange de la monnaie dépend de la proportion entre la quantité de monnaie et le volume total des biens existant sur le marché. Mais, ayant un pied dans le monde mercantiliste et l'autre dans le monde classique <sup>4</sup>, il ne parvient pas à élucider la relation existant entre ces deux proportions

<sup>1</sup> Heckscher, *Mercantilism*, voir vol. II, les pages 200 et 201, que nous avons légèrement résumées.

<sup>2</sup> *Some considerations of the consequences of the Lowering of Interest and Raising the Value of Money*, ouvrage publié en 1692 mais écrit quelques années auparavant.

<sup>3</sup> Il ajoute : « Outre le volume de la monnaie, il faut prendre en considération sa vitesse de circulation. »

<sup>4</sup> Quelques années plus tard Hume eut un pied et demi dans le monde classique. C'est lui qui introduisit chez les économistes la coutume de donner à la position d'équilibre plus d'importance qu'aux situations constamment changeantes qui y conduisent. Toutefois il restait assez mercantiliste pour ne pas ignorer qu'en fait nous vivons dans ces situations transitoires : « C'est uniquement dans l'intervalle, ou dans la, situation intermédiaire, qui sépare l'acquisition de la monnaie de la hausse des prix que l'augmentation des stocks d'or et d'argent est favorable à l'industrie... Il n'importe nullement à la prospérité intérieure d'un État que le volume de la monnaie soit plus ou moins grand. La sagesse chez le souverain ne consiste qu'à le maintenir, autant que possible, croissant. Car c'est ainsi qu'il soutient l'esprit d'entreprise de la nation et qu'il accroît l'activité du travail en quoi réside toute la puissance et la richesse réelles. Pendant tout le temps que le stock Monétaire

et néglige complètement le fait que la préférence pour la liquidité peut *varier*. Cependant, il explique volontiers que la baisse du taux de l'intérêt n'a pas d'effet *direct* sur le niveau des prix et qu'elle agit sur lui uniquement « dans la mesure où les variations de l'intérêt commercial entraînent des entrées ou des sorties de monnaie et de marchandises, modifiant ainsi à la longue la proportion existant en Angleterre entre leurs volumes respectifs », ce qui revient à dire que la baisse du taux de l'intérêt agit sur les prix uniquement dans la mesure où elle provoque une sortie de numéraire ou un accroissement de la production. Mais il ne semble jamais avoir procédé à une véritable synthèse de ces différentes idées <sup>1</sup>.

L'aisance avec laquelle la doctrine mercantiliste distinguait le taux de l'intérêt de l'efficacité marginale du capital ressort d'*Une Lettre à Un Ami au sujet de l'Usure*, dont le passage suivant (publié en 1621) a été cité par Locke : « L'élévation de l'intérêt ruine le commerce. L'avantage tiré de l'intérêt étant supérieur au profit laissé par le commerce, les commerçants les plus riches se retirent et les plus pauvres font faillite ». Fortrey (*England's Interest and Improvement*, 1663) nous offre un autre exemple de cette insistance à affirmer que la faiblesse du taux de l'intérêt est un facteur d'augmentation de la richesse.

Les mercantilistes n'ignoraient pas que, lorsqu'une préférence excessive pour la liquidité détourne vers la thésaurisation les métaux précieux importés, le taux de l'intérêt n'en tire aucun avantage. Le désir, de renforcer le pouvoir du Gouvernement a néanmoins amené certains d'entre eux (Mun, par exemple) à préconiser la constitution d'un trésor d'État. Mais il en est d'autres qui ont combattu ouvertement cette politique :

Schrötter, par exemple, emploie les arguments habituels des mercantilistes, lorsqu'il brosse un sombre tableau du prélèvement qu'au delà d'une certaine limite l'augmentation du Trésor d'État opère sur les espèces en circulation... et il établit aussi un parallèle parfaitement logique entre l'accumulation de trésors par les monastères et les sorties de métaux précieux, qui étaient certainement à ses yeux la pire chose qui se pût imaginer. Pour Davenant l'extrême pauvreté de maintes nations orientales, qui passaient pour avoir plus d'or et d'argent que tout autre pays du monde, s'expliquait par le fait qu'elles supportaient que ces trésors restassent stagnants dans les coffres des princes »... La thésaurisation d'État étant considérée tout au plus comme d'une utilité douteuse et présentée souvent comme un grave danger, il va sans dire que la thésaurisation privée était redoutée comme la peste. C'est une des tendances contre lesquelles d'innombrables écrivains mercantilistes ont lancé leurs foudres, et nous ne croyons pas qu'on puisse trouver une seule note discordante » <sup>2</sup>.

---

d'une nation diminuée, elle est réellement plus faible et plus malheureuse qu'une autre nation dont le stock monétaire n'est pas plus important mais qui se trouve sur la pente ascendante» (Essai sur la Monnaie, 1752).

<sup>1</sup> Pour montrer dans quel oubli total est tombée l'idée mercantiliste que l'intérêt signifie l'intérêt de l'argent (idée qui nous paraît aujourd'hui incontestablement exacte), reproduisons le commentaire par lequel le Professeur Heckscher, en bon économiste classique, résume son exposé de la théorie de Locke : « Le raisonnement de Locke serait irréfutable... si l'intérêt était identique au prix payé pour un prêt d'argent; comme il n'en est pas ainsi, ce raisonnement est tout à fait inapplicable (op. cit., vol. II, p. 204).

<sup>2</sup> Heckscher, op. cit., vol. II, pp. 210-211.

2° Les mercantilistes n'ignoraient pas l'erreur qu'implique la baisse des prix et savaient que le développement exagéré de la concurrence dans un pays risque d'amener une évolution défavorable à ce pays du taux du troc extérieur. C'est ainsi que Malynes écrivait dans sa *Lex Mercatoria* (1622) : « Ne vous efforcez pas au détriment de la communauté de vendre meilleur marché que les autres sous couleur de développer le commerce ; le commerce ne se développe pas lorsque les marchandises sont très bon marché, car la faiblesse des prix résulte de la modicité de la demande et de la rareté de la monnaie qui font le bon marché des choses; c'est au contraire lorsqu'il y a abondance de monnaie, et que les marchandises étant demandées deviennent plus chères, que le commerce se développe »<sup>1</sup>. Le Professeur Heckscher résume ainsi ce chapitre de la doctrine mercantiliste :

Pendant un siècle et demi on a exprimé maintes et maintes fois cette opinion, en disant qu'un pays relativement moins riche en numéraire que les autres est obligé « de vendre bon marché et d'acheter cher »...

Cette tendance apparaissait déjà dans l'édition originale du *Discours de la Richesse Publique*, c'est-à-dire au milieu du XVI<sup>e</sup> siècle. Hales disait en effet: « Et même si les étrangers ne prenaient que nos marchandises en échange des leurs, qu'est-ce qui les empêcherait de faire monter les prix des autres choses (ce qui signifiait les prix entre autres des choses que nous leur achetons), bien que nos marchandises soient pour eux très bon marché. Nous serons encore lésés et les étrangers garderont l'avantage sur nous, tant qu'ils nous vendront cher et nous achèteront bon marché, de manière à s'enrichir en nous appauvrissant. Aussi nous semble-t-il préférable d'accroître, comme on le fait maintenant, les prix de nos marchandises à mesure qu'ils accroissent le prix des leurs; sans doute certains y perdent-ils, mais ils sont moins nombreux qu'avec l'autre méthode ». Sur ce point il recueillit plusieurs décades plus tard (1581) l'adhésion pleine et entière de son éditeur. Au XVII<sup>e</sup> siècle la même opinion reparut avec une importance sensiblement égale. Malynes estimait par exemple que les difficultés de l'époque résultaient de ce qu'il redoutait par-dessus tout : la sous-estimation du change anglais à l'étranger... La même conception se retrouvait sans cesse à cette époque. Dans *Verbum Sapienti* (écrit en 1665, publié en 1691) Petty soutenait que les efforts violents pour accroître la quantité de monnaie ne pourraient cesser que lorsque, en proportion arithmétique comme en proportion géométrique, l'Angleterre aurait un stock monétaire supérieur (si peu que ce soit) à celui de toute autre nation voisine. Pendant la période qui s'écoule entre la rédaction et la publication de ce livre, Coke déclare : « Pourvu que notre trésor soit supérieur à celui des nations voisines, peu m'importe qu'il tombe au cinquième de son montant actuel » (1675)<sup>2</sup>.

3° Les mercantilistes ont été les auteurs de la thèse qui fait résider les causes du chômage dans la « fuite devant les biens réels » et dans la rareté de la monnaie, thèse que deux siècles plus tard les classiques ont déclarée absurde.

Un des premiers cas où le chômage ait servi d'argument pour prohiber les importations se rencontre à Florence en 1426 ... l'a législation anglaise sur ce point remonte au moins à 1455 ... Un décret presque contemporain, qui date de 1466 et qui a été la base de l'industrie lyonnaise de la soie destinée à devenir si fameuse par la suite, est moins intéressant, car il n'est pas réellement dirigé contre l'introduction des mar-

<sup>1</sup> Heckscher, op. cit., vol. II, p. 228.

<sup>2</sup> Heckscher, op. cit., vol. II, p. 235.



chandises étrangères. Mais il mentionne lui aussi la possibilité de donner du travail à des dizaines de milliers de chômeurs des deux sexes. On voit combien à l'époque cette idée était dans l'air...

Cette question comme la plupart des problèmes économiques et sociaux fut pour la première fois sérieusement discutée en Angleterre sous les règnes d'Henri VIII et d'Edouard VI, vers le milieu du XVI<sup>e</sup> ou plutôt un peu avant. A cet égard nous ne pouvons pas ne pas mentionner une série d'écrits qui semblent avoir été composés au plus tard vers 1530 et qui sont attribués au moins en ce qui concerne deux d'entre eux à Clément Armstrong... Il s'exprime par exemple de la façon suivante : « L'abondance des marchandises et des denrées introduites annuellement en Angleterre n'a pas seulement raréfié la monnaie, elle a encore ruiné tous les métiers grâce auxquels la grande masse du peuple devrait trouver du travail et en tirer l'argent nécessaire à payer le boire et le manger, au lieu d'être réduite comme aujourd'hui à vivre dans l'oïveté, à mendier et à voler »<sup>1</sup>.

Le plus bel exemple, à notre connaissance, d'une discussion typiquement mercantiliste sur une situation de cette nature est le débat relatif à la rareté de la monnaie qui eut lieu à la Chambre des Communes en 1621, à une époque où il existait une crise grave, particulièrement dans les industries exportatrices de textiles. La situation fut exposée très clairement par un des membres les plus influents du Parlement, sir Edwyn Sandys. Il déclara que les fermiers et les artisans souffraient un peu partout, que les métiers étaient arrêtés par l'insuffisance de la monnaie circulant dans le pays, et que les paysans se trouvaient dans l'impossibilité d'exécuter leurs contrats, « non (grâce à Dieu) à cause de l'insuffisance des produits du sol, mais en raison du manque de monnaie ». Cette situation motiva des enquêtes minutieuses destinées à déterminer où avait pu aller la monnaie dont l'absence se faisait si sévèrement sentir. De nombreuses attaques furent dirigées contre toutes les personnes que l'on soupçonnait d'avoir contribué soit à une exportation (non compensée par une importation) de métaux précieux, soit à la disparition de ces métaux par suite d'opérations du même ordre réalisées à l'intérieur<sup>2</sup>.

Les mercantilistes n'ignoraient pas que, suivant l'expression du Professeur Heckscher, leur politique « faisait d'une pierre deux coups ». « Le pays était d'abord débarrassé d'un excédant indésirable de marchandises, qui était censé produire du chômage, et ensuite le stock total de monnaie existant dans le pays se trouvait accru »<sup>3</sup>, ce qui avait l'avantage de faire baisser le taux de l'intérêt.

Il est impossible d'étudier les idées auxquelles les mercantilistes ont été conduits par leurs expériences concrètes, sans constater qu'au cours de toute l'histoire de l'humanité la propension à épargner a constamment tendu à être plus forte que l'incitation à investir. La faiblesse de l'incitation à investir a été de tout temps la clef du problème économique. Il est possible qu'aujourd'hui la raison de cette faiblesse réside dans l'importance des capitaux accumulés, alors qu'autrefois les risques et les dangers de toute sorte ont pu jouer un rôle plus important. Mais le résultat est le même. Le désir de l'individu d'augmenter sa fortune personnelle en s'abstenant de

<sup>1</sup> Heckscher, op. cit., vol. II, p. 122.

<sup>2</sup> Heckscher, op. cit., vol. II, p. 223.

<sup>3</sup> Heckscher, op. cit., vol. II, p. 178.

consommer est en général plus puissant que le motif de l'entrepreneur à accroître la richesse nationale en employant de la main-d'œuvre à la création de richesses durables.

4° Les mercantilistes ne se faisaient pas d'illusions sur le caractère nationaliste de leur politique et sa tendance à favoriser la guerre. C'étaient de leur propre aveu des avantages *nationaux* et une puissance *relative* qu'ils recherchaient <sup>1</sup>.

Nous pouvons leur reprocher l'indifférence apparente avec laquelle ils acceptaient cette conséquence inévitable d'un système monétaire international. Mais sur le plan intellectuel leur réalisme est bien préférable aux idées confuses des contemporains qui préconisent un étalon-or international fixe et le laissez-faire en matière d'emprunts internationaux, estimant que cette double politique est la plus favorable au maintien de la paix.

