Economie appliquée, tome XXXV - 1982 - N° 3, pp. 269-300

Structures financières, endettements et profits*

Marc Lavoie

Université d'Ottawa

La situation économique à laquelle fait face l'ensemble des pays industrialisés aura eu un mérite: celui de faciliter la remise en question des théories érigées sous forme de dogmes à prétention scientifique. La crise actuelle est tout autant une crise des économies qu'une crise des économistes. Ceux-ci ont réagi à la nouvelle conjoncture sous trois formes: en surajoutant aux théories existantes des éléments qui pourraient expliquer les récents faits économiques; en retournant aux théories qui avaient été rejetées lors de la crise précédente; en cherchent de nouvelles voies.

1. *La théorie du circuit*

La *théorie du circuit* s'inscrit dans le cadre de cette dernière optique. Tout dernièrement, divers auteurs ont tenté de préciser les différentes tendances de cette école de pensée, réussissant du même coup à abattre le mur d'incompréhension des revues économiques face aux visions hétérodoxes; de plus, un manuel faisait récemment état de l'émergence de cette théorie du circuit (2).

Comme le précise Alain Parguez, la théorie du circuit a un lien de parenté avec les théories dites post-keynésiennes (Shackle, Eichner, Davidson, Kaldor, Kregel) (2). Le point de ralliement des post-keynésiens est que la véritable économie n'est pas une économie d'échange mais bien une économie de production (3). Tous les post-

* Je remercie Tom Rymes de l'Université Carleton, qui m'a encouragé à préciser par écrit les concepts présentés ici. Je remercie également Alain Parguez et Frédéric Poulon des Universités de Besançon et Bordeaux I respectivement, ainsi que mes collègues de l'Université d'Ottawa, Jacques Henry et Mario Seccareccia, pour tous leurs commentaires. Malgré leur impact sur cet article, ils ne peuvent être tenus responsables des erreurs ou confusions qui pourraient subsister. Ce texte est une version légèrement remaniée d'un document rédigé en décembre 1980.

keynésiens, qu'ils soient d'allégeance néo-ricardienne marxiste ou néo-keynésienne ont le processus de production pour point de départ de leurs analyses. Les théoriciens du circuit partent aussi du système productif. Ils s'apparentent plus particulièrement aux post-keynésiens qui s'attachent à étudier les conséquences immédiates de la théorie économique pour la politique économique. Lorsque celle-ci devient une préoccupation, la monnaie ne peut-être ignorée, car toute économie moderne est une économie monétaire de production. Vouloir parler d'une économie concrète sans se référer au système financier ou aux valeurs monétaires est un non-sens.

Qu'est-ce qui distingue les théoriciens du circuit des post-keynésiens qui incorporent la monnaie dans leurs analyses? C'est l'insistance des premiers quant à la fonction de la monnaie en tant que monnaie-revenu. La monnaie ne peut apparaître dans le circuit que parce que les entreprises ont décidé de distribuer des revenus. Ceux-ci, dans une économie concrète, sont forcément monétaires. Dès lors, si on admet que les entreprises seules ont à décider des revenus à distribuer, on comprend le rôle fondamental joué par les entreprises puisque les dépenses que pourront réaliser les ménages vont dépendre exclusivement du flux monétaire mis en circulation par les entreprises avec l'accord des banques.

L'objectif de ce travail est de montrer qu'endettement des entreprises, profits et création monétaire sont indissociables.

> D'où peut venir la monnaie qui est intégrée au circuit par [la dépense des entreprises], sinon du crédit effectué par le système financier (les banques)... Ce n'est pas une monnaie imposée du dehors qui crée le circuit, c'est la nécessité de faire fonctionner le circuit, la constatation qu'il faut dépenser pour obtenir un profit, qui justifie la monnaie de crédit (4).

Contrairement à ce qui est affirmé par les théoriciens des économies d'endettement, endettement et autofinancement ne sont pas des substituts: il ne peut y avoir profits sans endettement préalable (5).

Pour le démontrer, nous utiliserons initialement le modèle simple d'économie monétaire présenté par Michelle de Mourgues, dans lequel, contrairement aux modèles traditionnels, la monnaie est endogène (6). Puis, nous élargirons ce modèle en introduisant des concepts issus du *Treatise on Money* de Keynes et le concept de la demande effective.

2. *Le modèle de Mme de Mourgues*

Dans le modèle à trois agents de Mme de Mourgues, les entreprises produisent, distribuent les revenus et s'endettent auprès des ménages et des banques. Celles-ci créent la monnaie, fournissent le financement initial de la production et éventuellement transforment les liquidités des ménages (7). Ceux-ci consomment (C) ou placent leur épargne: directement auprès des entreprises, en titres nouveaux (T, titres) ou sous forme de liquidités (L) auprès des banques.

Il y a deux hypothèses, mais c'est surtout la seconde qui nous concerne:

> (1) «La période d'analyse est la période de production. C'est le temps qui s'écoule entre deux distribution de revenus.»
>
> (2) «La distribution de revenus s'effectue en une seule fois et le volume de monnaie nécessaire aux dépenses de la production est, en début de période, égal au montant des revenus distribués» (8).

Il y a trois conditions d'équilibre:

> (a) $Y = D$, l'offre globale au prix du marché doit être égale à la demande globale.
>
> (b) $M = R$, équilibre financier où R sont les revenus distribués aux ménages et M est «le stock de monnaie d'équilibre du début de période».

Donc, $R = C + T + L = cR + tR + \lambda R$, avec $c + t + \lambda = 1$.

> (c) $M_g = \frac{M^*}{M}$, où $(M + M^*)$ est le stock de monnaie d'équilibre pour la période suivante et où M_g est le taux de croissance nécessaire de la masse monétaire.

Notons que Mme de Mourgues ne fait qu'effleurer les conséquences de la condition d'équilibre (a). Nous expliciterons celles-ci par la suite. Quant à la condition d'équilibre (b) elle reflète une hétérogénéité dimensionnelle (stock-flux) que nous allons préciser.

Si les équations (a) et (b) sont vérifiées, la variable à déterminer est M^*. En fin de période, les entreprises auront récupéré $C = cR$ sous forme de dépenses de consommation et $T = tR$ sous forme d'épargne placée en titres auprès des entreprises.

Au début de la période suivante, *sans accroissement de la production ou des coûts*, les firmes devront accroître leur endettement *permanent* auprès des banques de $L = \lambda R = \lambda M$: ceci est un stock. Les titres nouvellement émis par les entreprises doivent être rémunérés au taux r, ce qui occasionne un flux de monnaie égal à rT. Enfin, les entreprises doivent aussi payer des agios sur ces deux types de dettes supplémentaires: $r'(L + rT)$. Selon Mme de Mourgues, on a alors:

$$M^* = (\lambda M + rtM) + r'(\lambda M + rtM) = (1 + r')(\lambda + rt)M,$$

et donc