Car, dans une économie soumise à des contrats libellés en monnaie et à des habitudes plus ou moins stables, où le stock de monnaie et le taux d'intérêt intérieurs dépendent surtout de la balance des paiements, comme c'était le cas en Grande-Bretagne avant la guerre, les autorités n'ont à leur disposition qu'un seul moyen orthodoxe de lutter contre le chômage, c'est de créer un excédant d'exportations et d'importer le métal monétaire au détriment des nations voisines. On n'a jamais inventé au cours de l'histoire de système plus efficace que celui de l'étalon-or ou autrefois de l'étalon-argent - international pour dresser les intérêts des différentes nations les uns contre les autres. Dans ce système en effet la prospérité intérieure de chaque pays dépend directement du résultat d'une lutte pour la possession des marchés et pour la satisfaction des besoins de métaux précieux. La compétition a pu être un peu moins âpre à certaines époques lorsque par un heureux hasard la production d'or et d'argent était relativement abondante. Mais le développement de la richesse et l'affaiblissement de la propension à consommer ont tendu à la rendre de plus en plus meurtrière. Le rôle joué par les économistes orthodoxes, dont le bon sens n'a pas suffi à triompher de la mauvaise logique, a été désastreux jusqu'au bout. Lorsque certains pays, dans leur effort aveugle pour se tirer d'affaire, brisèrent les chaînes qui s'opposaient à l'existence d'un taux d'intérêt autonome, ces économistes déclarèrent que le rétablissement de ces chaînes était la première étape obligatoire d'une reprise générale.

C'est le contraire qui est vrai. Une politique de taux d'intérêt autonome, exempte de toute préoccupation internationale, et d'investissements nationaux réalisés suivant un programme propre à rendre maximum le volume de l'emploi intérieur est doublement salutaire, en ce sens qu'elle profite tout à la fois au pays qui l'applique et aux pays voisins. Et c'est la mise en oeuvre simultanée de ces deux politiques dans tous les pays qui peut sur le plan international rétablir la santé et la force économiques,

---

<sup>1</sup> « A l'intérieur du pays, les mercantilistes poursuivaient des fins totalement dynamiques. Mais la chose importante est qu'une telle manière de voir se conjugait avec une conception statique des ressources économiques globales du monde ; c'est de là qu'est né le désaccord fondamental qui a entretenu des luttes commerciales sans fin... Tel fut le drame du mercantilisme. Le Moyen Age avec son idéal universel statique et le laissez-faire avec son idéal universel dynamique ont tous deux échappé à cette conséquence » (Heckscher, op. cit., vol. II, pp. 25-26).

qu'on les mesure au montant de l'emploi intérieur ou au volume du commerce international <sup>1</sup>.

## IV

Les mercantilistes avaient bien senti la présence d'une difficulté; mais, faute d'avoir poussé assez loin l'analyse, ils n'avaient pu la résoudre. Les économistes classiques, au contraire, ont ignoré le problème : ils avaient introduit dans leurs prémisses des conditions incompatibles avec son existence ; de là vient le divorce entre les conclusions de la théorie économique et celles du bon sens. La théorie classique a remporté un succès extraordinaire en triomphant, bien qu'elle fut fautive, des croyances de l'homme moyen. Comme le dit le Professeur Heckscher :

« Si les idées essentielles relatives à la monnaie et à sa substance n'ont pas varié depuis les Croisades jusqu'au XVIIIe siècle, c'est qu'on se trouve en présence de notions fortement enracinées. Peut-être même ces notions ont-elles persisté après cette période de cinq cents ans, mais avec beaucoup moins de force que la notion de « fuite devant les biens réels ». Aucune époque autre que celle du laissez-faire n'a échappé à l'empire de ces idées. Seule l'extraordinaire ténacité de l'idée de laissez-faire a pu triompher pour un temps des croyances de l'homme moyen en cette matière <sup>2</sup>.

« Il n'a fallu rien moins que la foi absolue des doctrinaires du laissez-faire pour effacer l'idée de “ fuite devant les richesses ” ... (qui) dans une économie monétaire est l'attitude la plus naturelle à l'homme moyen. Le libre échange niait l'existence de facteurs qui paraissaient évidents ; il était voué à tomber en discrédit dans l'opinion de l'homme de la rue le jour où l'école du laissez-faire ne tiendrait plus les esprits enchaînés à son idéologie » <sup>3</sup>.

Il nous souvient du complexe d'irritation et de perplexité que ressentait Bonar Law devant les économistes, négateurs d'évidence ; en vain cherchait-il à les comprendre. L'empire de l'école classique vous fait songer naturellement à celui de certaines religions. Il faut plus de pouvoir pour vaincre l'évidence que pour introduire les idées de mystère et de surnaturel dans les notions habituelles de l'esprit humain.

## V

Reste un domaine connexe mais distinct où, pendant des siècles, voire même pendant des millénaires, l'opinion éclairée a tenu pour certaine et évidente une doctrine que l'école classique a éliminée comme puérile. Cette doctrine, qui mérite d'être réhabilitée et considérée avec égards, est que le taux de l'intérêt ne se fixe pas de lui-

<sup>1</sup> La proclamation énergique de cette vérité par le Bureau\* International du Travail, d'abord sous Albert Thomas et ensuite sous M. H. B. Butler, tranche d'une façon remarquable parmi les déclarations publiées par les nombreux organismes internationaux d'après-guerre.

<sup>2</sup> Heckscher, *op. cit.*, t. II, pp. 176-177.

<sup>3</sup> Heckscher, *op. cit.*, vol. II, p. 335.



même au niveau le plus conforme à l'utilité sociale, mais qu'il tend constamment vers un niveau trop élevé, de telle sorte que la sagesse commande aux Gouvernements de le modérer par la législation et la coutume, voire même en invoquant les sanctions de la loi morale.

Les lois contre l'usure figurent parmi les mesures économiques les plus anciennes que l'histoire nous ait rapportées. L'Antiquité et le Moyen-Age considéraient la disparition de l'incitation à investir sous l'effet d'une préférence excessive pour la liquidité comme le mal essentiel, l'obstacle principal au développement de la richesse. Et c'était bien naturel ; certains des risques et des hasards de la vie économique diminuent en effet l'efficacité marginale du capital tandis que les autres renforcent la préférence pour la liquidité. Dans un monde que personne ne jugeait sûr, il était presque inévitable que le taux de l'intérêt, à moins d'être réduit par tous les moyens dont la société disposait, fût trop élevé pour rendre possible une incitation suffisante à investir.

Nous avons été instruit dans la croyance que l'attitude de l'Église du Moyen-Age envers le taux de l'intérêt était essentiellement absurde et que les argumentations subtiles destinées à établir une distinction entre le revenu des prêts et le revenu des investissements actifs n'étaient que moyens jésuitiques pour échapper à une théorie déraisonnable. Aujourd'hui ces argumentations nous apparaissent au contraire comme un effort intellectuel loyal en vue de maintenir une séparation entre deux facteurs que la théorie classique a confondus d'une manière inextricable : le taux de l'intérêt et l'efficacité marginale du capital. Il semble évident à l'heure actuelle que les travaux des scolastiques étaient destinés à trouver une formule permettant tout à la fois d'accroître l'efficacité marginale du capital et de faire appel à la législation, à la coutume et à la loi morale pour maintenir un taux d'intérêt faible.

Adam Smith lui-même s'est montré extrêmement 'modéré dans son appréciation des lois contre l'usure. Il savait bien que l'épargne individuelle peut être absorbée soit par les investissements soit par les prêts et qu'on n'est jamais sûr qu'elle trouvera un débouché dans les investissements. Il a même préconisé la baisse du taux de l'intérêt parce que, plus le taux de l'intérêt est faible, plus il y a de chances que l'épargne trouve un débouché dans les investissements nouveaux, et moins il y a de chance qu'elle s'oriente vers les prêts; c'est pourquoi, dans un passage qui lui a valu d'être sévèrement pris à partie par Bentham <sup>1</sup>, il recommande une application modérée des lois contre l'usure <sup>2</sup>. D'ailleurs les critiques de Bentham portent principalement sur la rigueur excessive qu'Adam Smith, écossais prudent, témoigne aux « pionniers » et sur le fait qu'un taux d'intérêt maximum ne laisse pas une marge suffisante pour la rémunération des risques légitimes et socialement utiles. *Par pionniers Bentham* entend « toute personne qui, dans la poursuite de la richesse ou de tout autre but, s'efforce, avec l'aide du capital, de frayer des voies nouvelles à l'invention... et surtout les personnes qui, dans l'ordre de leurs occupations quelles qu'elles soient, cherchent à réaliser ce qu'on peut appeler une *amélioration*... Il s'agit en bref de toute application des forces humaines dans lesquelles l'ingéniosité ne saurait se passer de l'aide de la richesse ». A coup sûr, Bentham a raison de protester contre les lois qui empêchent de prendre des risques légitimes. « Dans ces conditions », continue Bentham, « un

<sup>1</sup> Dans sa *Lettre à Adam Smith* jointe à sa *Defence of Usury*.

<sup>2</sup> *La Richesse des Nations*, Livre II, Chap. IV.

homme ne cherchera pas à distinguer les bons et les mauvais projets, il se tiendra à l'écart de toute entreprise » <sup>1</sup>.

On peut se demander si ce qui précède correspond bien à l'idée d'Adam Smith. Ou bien les paroles de Bentham ne sont-elles pas plutôt la voix de l'Angleterre du XIXe siècle s'adressant à celle du XVIIIe (bien qu'il les ait écrites au mois de mars 1787 de « Crichoff en Russie Blanche ») ? Il a fallu toute l'exubérance économique qui a marqué l'âge d'or de l'incitation à investir pour faire oublier la possibilité théorique de son insuffisance.

## VI

Il convient de mentionner à cette place l'étrange prophète Silvio Gesell (1862-1930), qui a été injustement méconnu. Son oeuvre contient des éclairs de perspicacité pénétrante et il s'en fallut de peu qu'il n'atteignit le fond du problème. Pendant les années d'après-guerre ses disciples nous bombardèrent d'exemplaires de ses ouvrages ; mais, en raison de certains défauts manifestes de l'argumentation, nous fûmes très loin d'en découvrir le mérite. Comme cela arrive souvent dans le cas d'idées imparfaitement analysées, leur importance ne nous apparut clairement que lorsque nous fûmes arrivés par nos propres moyens à des conclusions personnelles. Dans l'intervalle nous estimions, comme les autres économistes universitaires, que ses efforts profondément originaux ne méritaient guère plus d'attention que l'oeuvre d'un déséquilibré. La plupart des lecteurs du présent ouvrage n'auront sans doute pas eu l'occasion d'apprécier l'importance des travaux de Gesell. Aussi leur accorderons-nous une place qui sans cela serait disproportionnée.

Gesell était un commerçant allemand prospère <sup>2</sup>, installé à Buenos Ayres. Il fut amené à l'étude des problèmes monétaires par la crise des dernières années de la décennie 1880-1890, qui, en Argentine, fut particulièrement violente. Il publia à Buenos Ayres, en 1891, son premier ouvrage : *Die Reformation im Münzwesen als Brücke zum socialen Staat* <sup>3</sup>. Un livre intitulé *Nervus Rerum*, publié également à Buenos Ayres la même année, contient ses idées principales sur la monnaie. Maints autres livres et brochures suivirent, jusqu'en 1906, date à laquelle il se retira en Suisse. Il avait alors une certaine aisance et put consacrer les dernières décades de son existence aux deux occupations les plus agréables lorsqu'on n'a pas à gagner sa vie : écrire et cultiver la terre.

La première partie de son oeuvre maîtresse fut publiée, en 1906, aux Hauts Geneveys, Suisse, sous le titre *Die Verwirklichung des Rechtes auf dem vollen*

<sup>1</sup> Puisque nous avons commencé à citer Bentham, nous ne pouvons nous dispenser de rappeler au lecteur une de ses plus jolies phrases: « On peut considérer le domaine de la technique, cette grand'route où cheminent les pionniers, comme une plaine vaste, illimitée peut-être, toute parsemée de gouffres comme celui où Curtius fut précipité, Il faut que chacun d'eux reçoive une victime humaine avant qu'on puisse le combler. Mais une fois qu'il est comblé, il est clos pour ne plus s'ouvrir; et la sécurité de la route se trouve accrue d'autant pour ceux qui suivent.

<sup>2</sup> Né près de la frontière de Luxembourg d'un père allemand et d'une mère française.

<sup>3</sup> *La réforme du régime monétaire, étape vers un État social.*

*Arbeitsertrag*<sup>1</sup>, et la seconde partie en 1911, à Berlin, sous le titre *Die Neue Lehre vom Zins*<sup>2</sup>. Elles furent réunies dans un même ouvrage, publié à Berlin et en Suisse pendant la guerre (1916) et édité six fois du vivant de l'auteur sous le nom de *Die natürliche Wirtschaftsordnung durch Freiland und Freigeld*<sup>3</sup>; la traduction anglaise faite par M. Philip Pye a été intitulée *The Natural Economic Order*. En avril 1919 Gesell entra dans l'éphémère Soviet de Bavière comme Ministre des Finances et fut ultérieurement traduit devant une cour martiale. Il passa les dix dernières années de sa vie à Berlin et en Suisse et se consacra à la propagande. Attirant à lui la ferveur quasi religieuse dont Henry George avait jadis été l'objet, Gesell devint le prophète vénéré d'un culte groupant à travers le monde des milliers de disciples. Le premier congrès international de la Ligue Suisse et Allemande pour l'affranchissement du sol et de la monnaie et des associations analogues existant en de nombreux pays se tint à Bâle en 1923. Depuis la mort de Gesell survenue en 1930 une grande partie de la ferveur spéciale que suscitent les doctrines comme les siennes s'est portée sur d'autres prophètes (moins éminents à notre avis). Le mouvement est dirigé en Angleterre par le Docteur Büchi, dont les publications semblent d'ailleurs provenir de San Antonio, Texas; son foyer principal est aujourd'hui aux États-Unis, où Irving Fisher est le seul économiste d'Université qui en ait reconnu l'importance.

Malgré l'appareil prophétique dont ses disciples l'ont orné, le livre principal de Gesell est écrit dans une langue froide et scientifique, encore qu'il soit tout imprégné d'un amour de la justice sociale atteignant un degré de chaleur et de passion que d'aucuns jugent excessifs chez un savant. La partie qui dérive de Henry George<sup>4</sup>, bien que sans aucun doute elle ait beaucoup contribué à la puissance du mouvement, est d'un intérêt tout à fait secondaire. On peut dire que le but général du livre est de construire un socialisme anti-marxiste, de lutter contre le laissez-faire en utilisant des raisons théoriques entièrement différentes de celles de Marx, puisqu'elles reposent sur la répudiation et non sur l'acceptation des hypothèses classiques, sur la suppression des entraves à la concurrence et non sur son abolition. Nous estimons que l'avenir aura plus à tirer de la pensée de Gesell que de celle de Marx. Le lecteur qui se reportera à la préface de *l'Ordre Économique Naturel* pourra apprécier la valeur morale de Gesell. C'est dans cette préface qu'il faut chercher à notre avis la réponse au Marxisme.

La contribution propre de Gesell à la théorie de la monnaie et de l'intérêt est la suivante. En premier lieu il fait nettement la distinction entre le taux de l'intérêt et l'efficacité marginale du capital, et il soutient que c'est le taux de l'intérêt qui fixe une limite à la vitesse d'accroissement du capital réel. Il montre ensuite que le taux de l'intérêt est un phénomène purement monétaire, que la particularité de la monnaie qui donne au taux d'intérêt de la monnaie son importance est le fait que sa possession en tant que moyen de constituer une réserve de richesse n'entraîne pour ceux qui la détiennent que des frais de conservation négligeables, et que les richesses comportant des frais de conservation appréciables, comme les stocks de marchandises, fournissent en fait un revenu à cause du niveau fixé par la monnaie. Il trouve dans la stabilité relative du taux de l'intérêt à travers les âges une preuve que ce taux ne peut dépendre

<sup>1</sup> La réalisation pratique du droit au produit intégral du travail.

<sup>2</sup> Les lois nouvelles de l'Intérêt.

<sup>3</sup> L'ordre économique naturel fondé sur l'affranchissement du Sol et de la Monnaie.

<sup>4</sup> Gesell, à la différence de George, recommande de payer des indemnités en cas de nationalisation de la terre.

de facteurs purement physiques, car les variations des facteurs de cet ordre d'une époque à l'autre ont été sans aucun doute infiniment plus fortes que celles qu'on observe dans le taux de l'intérêt ; ceci revient à dire (dans notre langage) que le taux de l'intérêt, lequel dépend de facteurs psychologiques constants, est resté stable et que les facteurs très instables qui agissent en premier lieu sur la courbe de l'efficacité marginale du capital ont déterminé, non le taux de l'intérêt, mais la -vitesse à laquelle le taux de l'intérêt (qui dans une certaine mesure était donné) a permis au stock de capital réel de s'accroître.

Cette théorie présente toutefois un grave défaut. Gesell démontre que c'est uniquement parce qu'il existe un taux d'intérêt de la monnaie qu'on peut obtenir un revenu en prêtant des stocks de marchandises. Son dialogue entre Robinson Cruséo et un étranger<sup>1</sup> est une excellente parabole économique - une des meilleures qu'on ait écrites à l'appui de cette affirmation. Mais, une fois qu'il a donné la raison pour laquelle le taux d'intérêt de la monnaie, à la différence de la plupart des taux d'intérêt de marchandises, ne peut être négatif, il ne voit nullement la nécessité d'expliquer pourquoi ce taux d'intérêt est positif, et il ne parvient pas à démontrer que ce n'est pas le niveau fixé par le rendement du capital productif qui gouverne le taux de l'intérêt (comme le soutient l'école classique). La notion de préférence pour la liquidité lui a en effet complètement échappé. Il n'a construit qu'à moitié la théorie du taux de l'intérêt.

C'est sûrement à cause de ses lacunes que la théorie de Gesell n'a guère retenu l'attention des milieux universitaires. Pourtant il l'avait suffisamment approfondie pour aboutir à une recommandation pratique qui, sans être applicable sous la forme qu'il a proposée, n'en contient peut-être pas -moins l'essentiel du remède nécessaire. Il soutient que le développement du capital réel est contrarié par le taux d'intérêt de la monnaie et que, en l'absence d'un tel obstacle, ce développement dans le monde moderne serait si rapide qu'un taux d'intérêt de la monnaie nul se trouverait justifié sinon immédiatement du moins dans un délai relativement court. Il importe donc avant tout d'abaisser le taux d'intérêt de la monnaie et Gesell montre qu'on peut y parvenir en faisant supporter à la monnaie des frais de conservation semblables à ceux qui grèvent les autres stocks de marchandises improductives. Ceci le conduit au fameux système de la « monnaie estampillée », auquel on a surtout associé son nom et qui a reçu le suffrage du Professeur Irving Fisher. Dans ce système les billets en circulation (et il est clair qu'au moins certaines formes de monnaie de banque devraient être soumises au même régime) ne pourraient conserver leur valeur qu'à la condition d'être revêtus chaque mois (comme une carte d'assurances) d'une estampille délivrée par les bureaux de poste. On pourrait bien entendu fixer le prix de l'estampille au chiffre convenable. Selon notre théorie ce prix devrait être approximativement égal à l'excès du taux de l'intérêt de la monnaie (abstraction faite des estampilles) sur l'efficacité marginale du capital qui correspond au flux d'investissement nouveau compatible avec le plein emploi. En fait, Gesell proposa un droit de 1 % par semaine, soit 5,2 % par an. Ce chiffre serait trop élevé dans les circonstances actuelles ; seuls des tâtonnements et des épreuves pourraient indiquer le chiffre correct, lequel devrait d'ailleurs être modifié de temps à autre. L'idée sur laquelle repose la monnaie estampillée est juste. Il est possible qu'on trouve le moyen de l'appliquer sur une échelle restreinte. Mais elle soulève de nombreuses difficultés que Gesell a ignorées. Il n'avait pas compris en particulier que la monnaie n'est pas la seule richesse assortie d'une prime de liquidité, qu'il n'y a qu'une différence de degré entre elle et

<sup>1</sup> *The Natural Economic Order*, pp. 297 et suiv.

beaucoup d'autres articles, et qu'elle tire son importance du fait qu'elle a une prime de liquidité plus forte qu'aucun autre article. Si les billets en circulation devaient être privés de leur prime de liquidité, toute une série de succédanés viendraient prendre leur place, monnaie de banque, créances à vue, monnaies étrangères, pierreries, métaux précieux en général, etc. A certaines époques, ce fut sans doute, comme nous Pavons indiqué précédemment, le goût de la propriété foncière, abstraction faite de son rendement, qui contribua à maintenir l'élévation du taux de l'intérêt - dans le système de Gesell ce phénomène serait rendu impossible par la nationalisation des terres.

## VII

Les théories que nous avons examinées ci-dessus concernent essentiellement l'élément de la demande effective qui repose sur l'existence d'une incitation suffisante à investir. Ce n'est pourtant pas une nouveauté, d'attribuer le chômage à l'insuffisance de l'autre élément, c'est-à-dire à l'insuffisance de la propension à consommer. Mais cette autre explication des maux économiques contemporains, également impopulaire auprès des économistes classiques, a joué un rôle bien moindre dans la pensée du XVIe et du XVIIe siècles; c'est seulement à une date relativement récente qu'elle a acquis de l'importance.

Bien que les doléances contre la sous-consommation n'aient été qu'un aspect secondaire de la pensée mercantiliste, le Professeur Heckscher cite un certain nombre d'exemples de, ce qu'il appelle « la ferme croyance à l'utilité du luxe et à la nuisance de l'économie: En fait, l'épargne était considérée comme la cause du chômage; et ce pour deux raisons : d'abord parce qu'on estimait que le revenu réel diminuait de la quantité de monnaie qui n'entrait pas dans les échanges, ensuite parce que l'épargne était censée retirer de la monnaie de la circulation »<sup>1</sup>. En 1598 Laffemas (*Les Trésors et Richesses pour mettre l'Estat en Splendeur*) combattait les adversaires de l'emploi des soieries françaises, parce que les acquéreurs de produits français de luxe procuraient aux pauvres des moyens de subsistance, alors que les avares les faisaient mourir de misère<sup>2</sup>. En 1662, Petty justifiait « les fêtes, les spectacles somptueux, les arcs de triomphe », etc. en arguant que leurs coûts entraient dans la poche des brasseurs, boulangers, tailleurs, bottiers et autres. Fortrey approuvait « la prodigalité dans le vêtement ». Von Schrötter (1686) attaquait les lois somptuaires et souhaitait qu'il y eût plus de faste dans l'habillement et les autres éléments du train de vie. Barbon (1690) écrivait que la « Prodigalité est un vice préjudiciable à l'Homme, mais non au Commerce »... et que « l'Avarice est un vice préjudiciable à la fois à l'Homme et au Commerce »<sup>3</sup>. En 1695 Cary soutenait que, si tout le monde dépensait plus, chacun aurait un revenu supérieur et « pourrait vivre plus. largement »<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Op. cit., vol. II, p. 208.

<sup>2</sup> Op., cit., vol. II, p. 290.

<sup>3</sup> Op., cit., vol. II, p. 291.

<sup>4</sup> Op. cit., vol. II, p. 209.

Mais c'est la *Fable des Abeilles* de Bernard de Mandeville qui contribua le plus à vulgariser l'opinion de Barbon. Ce livre fut déclaré subversif par le Grand Jury de Middlesex en 1723, et sa réputation scandaleuse lui assigne une place marquante dans l'histoire des sciences morales. Un seul homme a dit un mot en sa faveur, le Docteur Johnson, qui reconnaît que l'ouvrage, loin de l'avoir indigné, « lui a grandement ouvert les yeux sur la vie réelle ». L'analyse de Leslie Stephen dans le *Dictionnaire de Biographie Nationale* fera ressortir mieux que tout autre commentaire en quoi consiste « l'immoralité » du livre :

« Mandeville a causé un grand scandale en publiant ce livre, dans lequel un système moral cynique est rendu attrayant par d'ingénieux paradoxes... Sa doctrine d'après laquelle la dépense contribue plus que l'épargne à la prospérité s'accordait avec de nombreux sophismes économiques qui étaient en cours à cette époque et qui n'ont pas encore entièrement disparu <sup>1</sup>. En supposant avec les ascètes que les désirs humains sont essentiellement mauvais et partant qu'ils donnent naissance à des « vices privés », puis en admettant l'opinion commune que la richesse est un « bienfait public », il démontre aisément que toute civilisation implique le développement de tendances vicieuses...

*La Fable des Abeilles* est un poème allégorique « Les Murmures de la ruche ou les Fripons devenus honnêtes ». L'auteur y dépeint la situation épouvantable d'une communauté prospère où brusquement, dans l'intérêt de l'Épargne, les citoyens décident de renoncer à la vie luxueuse et l'État d'arrêter les armements.

Aucun seigneur maintenant ne s'honore  
De vivre aux dépens de ses créanciers.  
Les livrées s'amassent chez les fripiers.  
On abandonne à vil prix ses carrosses,  
On vend de magnifiques attelages,  
Et des villas pour rembourser ses dettes ;  
On fuit la dépense comme une faute ;  
On n'entretient plus d'armée au dehors ;  
On méprise l'opinion étrangère,  
Et aussi la vaine gloire des armes.  
On se bat encore, mais pour le pays,  
Lorsque Droit et Liberté sont en cause.

Chloé la Hautaine

Retranche sur ses menus dispendieux  
Et porte un an entier la même robe.

Et quel est le résultat ?

Contemplez maintenant la Ruche illustre.  
Comment s'accordent Commerce et Vertu ?

<sup>1</sup> Dans son *History of English Thought in the Eighteenth Century* (p. 297), Stephen écrit au sujet du sophisme rendu célèbre par Mandeville « que sa réfutation complète réside dans la doctrine d'après laquelle la demande de marchandises ne constitue pas une demande de travail, doctrine si rarement comprise que son intelligence parfaite est peut-être le meilleur brevet d'économiste ».



De son luxe il ne reste plus de trace ;  
Elle apparaît sous un aspect tout autre.  
Car ceux qui faisaient de grosses dépenses  
Ne sont pas les seuls qui doivent partir ;  
Les multitudes qu'ils entretenaient  
Sont forcées aussi chaque jour de fuir.  
C'est en vain qu'on cherche un autre métier ;  
Tous, ils sont également encombrés.  
Le prix des terres et des maisons s'effondre.  
Les palais enchantés, dont les murailles  
Comme celles de Thèbes avaient été  
Bâties dans la joie, sont abandonnés.

.....

Dans la construction l'arrêt est total ;  
Les artisans ne trouvent plus d'emploi ;  
La peinture n'illustre plus personne ;  
On ne cite aucun sculpteur ni graveur.

La « morale » est donc que

La Vertu seule ne peut faire vivre  
Les nations dans la Splendeur. Qui veut  
Ramener l'âge d'or doit accueillir  
Également le Vice et la Vertu.

Par les deux passages ci-après, extraits du commentaire qui fait suite à l'allégorie, on verra que celle-ci ne manquait pas de base théorique.

« Une sage économie, que d'aucuns appellent *Épargne*, est dans les familles privées le moyen le plus sûr d'augmenter les patrimoines. Certains estiment que dans l'ensemble d'un pays, fertile ou non, la même méthode peut être appliquée et doit produire le même effet. Ils pensent par exemple que les Anglais pourraient être beaucoup plus riches qu'ils le sont, s'ils étaient aussi économes que certains de leurs voisins. C'est à notre avis une erreur <sup>1</sup>.

Mandeville conclut au contraire :

Tout l'art de rendre une nation heureuse et florissante consiste à donner à chacun la possibilité d'être employé. Pour y parvenir, le premier souci d'un Gouvernement doit être de favoriser tous les genres de manufactures, d'arts et de métiers, que l'homme peut inventer ; le second d'encourager l'agriculture et la pêche afin que la nature tout entière soit, comme l'homme, mise à contribution. C'est par cette politique et non par une futile réglementation de la prodigalité et de l'économie qu'on peut accroître la grandeur et le bonheur des nations. Que la valeur de l'or et de l'argent croisse ou décroisse, la satisfaction des sociétés dépendra toujours des fruits de la terre et du

---

<sup>1</sup> Ce passage est à rapprocher de la phrase suivante écrite par Adam Smith, le précurseur de l'école classique, qui s'y est peut-être référé : « Ce qui est sage dans la conduite d'une famille privée peut être presque fou dans la conduite d'un grand État. »

travail des hommes ; lesquels forment ensemble un trésor plus sûr, plus inépuisable et plus réel que l'or du Brésil ou l'argent de Potosi.

Il n'est pas surprenant que des sentiments aussi pervers aient été flétris par deux siècles de moralistes et d'économistes, qui se sentaient beaucoup plus vertueux en possession de leur austère doctrine d'après laquelle, hors la pratique de l'épargne la plus stricte par les individus et par l'État, il n'existe pas de salut. « Les fêtes, les spectacles somptueux, les arcs de triomphe, etc. », de Petty firent place aux économies de bout de chandelle de la finance gladstonienne et à un système politique qui « n'avait pas les moyens » de créer des hôpitaux, des esplanades ou de beaux bâtiments, ni même d'entretenir ses monuments anciens, ni encore moins de favoriser l'éclat de la musique et du théâtre, toutes choses qu'on abandonnait à la charité privée ou à la munificence de particuliers imprévoyants.

Cette doctrine ne reparut dans les cercles distingués qu'un siècle plus tard, au cours de la dernière période de la vie de Malthus, lorsque la notion d'insuffisance de la demande effective acquit une certaine importance parmi les explications scientifiques du chômage. Nous avons déjà traité assez longuement cette question dans notre Essai sur Malthus <sup>1</sup>. Il nous suffira donc de reproduire ici un ou deux passages caractéristiques, qui ont déjà été cités dans le dit Essai.

« Dans presque toutes les parties du monde on voit d'immenses forces productives qui ne sont pas mises en oeuvre ; nous expliquons ce phénomène en disant que, faute d'une bonne distribution des produits existants, il n'y a pas de motifs suffisants de continuer à produire... Nous affirmons expressément qu'un très grand effort de capitalisation, qui implique une diminution considérable de la consommation improductive, doit, en affaiblissant grandement les motifs habituels de la production, entraîner un arrêt prématuré du développement de la richesse... Mais, s'il est vrai qu'un très grand effort de capitalisation provoque entre le travail et le profit un divorce assez profond pour faire disparaître presque complètement le motif et le moyen de s'enrichir par la suite, pour supprimer par conséquent la possibilité de maintenir une population croissante et de lui fournir de l'emploi, ne faut-il pas reconnaître qu'un tel effort de capitalisation, ou en d'autres termes une épargne exagérée, peut causer à un pays un réel préjudice <sup>2</sup> ?

La question est de savoir si cette stagnation du capital et la stagnation subséquente de la demande de main-d'œuvre, due à un accroissement de la production qui n'est pas accompagné d'un accroissement suffisant de la consommation improductive chez les propriétaires et les capitalistes, peut se produire sans qu'il en résulte un dommage pour le pays, un affaiblissement du degré de bonheur et de prospérité par rapport à celui qui eût existé si la consommation improductive des propriétaires et des capitalistes avait été proportionnée au surplus naturel de ressources de la société, de manière à maintenir une parfaite continuité dans les motifs de la production et à empêcher d'abord l'élévation anormale de la demande de main-d'œuvre, puis son fléchissement nécessaire et soudain. Mais, s'il en est ainsi, comment serait-il exact de dire que la parcimonie, qui est préjudiciable aux producteurs, ne peut être préjudiciable à l'État ; ou que l'accroissement de la consommation improductive des propriétaires et

<sup>1</sup> *Essays in Biography*, pp. 139-147.

<sup>2</sup> Lettre de Malthus à Ricardo du 7 juillet 1821.



des capitalistes n'est jamais le remède spécifique à un état de choses caractérisé par l'affaiblissement des motifs à produire <sup>1</sup>.

Adam Smith a affirmé que la parcimonie développe le capital, qu'un homme économe est un bienfaiteur public et que l'accroissement de la richesse dépend de l'excédent de la production sur la consommation. Il est indubitable que ces propositions contiennent une grande part de vérité... Mais il est bien évident qu'elles sont vraies seulement dans certaines limites, et que le principe de l'épargne, poussé à l'extrême, détruirait le motif de la production. Si chacun se contentait de la nourriture la plus simple, du vêtement le plus pauvre et de la maison la plus humble, il est certain qu'il n'existerait pas d'autre sorte de nourriture, de vêtement ni de maisons... Les deux extrêmes sont évidents, il existe donc nécessairement un point intermédiaire, même si les moyens de l'économie politique ne permettent pas de le déterminer, ou compte tenu de la capacité du production et de la volonté de consommer le motif à accroître la richesse est maximum <sup>2</sup>.

De toutes les opinions que nous avons rencontrées chez des hommes intelligents et inventifs, celle de M. Say qui déclare *qu'un produit consommé ou détruit est un débouché fermé* (1, 1, chap. 15) nous semble la plus directement contraire à une saine doctrine et la plus invariablement contredite par l'expérience. Elle découle immédiatement de la théorie nouvelle qu'il faut considérer les marchandises les unes par rapport aux autres et non dans leurs rapports avec les consommateurs. Qu'on nous dise ce que deviendrait la demande de marchandises, si toute consommation autre que celle de pain et d'eau était suspendue pour six mois. Quelle accumulation de marchandise ! Quels débouchés ! Quel prodigieux marché cet événement ferait surgir <sup>3</sup> !

Ricardo, cependant, resta complètement sourd aux observations de Malthus. On trouve le dernier écho de cette controverse dans l'exposé fait par John Stuart Mill de sa Théorie du Fonds des Salaires <sup>4</sup> ; ce fut cette théorie qui lui, parut jouer le rôle essentiel dans la réfutation des dernières idées de Malthus, et non les raisonnements qu'on n'avait pas manqué de lui apprendre. Les successeurs de Mill rejetèrent sa théorie du Fonds des Salaires, mais ne s'aperçurent pas que sa réfutation de Malthus reposait sur elle. Leur méthode consista à faire disparaître le problème du domaine de la science économique, non en le résolvant, mais en le passant sous silence. Le problème fut entièrement rayé de la discussion. M. Cairncross, qui récemment en a cherché les traces chez les économistes secondaires de l'époque Victorienne <sup>5</sup>, en a peut-être trouvé moins encore qu'on aurait pu s'y attendre <sup>6</sup>. Les théories de la sous-consommation restèrent sous le boisseau jusqu'à la publication en 1889 de la *Physiology of Industry* de J. A. Hobson et A. F. Mummery. Ce livre est le premier et le plus important des nombreux ouvrages dans lesquels avec ardeur et courage M. Hobson a lutté pendant près de cinquante ans sans défaillance mais aussi presque sans

<sup>1</sup> Lettre de Malthus à Ricardo du 16 juillet 1821.

<sup>2</sup> Préface aux *Principles of Political Economy* de Malthus, pp. 8 et 9.

<sup>3</sup> *Principles of Political Economy* de Malthus, pp. 363 en note.

<sup>4</sup> *Économie Politique* de J. S. Mill, Livre I, Ch. V. Dans la *Physiology of Industry*, pp. 38 et suiv., de Mummery et Hobson, on trouve une discussion très approfondie et importante de cette partie de la théorie de Mill et en particulier de sa thèse que « une demande de marchandises n'est pas une demande de main-d'œuvre » (thèse que Marshall a cherché à réfuter dans sa discussion très peu satisfaisante de la Théorie du Fonds des Salaires).

<sup>5</sup> « Les Économistes de l'Époque victorienne et l'Investissement » *Economic History*, 1936.

<sup>6</sup> La plus intéressante de ses découvertes est le tract de Fullarton, *Comment doivent être gouvernées les circulations monétaires*, (1844).

succès contre les forces de l'école orthodoxe. La publication de ce livre si complètement oublié aujourd'hui fait époque, en un certain sens, dans l'histoire de la pensée économique <sup>1</sup>.

La *Physiology of Industry* fut écrite en collaboration avec A. F. Mummery. M. Hobson a expliqué comment il avait été amené à composer cet ouvrage <sup>2</sup>.

C'est seulement vers 1885 que mes idées économiques hétérodoxes ont commencé à prendre forme. La campagne de Henry Georges contre l'élévation des fermages, l'agitation naissante de divers groupes socialistes contre l'oppression manifeste subie par la classe ouvrière et aussi les révélations des deux Booth sur le paupérisme à Londres avaient profondément ému ma sensibilité, mais elles n'avaient pas détruit ma foi dans l'économie politique. Ce résultat devait être la conséquence d'une rencontre fortuite. Alors que j'étais professeur à Exeter, j'entrai en relations avec un homme d'affaires appelé Mummery. Mummery, connu à cette époque et surtout plus tard comme un grand alpiniste, avait découvert un nouvel accès au Cervin et se tua en 1895 en tentant l'ascension de la fameuse montagne Nanga Parbat dans l'Himalaya. Mes rapports avec lui ne s'établirent évidemment pas sur ce plan physique. Mais au moral il était aussi un grand alpiniste, doué d'une aptitude naturelle à sortir des sentiers battus et d'une indifférence magnifique à l'égard des autorités intellectuelles. Cet homme m'entraîna dans une controverse sur l'excès d'épargne qui lui paraissait être en période de dépression la cause de l'inactivité du capital et de la main-d'œuvre. Pendant longtemps j'essayai de combattre ses arguments avec les armes de l'économie orthodoxe. Mais il finit par me convaincre et je m'associé à lui pour construire la théorie de l'excès d'épargne dans un livre intitulé *The Physiology of Industry*, qui fut publié en 1889. Ce fut le premier pas notoire que je fis dans ma carrière d'hérétique, et j'étais loin d'en mesurer les conséquences. Je venais en effet d'abandonner mon emploi dans l'enseignement secondaire et me consacrais à des travaux nouveaux en qualité de maître de conférence d'Économie Politique et de Littérature à la University Extension Society. Ma première avanie vint du conseil l'Extension de Londres, qui m'interdit de professer l'Économie Politique. Cette décision résultait, paraît-il, de l'intervention d'un professeur d'Économie Politique qui avait lu mon ouvrage et n'y avait pas trouvé plus de logique que dans une tentative pour démontrer que la terre est plane. Comment aurait-il pu exister des limites à l'utilité de l'épargne, alors que tout acte d'épargne contribuait à augmenter l'édifice du capital et le fonds qui servait à payer les salaires ? Des économistes sensés ne pouvaient que considérer avec horreur un raisonnement qui visait à tarir la source de tout progrès industriel <sup>3</sup>. Une autre aventure de quelque intérêt qui m'arriva contribua à me convaincre du sentiment de mon iniquité. Bien qu'on m'eût interdit d'enseigner l'Économie Politique à Londres, j'avais été autorisé, grâce à l'extrême libéralité du Mouvement pour l'Extension de l'Université d'Oxford, à faire des conférences en province, à la

<sup>1</sup> *The Fallacy of Saving* (le Sophisme de l'Épargne) de J. M. Robertson, publié en 1892. soutient l'hérésie de Mummery et Hobson. Mais c'est un livre d'une valeur et d'une portée assez restreintes ; les intuitions pénétrantes de la *Physiology of Industry* lui font complètement défaut.

<sup>2</sup> Dans une allocution intitulée « Confession d'un économiste hérétique », prononcée devant la Société Morale de Londres à Conway Hall, le dimanche 14 juillet 1935. Nous la reproduisons avec l'autorisation de AL Hobson.

<sup>3</sup> Hobson avait irrévérencieusement écrit dans la *Physiology of Industry*, p. 26 : « L'épargne est la source de la richesse nationale et plus une nation est économe plus elle devient riche. Telle est la doctrine commune de presque tous les économistes ; il en est beaucoup parmi eux qui adoptent un ton d'une dignité toute morale pour démontrer la valeur infinie de l'épargne ; dans leur ennuyeuse chanson c'est la seule note qui ait plu à l'oreille du public ».

condition de m'en tenir aux questions pratiques concernant la vie de la classe ouvrière. Or il advint qu'à cette époque la Charity Organisation Society projetait une campagne de conférences sur des sujets économiques et me demanda d'en préparer une série. J'avais accepté ce nouveau travail de conférences quand tout à coup l'invitation fut contremandée sans explication. Je ne me rendis pas bien compte même à ce moment qu'en paraissant mettre en doute la vertu de l'épargne, quand elle dépasse certaines limites, j'avais commis la faute irrémissible.

Dans ce premier ouvrage de M. Hobson (et de son collaborateur) la doctrine classique qui lui avait été enseignée fait l'objet d'allusions plus directes que dans ses autres oeuvres ; pour cette raison et aussi parce que ce livre est la première expression de sa théorie nous en citerons plusieurs passages, qui montreront l'importance et le bien fondé des critiques et des intuitions des auteurs. La nature des conclusions qu'ils attaquent est indiquée comme il suit dans la préface.

L'épargne enrichit et la dépense appauvrit la communauté en même temps que l'individu, et on peut affirmer d'une manière générale que l'amour effectif de l'argent est, dans l'ordre économique, la source de tout bien. Non seulement il enrichit celui qui épargne, mais il fait monter les salaires, donne du travail aux chômeurs et répand partout ses bienfaits. Dans les journaux quotidiens comme dans les récents traités d'économie, dans les chaires comme à la Chambre des Communes, on répète et on renouvelle cette affirmation au point qu'il est devenu sacrilège de la mettre en doute. Cependant, jusqu'à la publication de l'oeuvre de Ricardo, la partie instruite de la population, appuyée sur la majorité des théoriciens de l'économie, niait énergiquement cette doctrine et, si elle finit par l'accepter, ce fut uniquement faute de pouvoir réfuter la doctrine aujourd'hui discréditée du Fonds des salaires. Seule l'autorité indiscutée des esprits considérables qui ont soutenu cette conclusion peut expliquer qu'elle ait survécu au raisonnement qui en était la base logique. Des critiques d'économie politique se sont risqués à attaquer la théorie dans ses détails, mais ils ont reculé d'épouvante à l'idée de toucher à ses conclusions principales. Nous avons dessein de prouver que ces conclusions ne sont pas défendables, qu'il peut y avoir une pratique exagérée des habitudes d'épargne, qu'une telle pratique appauvrit la communauté, prive la main-d'oeuvre de ses emplois, comprime les salaires et répand dans le monde des affaires le marasme et le découragement connus sous le nom de crise économique...

L'objet de la production est de fournir aux consommateurs « des marchandises et des services », et l'opération suit une marche continue depuis le moment où la matière première commence à être traitée jusqu'au moment où elle est complètement consommée sous forme de marchandises ou de services. La seule utilité du capital étant de faciliter la production de ces marchandises et de ces services, la quantité totale de capital employé varie nécessairement avec la quantité totale de marchandises et de services consommés chaque jour ou chaque semaine. Or l'épargne accroît la masse du capital existant tout en réduisant la quantité des marchandises et des services consommés ; la pratique exagérée de l'épargne entraîne donc nécessairement une accumulation de capital supérieure à la quantité dont l'emploi est nécessaire ; la différence se manifeste par la surproduction générale <sup>1</sup>.

L'origine de l'erreur de Hobson apparaît dans la dernière phrase du passage. Il suppose en effet que la conséquence d'une épargne exagérée est une accumulation *effective* de capital excédant les besoins, alors qu'en réalité il s'agit là d'un mal secon-

<sup>1</sup> Hobson et Mummery, *Physiologie of Industry*, pp. III-IV.

daire dû uniquement à des erreurs de prévisions ; le mal essentiel réside dans la propension en état de plein emploi à épargner des sommes supérieures à la valeur du capital qui est requis et dans l'obstacle à la réalisation du plein emploi qui en résulte, hors le cas de prévisions erronées. Néanmoins, une page ou deux plus loin, il expose la moitié de la question avec une précision qui nous paraît absolue, encore qu'il néglige l'action possible des variations du taux de l'intérêt et de l'état de la confiance chez les hommes d'affaires, facteurs qu'il prend sans doute comme données :

Nous sommes ainsi amenés à conclure que l'idée d'après laquelle les quantités totales des agents naturels, du capital et du travail disponibles déterminent le volume de la production annuelle, idée qui est à la base de tout l'enseignement économique depuis Adam Smith, est erronée. Sans pouvoir dépasser la limite imposée par ces quantités totales, le volume de la production annuelle peut au contraire être maintenu au-dessous du maximum, et se trouve en fait maintenu bien au-dessous du maximum, par l'obstacle qu'opposent à la production une épargne excessive et l'accumulation subséquente d'offres surabondantes ; en d'autres termes dans l'état normal des communautés industrielles modernes, c'est la consommation qui limite la production et non la production qui limite la consommation <sup>1</sup>.

Hobson indique enfin que sa théorie infirme les arguments orthodoxes en faveur du libre échange :

Nous remarquerons aussi que l'accusation d'imbécillité dans l'ordre commercial, si généreusement formulée par les économistes orthodoxes contre les cousins d'Amérique et les autres communautés protectionnistes, ne peut plus être étayée sur les arguments libre-échangistes mis en avant jusqu'ici, puisqu'ils sont tous fondés sur l'hypothèse qu'un excès d'offre est impossible <sup>2</sup>.

Le raisonnement qui suit est à vrai dire incomplet. Mais c'est la première fois qu'on énonce de façon explicite le fait que le capital est créé, non par la propension à épargner mais en réponse à la demande résultant de la consommation actuelle et escomptée. Les quelques citations suivantes indiqueront les grandes lignes du raisonnement :

Il devrait être clair qu'on ne peut avoir avantage à accroître le capital d'une communauté en l'absence d'un accroissement subséquent de la consommation de marchandises... Un accroissement, d'épargne et de capital ne peut être efficace que si un accroissement correspondant de la consommation se produit dans la période consécutive <sup>3</sup>... Et, quand nous parlons d'une consommation future, nous n'avons pas en vue une consommation qui se produira dix, vingt ou cinquante ans plus tard, mais une consommation qui se produira dans un avenir très peu éloigné... Si une économie ou une prévoyance accrues incitent à épargner plus dans le moment présent, il faut qu'on consente à consommer plus dans l'avenir <sup>4</sup>... Or à aucun stade de la production le capital ne peut économiquement exister en quantité supérieure à celle qu'exige l'alimentation en marchandises du flux courant de consommation <sup>5</sup>... Il est clair que mon épargne n'affecte en rien l'épargne totale de la communauté, elle ne fait que

<sup>1</sup> Hobson et Mummery, *Physiology of Industry*, p. VI.

<sup>2</sup> Op. cit., p. IX.

<sup>3</sup> Op. cit., p. 27.

<sup>4</sup> Op. cit., pp. 50-51.

<sup>5</sup> Op. cit., p. 69.

déterminer si telle portion de l'épargne totale sera constituée par moi ou par quelqu'un d'autre. Nous montrerons comment l'épargne d'une partie de la communauté a la propriété de forcer une autre partie de la communauté à dépenser plus que son revenu <sup>1</sup>... La plupart des économistes modernes nient que la consommation puisse en aucun cas être insuffisante. Peut-on découvrir une force économique dont l'action incite une communauté à épargner avec excès; et, si une telle force existe, le mécanisme du commerce ne fournit-il pas des moyens efficaces d'y résister ? Nous démontrerons d'abord que dans toute société industrielle très organisée s'exerce d'une façon continue une force qui tend naturellement à susciter une épargne excessive, et ensuite que les moyens de résistance que le mécanisme du commerce est censé fournir sont ou bien totalement inefficaces ou bien insuffisants pour prévenir de sérieux dommages économiques <sup>2</sup>... La plupart des économistes postérieurs à Ricardo semblent avoir jugé satisfaisante la réponse succincte qu'il fit aux affirmations de Malthus et de Chalmers : « Les produits s'achètent toujours au moyen de produits ou de services; la monnaie n'est que le moyen par lequel s'effectue l'échange. Puisqu'un accroissement de la production est toujours accompagné d'un accroissement correspondant du pouvoir d'achat et de consommation, il n'est pas possible qu'il y ait surproduction » (Ricardo, *Princ. of Pol. Econ.*, p. 362) <sup>3</sup>.

Hobson et Mummery avaient compris que l'intérêt n'était rien d'autre qu'un paiement pour l'usage de la monnaie <sup>4</sup>. Ils savaient aussi fort bien que leurs adversaires objecteraient qu'il « se produit une baisse du taux de l'intérêt (ou du profit) suffisante pour décourager l'épargne et rétablir le rapport convenable entre la production et la consommation » <sup>5</sup>. Ils font observer en réponse que « la baisse du profit ne peut entraîner une diminution de l'épargne que de deux façons, soit en incitant à dépenser plus, soit en amenant à produire moins » <sup>6</sup>. En ce qui concerne le premier moyen, ils remarquent qu'en cas de baisse du profit le revenu global de la communauté fléchit et « qu'on ne peut supposer que, lorsque le revenu moyen diminue, les individus soient incités à augmenter le montant de leurs consommations par le fait que la prime à l'épargne diminue elle aussi » ; quant au second moyen, « ils ont si peu l'intention de nier qu'une baisse du profit due à une offre surabondante puisse faire obstacle à la production que la reconnaissance du rôle de cet obstacle est la base même de leur raisonnement » <sup>7</sup>. Néanmoins leur thèse reste inachevée, surtout parce qu'ils n'ont pas de théorie indépendante du taux de l'intérêt. M. Hobson est ainsi amené à trop insister (notamment dans ses derniers ouvrages) sur le fait que la sous-consommation conduit au surinvestissement dans le sens d'investissements désavantageux, au lieu d'expliquer qu'une propension relativement faible à consommer contribue à causer du chômage parce qu'il faudrait qu'elle fût accompagnée - alors qu'en fait elle ne l'est pas - d'un volume compensateur d'investissement nouveau, et parce que celui-ci, s'il peut parfois apparaître temporairement à la suite d'erreurs optimistes, est en général rendu impossible par la baisse du profit escompté au-dessous du niveau fixé par le taux de l'intérêt.

<sup>1</sup> Op. cit., p. 113.

<sup>2</sup> Op. cit. p. 100.

<sup>3</sup> Op. cit., p. 101.

<sup>4</sup> Op. cit., p. 79.

<sup>5</sup> Op. cit., p. 117.

<sup>6</sup> Op. cit., p. 130.

<sup>7</sup> Hobson et Mummery, *Physiology of Industry*, p. 131.

Depuis la guerre on a vu foisonner les théories hérétiques de sous-consommation ; les plus célèbres sont celles du Major Douglas. La force de l'argumentation du Major Douglas vient d'ailleurs en grande partie du fait que l'école orthodoxe n'a pu établir le mal fondé de ses critiques destructives. Car les détails de son analyse et notamment le théorème connu sous le nom de A + B contiennent une grande part de mystification pure. S'il avait limité la catégorie B aux provisions financières que les entrepreneurs constituent indépendamment de toute dépense de remplacement ou de renouvellement, il eut été beaucoup plus près de la vérité. Toutefois, il faut tenir compte même dans ce cas du fait que les provisions peuvent être contrebalancées soit par des investissements nouveaux en d'autres secteurs soit par des dépenses de consommation supplémentaires. Le Major Douglas, à la différence de ses adversaires orthodoxes, a au moins le mérite de n'avoir pas totalement oublié le problème essentiel de notre système économique. Mais on peut difficilement le mettre sur le même rang (dans la vaillante armée hérétique peut-être a-t-il grade de soldat, mais non de capitaine) que Mandeville, Malthus, Gesell et Hobson, qui, fidèles à leurs intuitions, ont mieux aimé se contenter d'une connaissance obscure et imparfaite de la vérité que soutenir une erreur, établie sans doute sur une logique simple, claire et cohérente, mais dérivant d'hypothèses incompatibles avec les faits.

Livre VI : Notes succinctes suggérées par la théorie générale

## Chapitre XXIV

---

# Notes finales sur la philosophie sociale à laquelle la théorie générale peut conduire

## I

[Retour à la table des matières](#)

Les deux vices marquants du monde économique où nous vivons sont le premier que le plein emploi n'y est pas assuré, le second que la répartition de la fortune et du revenu y est arbitraire et manque d'équité. Le rapport entre la théorie qui précède et le premier de ces vices est évident. Mais il existe deux points importants où elle touche aussi le second.

Depuis la fin du XIXe siècle la taxation directe des revenus cédulaires, des revenus globaux et des successions a permis de réaliser, surtout en Grande-Bretagne, de sérieux progrès dans la réduction des très grandes inégalités de fortune et de revenu. Certains souhaiteraient qu'on allât beaucoup plus loin dans cette voie, mais ils sont retenus par deux ordres de considérations. D'abord ils craignent de rendre les évactions fiscales trop avantageuses et aussi d'affaiblir à l'excès le motif qui incite à assumer des risques. Mais ce qui, à notre avis, les arrête surtout, c'est l'idée que le développement du capital est en relation avec la puissance du motif de l'épargne individuelle et qu'il est en grande partie fonction du montant de l'épargne que la classe riche tire de ses superfluités. Notre thèse est sans influence sur les premières



considérations, mais elle conduit à envisager les secondes sous un jour bien différent. Nous avons vu en effet qu'une faible propension à consommer, loin de stimuler le développement du capital, ne fait que le contrarier tant que le plein emploi n'est pas réalisé; et qu'elle ne lui est favorable que dans une situation de plein emploi. De plus l'expérience enseigne que, dans les conditions actuelles, la politique des collectivités et le jeu des fonds d'amortissement assurent une épargne plus que suffisante ; elle enseigne aussi que des mesures modifiant la répartition du revenu dans un sens favorable à la propension à consommer sont propres à accélérer grandement le développement du capital.

En cette matière il existe dans les esprits une confusion qu'illustre bien l'idée si répandue que les droits de succession sont cause d'une réduction de la richesse en capital du pays. Si le Gouvernement affecte le produit de ces droits à la couverture de ses dépenses ordinaires de manière à réduire ou à ne pas augmenter les impôts sur le revenu et sur la consommation, il est certes exact qu'une politique fiscale tendant à accroître les droits de succession renforce la propension de la communauté à consommer. Mais, puisque un accroissement de la propension habituelle à consommer contribue en général (c'est-à-dire hors le cas de plein emploi) à renforcer l'incitation à investir, la conclusion qu'on a coutume d'en tirer est l'exact contraire de la vérité.

L'analyse qui précède nous amène donc à conclure que dans les conditions contemporaines l'abstinence de la classe aisée est plus propre à contrarier qu'à favoriser le développement de la richesse. Ainsi disparaît l'une des principales justifications sociales d'une grande inégalité des fortunes. Ce n'est pas à dire que d'autres raisons indépendantes de notre thèse ne puissent justifier en certaines circonstances un certain degré d'inégalité dans les fortunes. Mais notre thèse élimine la principale des raisons pour lesquelles on a pensé jusqu'ici qu'une grande circonspection était nécessaire dans l'accomplissement des réformes. Elle influe tout particulièrement sur notre façon d'envisager les droits de succession. Car certaines considérations qui légitiment l'inégalité des revenus ne justifient pas en même temps l'inégalité des héritages.

Pour notre part, nous pensons qu'on peut justifier par des raisons sociales et psychologiques de notables inégalités de fortune, mais non des disproportions aussi marquées qu'à l'heure actuelle. Il existe des activités humaines utiles qui, pour porter tous leurs fruits, exigent l'aiguillon du lucre et le cadre de la propriété privée. Bien plus, la possibilité de gagner de l'argent et de constituer une fortune peut canaliser certains penchants dangereux de la nature humaine dans une voie où ils sont relativement inoffensifs. Faut de pouvoir se satisfaire de cette façon, ces penchants pourraient trouver une issue dans la cruauté, dans la poursuite effrénée du pouvoir personnel et de l'autorité et dans les autres formes de l'ambition personnelle. Il vaut mieux que l'homme exerce son despotisme sur son compte en banque que sur ses concitoyens; et, bien que la première sorte de tyrannie soit souvent représentée comme un moyen d'arriver à la seconde, il arrive au moins dans certains cas qu'elle s'y substitue. Mais, pour stimuler ces activités et pour satisfaire ces penchants, il n'est pas nécessaire que la partie se joue à un taux aussi élevé qu'aujourd'hui. Des taux beaucoup plus bas seraient tout aussi efficaces dès l'instant que les joueurs y seraient habitués. La transformation et la conduite de la nature humaine sont deux tâches qu'il importe de ne pas confondre. Peut-être dans la république idéale les hommes pourraient-ils avoir été habitués, inclinés ou formés à se désintéresser du jeu. Mais, tant que l'homme moyen ou même une fraction notable de la communauté sera fortement adonnée à la passion du lucre, la sagesse et la prudence commanderont sans



doute aux hommes d'État d'autoriser la pratique du jeu sous certaines règles et dans certaines limites.

## II

Mais il y a une seconde partie de notre analyse dont les conséquences sont beaucoup plus importantes pour l'avenir des inégalités de fortune ; c'est notre théorie du taux de l'intérêt. On justifiait jusqu'ici une certaine élévation du niveau de l'intérêt par la nécessité de fournir à l'épargne un encouragement suffisant. Mais nous avons démontré que le montant effectif de l'épargne est rigoureusement déterminé par le flux de l'investissement et que l'investissement grossit sous l'effet d'une *baisse* du taux de l'intérêt, pourvu qu'on ne cherche pas à le porter au delà du montant qui correspond au plein emploi. La politique la plus avantageuse consiste donc à faire baisser le taux de l'intérêt par rapport à la courbe de l'efficacité marginale du capital jusqu'à ce que le plein emploi soit réalisé.

Ce critère conduira, sans aucun doute, à un taux de l'intérêt beaucoup plus faible que celui qui a régné jusqu'ici, et pour autant qu'on puisse faire des conjectures au sujet des courbes de l'efficacité marginale qui correspondent à un équipement en capital de plus en plus développé, il y a lieu de croire que le maintien plus ou moins continu d'une situation de plein emploi exigera une baisse profonde du taux de l'intérêt, sauf toutefois si dans la communauté tout entière (État compris) il se produit une forte variation de la propension à consommer.

Nous sommes convaincu que la demande de capital est strictement limitée, en ce sens qu'il ne serait Pas difficile d'accroître l'équipement jusqu'à ce que son efficacité marginale tombe à un chiffre très faible. Ceci ne veut pas dire que l'usage des biens de capital ne coûterait presque plus rien, mais seulement que le revenu qu'on en tirerait aurait tout au plus à couvrir la dépréciation due à l'usure et à la désuétude, et une certaine marge destinée à rémunérer les risques ainsi que l'exercice de l'habileté et du jugement. En bref, les biens durables de même que les biens éphémères fourniraient au cours de leur existence un revenu global couvrant tout au plus le coût du travail nécessaire à les produire, augmenté des coûts de l'habileté et de la surveillance et d'une allocation correspondant aux risques.

Cet état de choses serait parfaitement compatible avec un certain degré d'individualisme. Mais il n'en impliquerait pas moins la disparition progressive du rentier et par suite la disparition progressive chez le capitaliste du pouvoir oppressif d'exploiter subsidiairement la valeur conférée au capital par sa rareté. L'intérêt ne rémunère aujourd'hui aucun sacrifice véritable non plus que la rente du sol. Le détenteur du capital peut obtenir un intérêt parce que le capital est rare, de même que le détenteur du sol peut obtenir une rente parce que le sol est rare. Mais, tandis que la rareté du sol s'explique par une raison intrinsèque, il n'y a aucune raison intrinsèque qui justifie la rareté du capital. Il n'existerait de façon durable une raison intrinsèque de cette rareté, c'est-à-dire un sacrifice véritable que l'offre d'une récompense sous forme d'intérêt pourrait seule faire accepter, que si la propension individuelle à consommer était assez forte pour que l'épargne nette en situation de plein emploi devienne nulle avant que le capital fût suffisamment abondant. Et, même dans ce cas, les Pouvoirs Publics

auraient encore la ressource d'entretenir une épargne commune assez importante pour permettre au capital de se développer jusqu'à ce qu'il cessât d'être rare.

Dans l'évolution du capitalisme, la présence de rentiers nous semble marquer une phase intermédiaire qui prendra fin lorsqu'elle aura produit tous ses effets. Et la disparition du rentier entraînera bien d'autres changements radicaux dans ce régime. Le grand avantage du programme que nous préconisons, c'est que la disparition du rentier ou du capitaliste sans profession n'aura rien de soudain, qu'elle n'exigera aucune révolution, qu'elle résultera de la simple persistance pendant un certain temps de l'évolution graduelle que la Grande-Bretagne a connue récemment.

Pratiquement on pourrait se proposer (tout ceci n'a rien d'irréalisable) d'abord d'augmenter l'équipement jusqu'à ce le capital cesse d'être rare, de manière à supprimer la prime attribuée au capitaliste sans profession; ensuite de créer un système de taxation directe obligeant les financiers, les entrepreneurs et les autres hommes d'affaires à mettre au service de la communauté à des conditions raisonnables leur intelligence, leur caractère et leurs capacités professionnelles (ces hommes d'affaires aimant certainement assez leur métier pour consentir à travailler à bien meilleur compte qu'à présent).

Il faut avouer cependant que l'expérience seule peut indiquer dans quelle mesure il convient d'orienter la volonté publique, telle qu'elle s'exprime par la politique du Gouvernement, vers le renforcement de l'incitation à investir; et dans quelle mesure il est possible d'accroître la propension moyenne à consommer sans renoncer à supprimer la rareté, du capital en l'espace d'une ou deux générations. Il se peut que la baisse du taux de l'intérêt détermine un tel accroissement de la propension à consommer qu'il suffise pour établir le plein emploi d'une légère augmentation du flux d'investissement actuel. Dans ce cas l'augmentation des taxes sur les gros revenus et sur les grosses successions pourrait avoir l'inconvénient d'abaisser le flux d'investissement correspondant au plein emploi très au-dessous du niveau qui existe en fait à l'heure actuelle. Nous ne songeons pas à nier qu'une telle conséquence soit possible, voire même probable. Il serait téméraire en ce domaine de prédire la réaction de l'homme moyen en face de circonstances nouvelles. Si l'on pouvait sans difficulté assurer approximativement le plein emploi par une légère augmentation du flux d'investissement actuel, on aurait déjà résolu un problème essentiel. Et il resterait à fixer par une décision séparée l'ampleur et les modalités des restrictions de consommation qu'il serait juste et raisonnable d'appeler la génération actuelle à consentir afin que ses successeurs puissent bénéficier le moment venu d'un état de plein investissement.

### III

Les conséquences de la théorie exposée dans les chapitres précédents apparaissent à d'autres égards assez conservatrices. Bien que cette théorie montre qu'il est d'une importance vitale d'attribuer à des organes centraux certains pouvoirs de direction aujourd'hui confiés pour la plupart à l'initiative privée, elle n'en respecte pas moins un large domaine de l'activité économique. En ce qui concerne la propension à consommer, l'État sera conduit à exercer sur elle une action directrice par sa politique fiscale, par la détermination du taux de l'intérêt, et peut-être aussi par d'autres moyens. Quant

au flux d'investissement, il est peu probable que l'influence de la politique bancaire sur le taux de l'intérêt suffise à l'amener à sa valeur optimum. Aussi pensons-nous qu'une assez large socialisation de l'investissement s'avèrera le seul moyen d'assurer approximativement le plein emploi, ce qui ne veut pas dire qu'il faille exclure les compromis et les formules de toutes sortes qui permettent à l'État de coopérer avec l'initiative privée. Mais à part cela, on ne voit aucune raison évidente qui justifie un socialisme d'État embrassant la majeure partie de la vie économique de la communauté. L'État n'a pas intérêt à se charger de la propriété des moyens de production. S'il est capable de déterminer le volume global des ressources consacrées à l'augmentation de ces moyens et le taux de base de la rémunération allouées à leurs détenteurs, il aura accompli tout le nécessaire. Les mesures indispensables de socialisation peuvent d'ailleurs être appliquées d'une façon graduelle et sans bouleverser les traditions générales de la société.

Notre critique de la théorie classique admise a consisté moins à relever des erreurs logiques dans son analyse qu'à mettre en évidence le fait que ses hypothèses implicites ne sont jamais ou presque jamais vérifiées et que par suite elle se trouve incapable de résoudre les problèmes économiques du monde concret. Mais aussitôt que les organes centraux auront réussi à établir un volume de production correspondant à une situation aussi voisine que possible du plein emploi, la théorie classique reprendra tous ses droits. Si le volume de la production est pris comme donnée, c'est-à-dire si on le suppose gouverné par des forces extérieures à la conception de l'école classique, il n'y a rien à objecter à l'analyse de cette école concernant la manière dont l'intérêt individuel détermine la nature des richesses produites, les proportions dans lesquelles les facteurs de production sont associés pour les produire et la répartition entre ces facteurs de la valeur de la production obtenue. De même, si l'on a posé autrement le problème de l'épargne, il n'y a rien à objecter à la théorie classique moderne relative au degré de coïncidence de l'intérêt général et de l'intérêt particulier, tant dans un régime de concurrence parfaite que dans un régime de concurrence imparfaite. Hors la nécessité d'une direction centrale pour maintenir la correspondance entre la propension à consommer et l'incitation à investir, il n'y a pas plus de raison qu'auparavant de socialiser la vie économique.

Pour placer la question sur un plan concret, nous ne voyons pas pourquoi le système actuel ferait un très mauvais usage des facteurs de production employés. Sans doute des erreurs de prévision sont-elles commises, mais on ne les éviterait pas en centralisant les décisions. Lorsque sur dix millions d'hommes désireux et capables de travailler il y en a neuf millions employés, il n'est pas évident que le travail de ces neuf millions d'individus soit mal orienté. Il ne faut pas reprocher au système actuel d'employer ces neuf millions d'hommes aux tâches qui leur sont imparties, mais de n'avoir pas d'ouvrage disponible pour le dernier million. C'est le volume et non la direction de l'emploi que le système actuel détermine d'une façon défectueuse.

D'accord avec Gesell, nous estimons donc que la suppression des lacunes de la théorie classique ne conduit pas à abandonner le « Système de Manchester » mais simplement à indiquer la nature du cadre qu'exige le libre jeu des forces économiques pour que les possibilités de la production puissent être toutes réalisées. L'existence des organes centraux de direction nécessaires à assurer le plein emploi entraînera, bien entendu, une large extension des fonctions traditionnelles de l'État. D'ailleurs la théorie classique moderne a elle-même appelé l'attention sur les divers cas où il peut être nécessaire de modérer ou de diriger le libre jeu des forces économiques. Mais 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.

Arrêtons-nous un moment pour nous les rappeler. Ils consistent d'abord dans une amélioration du rendement, résultant de la décentralisation et du jeu de l'intérêt personnel. L'amélioration du rendement due à la responsabilité individuelle et à la décentralisation des décisions est peut-être même plus importante qu'on ne l'a cru au XIXe siècle, et il se peut qu'on ait trop réagi contre l'influence de l'intérêt personnel. Mais surtout l'individualisme, s'il peut être débarrassé de ses défauts et de ses excès, est la sauvegarde de la liberté personnelle, en ce sens qu'il élargit plus que tout autre système le champ des décisions personnelles. Il est aussi la meilleure sauvegarde de la variété de l'existence, variété dont la source réside précisément dans l'ampleur du champ des décisions personnelles et dont la privation est la plus sensible de toutes celles qu'entraînent les régimes homogènes et totalitaires. La variété de l'existence préserve les traditions, qui incorporent les décisions les plus sages et les plus heureuses des générations passées ; elle colore le présent des nuances changeantes de son caprice ; servante de l'expérience et aussi de la tradition et de la fantaisie, elle est le plus puissant facteur d'amélioration du futur.

L'élargissement des fonctions de l'État, nécessaire à l'ajustement réciproque de la propension à consommer et de l'incitation à investir, semblerait à un publiciste du XIXe siècle ou à un financier américain d'aujourd'hui une horrible infraction aux principes individualistes. Cet élargissement nous apparaît au contraire et comme le seul moyen d'éviter une complète destruction des institutions économiques actuelles et comme la condition d'un heureux exercice de l'initiative individuelle.

Car, lorsque la demande effective est insuffisante, non seulement le gaspillage de ressources cause dans le public un scandale intolérable, mais encore l'individu entreprenant qui cherche à mettre ces ressources en oeuvre a trop peu de chances de son côté. Le jeu qu'il joue contient plusieurs zéros et les joueurs *dans leur ensemble* sont obligés de perdre s'ils ont assez d'énergie et de confiance pour donner toutes les cartes. L'accroissement de la richesse individuelle jusqu'à ce jour a été moindre que la somme des épargnes positives individuelles. La différence correspond aux pertes subies par les individus dont le courage et l'initiative n'ont pas été doublés d'une chance ou d'une habileté exceptionnelles. Si la demande effective était suffisante, il suffirait au contraire pour réussir d'une chance et d'une habileté moyennes.

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 très longtemps l'état de chômage qui, en dehors de courts intervalles d'emballement, est une conséquence, et à notre avis une conséquence inévitable, de l'individualisme tel qu'il apparaît dans le régime capitaliste moderne. Mais une analyse correcte du problème permet de remédier au mal sans sacrifier la liberté ni le rendement.

## IV

Nous avons dit en passant que le nouveau système pourrait être plus que l'ancien favorable à la paix. Il convient de revenir et d'insister sur ce sujet.

Les causes de la guerre sont multiples. Les dictateurs et leurs semblables, à qui la guerre procure, au moins en perspective, un stimulant délectable, n'ont pas de peine à exciter le sens belliqueux de leurs peuples. Mais, ceci mis à part, leur tâche est facilitée et l'ardeur du peuple est attisée par les causes économiques de la guerre, c'est-à-dire par la poussée de la population et par la compétition autour des débouchés. Ce dernier facteur, qui a joué au XIXe siècle et jouera peut-être encore un rôle essentiel, a un rapport étroit avec notre sujet.

Nous avons signalé dans le chapitre précédent que sous un régime de laissez-faire intérieur et d'étalon-or international, comme celui qui était orthodoxe pendant la seconde moitié du XIXe siècle, le seul moyen pour les Gouvernements de soulager la détresse économique de leur pays était de lutter pour la conquête des marchés extérieurs. Les remèdes efficaces au chômage chronique ou intermittent se trouvaient tous exclus à l'exception des mesures destinées à améliorer la balance extérieure des revenus.

Les économistes avaient coutume de célébrer le système international existant parce qu'il procurait les fruits de la division internationale du travail tout en conciliant les intérêts des différentes nations ; mais ils laissaient dans l'ombre une conséquence moins bienfaisante de ce système. Et certains hommes d'État faisaient preuve de bon sens et d'une juste compréhension de l'ordre réel des choses lorsqu'ils soutenaient qu'un pays riche et ancien qui néglige la lutte pour les débouchés voit sa prospérité décliner et s'évanouir. Or, si les nations pouvaient apprendre à maintenir le plein emploi au moyen de leur seule politique intérieure (et aussi, faut-il ajouter, si leur population pouvait atteindre un niveau d'équilibre), il ne devrait plus y avoir de force économique importante capable de dresser les intérêts des divers pays les, uns contre les autres. Il y aurait encore place dans certaines circonstances pour le crédit international et pour la division internationale du travail. Mais les pays n'auraient plus un motif pressant d'imposer leurs marchandises au voisin et de refuser ses offres, comme ils le font aujourd'hui, non parce que cette politique est nécessaire pour leur permettre de payer ce qu'ils désirent acheter à l'étranger, mais parce qu'ils cherchent ouvertement à rompre l'équilibre des paiements de manière à rendre leur balance commerciale créditrice. Le commerce international cesserait d'être un expédient désespéré pour protéger l'emploi à l'intérieur des pays par des ventes au dehors et par des restrictions d'importation ; moyen qui, lorsqu'il réussit, ne fait que transférer le problème du chômage au pays le moins bien placé dans la lutte. Il deviendrait un échange de marchandises et de services, réalisé librement et sans obstacle, en des conditions comportant des avantages réciproques.

## V

Est-il chimérique d'espérer que ces idées se réaliseront ? Sont-elles trop étrangères aux motifs qui gouvernent l'évolution des sociétés organisées. Les intérêts qu'elles desservent sont-ils plus puissants et plus apparents que ceux qu'elles favorisent ?

Nous n'entreprendrons pas de répondre ici à ces questions. Pour indiquer, ne fût-ce que dans les grandes lignes, les mesures pratiques qu'on pourrait échafauder progressivement sur ces idées, il faudrait un ouvrage bien différent de celui-ci. Mais,

si les idées sont justes - et il est difficile à l'auteur de faire une autre hypothèse - on aurait tort, nous le prédisons, de méconnaître l'influence qu'à la longue elles doivent acquérir. Le monde se trouve aujourd'hui dans une impatience extraordinaire d'un diagnostic mieux fondé ; plus que jamais il est prêt à l'accepter et désireux de l'éprouver, même s'il n'est que plausible. Abstraction faite de cette disposition d'esprit particulière à l'époque, les idées, justes ou fausses, des philosophes de l'économie et de la politique ont plus d'importance qu'on ne le pense généralement. A vrai dire le monde est presque exclusivement mené par elles. Les hommes d'action qui se croient parfaitement affranchis des influences doctrinales sont d'ordinaire les esclaves de quelque économiste passé. Les visionnaires influents, qui entendent des voix dans le ciel, distillent des utopies nées quelques années plus tôt dans le cerveau de quelque écrivain de Faculté. Nous sommes convaincu qu'on exagère grandement la force des intérêts constitués, par rapport à l'empire qu'acquièrent progressivement les idées. A la vérité, elles n'agissent pas d'une façon immédiate, mais seulement après un laps de temps. Dans le domaine de la philosophie économique et politique, rares sont les hommes de plus de vingt-cinq ou trente ans qui restent accessibles aux théories nouvelles. Les idées que les fonctionnaires, les hommes politiques et même les agitateurs appliquent à la vie courante ont donc peu de chance d'être les plus neuves. Mais ce sont les idées et non les intérêts constitués qui, tôt Ou tard, sont dangereuses pour le bien comme pour le mal.

# Lexique <sup>1</sup>

---

[Retour à la table des matières](#)

Le mot *capital* ou *équipement en capital* (*capital equipment*) s'applique aux richesses utiles de toutes sortes. Le capital comprend par conséquent les moyens de production, l'outillage, les stocks de marchandises, les maisons d'habitation, etc. En aucun cas ce mot n'est pris dans le sens restreint de monnaie qu'on lui donne parfois, par exemple lorsqu'on parle de mouvements internationaux de capitaux.

Le *capital fixe* (*fixed capital*) est le capital qui existe sous une forme durable et dont les rendements s'échelonnent sur une certaine période. Sa participation à la production n'entraîne pour lui qu'une usure graduelle. Il comprend les immeubles, l'outillage, etc.

Le *capital circulant* ou *capital d'exploitation* (*working capital*) comprend les marchandises en cours de fabrication.

Le *capital liquide* (*liquid capital*) comprend les produits achevés prêts à être vendus.

La *crise* (*crisis*), au sens restreint du mot, est caractérisée par la baisse soudaine de l'efficacité marginale du capital au début d'une phase de dépression.

*L'efficacité marginale d'un type de capital* (*marginal efficiency of a type of capital*) est le taux d'escompte qui rend la valeur actuelle de la série d'annuités consti-

---

<sup>1</sup> Le présent lexique, qui est l'œuvre du traducteur, est uniquement destiné à faciliter au lecteur l'intelligence du texte français. Les définitions qu'il contient ont souvent un caractère explicatif et il convient de ne pas leur accorder la même portée qu'aux définitions de l'auteur figurant dans le corps de l'ouvrage. Lorsque celles-ci ont été reproduites littéralement, elles sont entre guillemets et la référence au texte est indiquée (N. du T.).

tuée par les rendements escomptés d'une unité supplémentaire de ce capital égale à son prix d'offre (i. e. approximativement à son prix de revient). « **L'efficacité marginale du capital** (*marginal efficiency of capital*) est la plus élevée des efficacités marginales des divers types de capital » (p. 150).

L'efficacité marginale du capital décroît lorsque, toutes choses égales d'ailleurs, l'investissement courant augmente. La *courbe de l'efficacité marginale du capital* ou courbe de la demande de capital (*schedule of the marginal efficiency of capital or investment demand schedule*) « relie l'efficacité marginale du capital au montant de l'investissement courant » (p. 151). Cette courbe est une des trois variables indépendantes du système, c'est-à-dire qu'elle change pour des causes autonomes.

Le *chiffre d'affaires A* (*sales-turnover*) est le montant des ventes effectuées, tant aux consommateurs qu'aux entrepreneurs, pendant la période considérée.

La *dépense pour la consommation* (*expenditure on consumption*) est « la valeur des biens vendus aux consommateurs durant la période considérée » (p. 80). Son montant global est égal au chiffre d'affaires A diminué des ventes  $A_1$  faites aux autres entrepreneurs, c'est-à-dire à  $A - A_1$ . La ligne de séparation entre les entrepreneurs et les consommateurs peut être placée en un point arbitrairement choisi.

L'adjectif *courant* (*current*) désigne le montant d'une grandeur variable à l'époque que l'on considère, ou encore pendant la période que l'on considère si la grandeur qualifiée a la dimension d'une quantité par unité de temps, comme le revenu, la consommation, l'épargne ou l'investissement. Lorsqu'on a affaire à ces dernières grandeurs, on désigne leur mesure par le mot montant, étant entendu qu'il s'agit du montant par unité de temps, ou d'une façon plus précise par le mot flux.

Le *coût de facteur* (*factor cost*) d'un certain volume d'emploi est « le montant payé par l'entrepreneur aux facteurs de production (autres que les entrepreneurs) en échange de leurs services courants » (p. 45).

Le *coût d'usage* (*user cost*) est « la diminution de valeur subie par l'équipement au cours de la période considérée du fait de sa participation à la production » (p. 89). La différence entre  $G' - B'$ , valeur maximum qu'aurait pu avoir l'équipement à la fin de la période s'il était resté inactif et  $G$  valeur qu'il a réellement à la fin de la période provient d'une part de la diminution de valeur  $U$  résultant de sa participation à la production, d'autre part de l'augmentation de valeur  $A$ , résultant des achats au dehors. On a donc

$$(G' - B') - G = U - A_1, \text{ et par suite}$$

et par suite

$$U = (G' - B') - (G - A_1).$$

Lorsque à la fin de la période la valeur réelle de l'équipement dépasse, d'un montant supérieur aux achats faits hors de l'entreprise, la valeur maximum qu'il aurait pu avoir s'il était resté inactif, le coût d'usage est négatif.

Le *coût premier* (*prime cost*) est « la somme du coût de facteur et du coût d'usage » (p. 72).



Le *coût supplémentaire* (*supplementary cost*) est « la diminution de valeur de l'équipement qui ne dépend pas de la volonté de l'entrepreneur mais que celui-ci peut prévoir. C'est encore l'excès de la dépréciation attendue sur le coût d'usage » (p. 75). Le coût supplémentaire ne résulte pas de la participation de l'équipement à la production, mais de la désuétude et des pertes assez régulières pour constituer dans l'ensemble de la communauté des risques assurables. On distingue le coût supplémentaire fondamental (*basic*), qui est déterminé à l'origine compte tenu du coût de l'équipement et de sa durée prévue, et le coût supplémentaire courant (*current*), qui est réévalué ultérieurement sur la base de la valeur courante de l'équipement et de l'estimation courante de sa durée future d'existence.

La *courbe de la demande globale* (*aggregate demand function*) relie les divers volumes globaux de l'emploi aux « produits » que les entrepreneurs espèrent en tirer. Conjointement avec la courbe de l'offre globale, elle détermine la demande effective et l'emploi.

La *demande effective* (*effective demand*) est « le montant du « produit » attendu au point de la courbe de la demande globale où elle est coupée par la courbe de l'offre globale » (p. 47). En d'autres termes elle est la somme des dépenses de consommation et des dépenses d'investissement, telles que les entrepreneurs les prévoient lorsqu'ils fixent le volume de l'emploi. La demande effective a la nature d'une commande ou d'une dépense et ne doit pas être confondue avec la demande potentielle qui intervient dans la loi de l'offre et de la demande. De plus elle est une demande attendue et c'est par là qu'elle se distingue du revenu.

La *désutilité* (*disutility*) du travail ou de l'emploi est l'ensemble des raisons qui font qu'on ne travaille pas pour un salaire inférieur à un certain minimum. De même que l'utilité est l'aptitude à satisfaire un besoin, la désutilité est l'aptitude à contrarier un besoin. Un travail ou un emploi est désutile parce qu'il empêche de se consacrer à une autre occupation utile ou non, ou simplement parce qu'il contrarie le goût de ne rien faire. La désutilité se distingue de la nuisance par son caractère subjectif - elle n'existe que par rapport au travailleur lui-même - et aussi par le fait que normalement elle est compensée par une utilité qui lui est égale ou supérieure.

L'*emploi* (*employment*) est le nombre des unités de travail employées. Pour fixer les idées, on pourrait dire qu'il est le nombre des heures de travail fournies. Dans la définition plus précise donnée au Chapitre IV, il est indiqué que chaque unité de travail est affectée d'un coefficient de pondération égal au rapport entre sa rémunération et l'unité de salaire. L'emploi est gouverné par la demande effective. Il varie parallèlement au revenu, et ces deux quantités sont les variables dépendantes du système.

Le mot *entreprise* (*enterprise*) est généralement employé dans le sens ordinaire. Mais en l'emploie aussi dans un sens restreint applicable au marché financier. Dans ce sens, il s'oppose au mot spéculation et désigne « l'activité qui consiste à prévoir le rendement des capitaux au cours de leur existence tout entière » (p. 174).

*L'épargne* (*saving*) est « l'excès du revenu sur la consommation » (P. 80).

*L'épargne nette* (*net saving*) est « l'excès du revenu net sur la consommation » (p. 81).

*Équipement (equipment)* : voir Capital.

Seul est considéré comme *facteur de production (factor of production)* dans le présent ouvrage le travail y compris les services personnels de l'entrepreneur et de ses assistants.

*L'incitation à investir (inducement to invest)* est le motif qui pousse à investir. « Elle dépend de la courbe de l'efficacité marginale du capital et du taux de l'intérêt » (p. 152).

*L'investissement courant (current investment)* est « l'addition à la valeur de l'équipement qui résulte de l'activité productrice de la période » (p. 81). Il est donc égal aux achats A, faits par les entrepreneurs diminué du désinvestissement résultant de la production, c'est-à-dire du coût d'usage ;

$$I = A_1 - U.$$

*L'investissement net (net investment)* est « l'adjonction nette à la valeur des équipements de toute nature, après déduction des variations de valeur des anciens équipements qui entrent dans le calcul du revenu net » (p. 95)

$$I (\text{net}) = A_1 - U - V.$$

L'investissement et l'investissement net sont égaux respectivement à l'épargne et à l'épargne nette.

Le terme placement que l'usage tend à distinguer du terme investissement a été réservé au marché financier.

La *préférence pour la liquidité (liquidity preference)* est la préférence donnée à l'argent liquide sur les autres formes de richesse. Elle se mesure par le montant de ses ressources qu'on désire conserver à chaque instant sous forme de monnaie.

La *courbe de la préférence pour la liquidité (schedule of liquidity preference)* est la courbe « indiquant le montant de leurs biens que les individus désirent conserver sous forme de monnaie en différentes séries de circonstances » notamment lorsque le taux de l'intérêt varie, « ce montant étant calculé en unités de monnaie ou en unités de salaire » (p. 181).

Le montant *marginal (marginal)* de l'attribut d'une chose est le montant de l'attribut possédé par la dernière unité existante de cette chose, c'est-à-dire par l'unité qui disparaîtrait si la quantité de cette chose était réduite d'une unité. Par exemple, le salaire marginal ou la production marginale est le salaire ou la production de l'unité de travail qui disparaîtrait si l'emploi était réduit d'une unité. Dans le calcul différentiel, le montant marginal de l'attribut est le rapport des variations corrélatives de l'attribut et de la chose à laquelle il se rapporte lorsque les deux variations tendent vers zéro.

Un procédé *médiat (roundabout process)* de production est un procédé qui met en oeuvre le capital. Il se divise en plusieurs stades. Les stades primaires correspondent

à la création du capital et les stades secondaires à l'utilisation du capital pour la production des biens de consommation.

Le *multiplicateur d'investissement* (*investment multiplier*)  $k$  « indique que, lorsque l'investissement croît, le montant du revenu augmente de  $k$  fois l'accroissement de l'investissement » (p. 132).

Le *multiplicateur de l'emploi* (*employment multiplier*) est le rapport entre l'augmentation de l'emploi total et l'augmentation de l'emploi primaire (c'est-à-dire de l'emploi dans les industries produisant les biens de capital) auquel il est associé (p. 132).

Le *prix de l'offre globale* (*aggregate supply price*) de la production résultant d'un certain volume d'emploi est « le produit attendu qui est juste suffisant pour qu'aux yeux des entrepreneurs il vaille la peine d'offrir ce volume d'emploi » (p. 46). On remarquera que « le coût d'usage n'est pas compris dans le prix de l'offre globale » (p. 46, note 1).

La *courbe de l'offre globale* (*aggregate supply function*) relie les divers volumes globaux de l'emploi aux prix de l'offre globale de la production qui en résulte. L'emploi cesse de croître lorsque le prix de l'offre globale est égal au prix de demande globale, c'est-à-dire lorsque le volume de l'emploi est tel que le « produit » espéré par les entrepreneurs est juste suffisant pour les décider à offrir ce volume d'emploi.

Le *prix d'offre de courte période* (*short period supply price*) est égal « au coût premier *marginal* » (p. 87), c'est-à-dire à la somme des valeurs marginales du coût de facteur et dit coût d'usage. Le prix d'offre de courte période s'apparente à ce qu'on appelle parfois le prix de revient partiel, encore que celui-ci ne paraisse pas comprendre l'intégralité du coût d'usage.

Le *prix d'offre de longue période* (*long period supply price*) est supérieur au prix d'offre de courte période. On y peut distinguer le coût premier, le coût supplémentaire, le coût de risque et le coût d'intérêt (p. 87).

La *courte période* (*short period*) est une notion usuelle dans l'économie classique. Elle correspond à une période assez courte pour que le volume de l'équipement ne puisse pas changer sensiblement.

La *longue période* (*long period*) correspond à une période au cours de laquelle le volume de l'équipement peut subir des variations appréciables.

La *perte imprévisible* (*windfall loss*) est « la diminution de valeur de l'équipement qui est tout à la fois involontaire et, au sens large, imprévue » (p. 76). Elle peut être due à une variation des valeurs de marché, à une catastrophe, etc.

Le *plein emploi* (*full employment*) est une situation telle que les facteurs de production désireux de travailler soient tous employés. Elle se caractérise par le fait que l'augmentation du montant de la demande effective ne s'accompagne d'aucun accroissement des volumes de la production et de l'emploi. Le plein emploi peut encore être défini « le volume maximum de l'emploi compatible avec un salaire réel donné » (p. 34).

La *prévision à court terme* (*short term expectation*) « a trait au prix qu'un fabricant, au moment où il s'engage dans une fabrication, peut espérer obtenir en échange des produits qui en résulteront » (p. 65).

La *prévision à long terme* (*long term expectation*) « a trait aux sommes que l'entrepreneur peut espérer gagner sous forme de revenus futurs s'il achète (ou parfois s'il fabrique) des produits finis pour les adjoindre à son équipement en capital » (p. 65).

Le « produit » (*proceeds*) d'un certain volume de l'emploi est le montant *en argent* du « revenu global qui résulte de ce volume d'emploi, i. e. la somme du coût de facteur global et du profit global » (p. 45). Le « produit » est le revenu global envisagé du point de vue des entrepreneurs, i. e. le chiffre d'affaires diminué du coût d'usage.

La *propension à consommer* (*propensity to consume* est la relation fonctionnelle (ou potentielle) « entre un revenu global et la dépense de consommation à laquelle il donne naissance, les deux quantités étant mesurées en unités de salaire » (p. 107). Elle est, en quelque sorte, la relation entre les divers volumes possibles du revenu réel et les volumes de la consommation réelle qui leur correspondent.

La propension à consommer est la deuxième variable indépendante du système.

La *propension marginale à consommer* est « le rapport entre l'accroissement du revenu et l'accroissement corrélatif de la consommation, les deux quantités étant mesurées en unités de salaires (p. 132).

Les *ressources* (*resources*) comprennent les facteurs de production, la richesse naturelle et le capital accumulé.

Le *revenu* (*income*) est la valeur de la production due à l'activité de la période considérée. Il comprend le revenu de l'entrepreneur et le revenu des autres facteurs de production, Le revenu de l'entrepreneur est égal à la différence entre le chiffre d'affaires et le coût premier, i. e. la somme du coût de facteur et du coût d'usage. Le revenu des autres facteurs de production est égal au coût de facteur. Donc le revenu est égal à la différence entre le chiffre d'affaires et le coût d'usage

$$R = A - U.$$

Le revenu et l'emploi varient parallèlement et sont les variables dépendantes du système.

Ajoutons que le revenu est égal à la somme de la consommation et de l'investissement.

Le *revenu net* (*net income*) est égal au revenu diminué du coût supplémentaire,  $A - U - V$ . Il est égal à la somme de la consommation et de l'investissement net.

La *spéculation* (*speculation*), au sens boursier du mot, est « l'activité qui consiste à prévoir l'état psychologique du marché financier » (p. 173).

Le *taux du troc extérieur* (*terms of trade*) ou rapport réel des échanges extérieurs est une notion qui tient une place importante dans les études classiques et néo-classiques consacrées aux avantages respectifs que les pays tirent de leurs échanges. Plusieurs mesures de ce taux ont été proposées. Le taux net du troc extérieur de Taussig est le rapport entre l'index de prix des produits importés et l'index des produits exportés. Le taux du troc extérieur de Marshall est en gros le rapport entre une quantité de travail étranger et la quantité de travail national qui s'échange contre la première sous forme de marchandises et de services.

Le *taux d'intérêt* d'une richesse quelconque (*own rate of interest*), déterminé au moyen de cette richesse elle-même, est le pourcentage d'excès d'une certaine quantité de cette richesse livrable à terme sur la quantité immédiatement disponible de cette richesse qui s'échange contre la première.

Toute richesse durable a un taux d'intérêt propre qu'on appelle son taux d'intérêt spécifique.

Le *taux d'intérêt spécifique* d'une richesse, déterminé au moyen d'un étalon de valeur quelconque (*own rate of interest in terms of a standart of value*), est le pourcentage d'excès de la valeur d'une certaine quantité de cette richesse livrable à terme sur la valeur de la quantité immédiatement disponible de cette richesse qui s'échange contre la première quantité, les deux valeurs étant exprimées au moyen de l'étalon choisi.

Le *taux d'intérêt spécifique monétaire* (*own rate of money interest*) est le taux d'intérêt d'une richesse déterminé au moyen de la monnaie prise comme étalon de valeur.

Le *taux d'intérêt de l'argent* (*money rate of interest*) est le pourcentage d'excès d'une certaine somme de monnaie livrable à terme sur la somme immédiatement disponible qui s'échange contre la première.

Le taux d'intérêt de l'argent, qui est la troisième variable indépendante du système, est gouverné par la quantité de monnaie et par la préférence pour la liquidité.

L'*unité de travail* (*labour unit*) est l'unité qui sert à mesurer l'emploi.

L'*unité de salaire* (*wage unit*) « est le salaire monétaire de l'unité de travail » (p. 60).

La *valeur nominale ou monétaire* (*money value*) est le nombre des unités de monnaie contenu dans une valeur ou un prix. La valeur monétaire et l'emploi sont les deux seules grandeurs quantitatives utilisées dans l'analyse du système économique. Pour suivre les variations des valeurs réelles, il est souvent commode, en première approximation, de considérer les valeurs monétaires, mesurées en unités de salaire.

La *vitesse de transformation de la monnaie en revenu* (*income velocity of money*) est un concept de l'école classique qui-peut être défini le rapport entre le revenu et la quantité de monnaie.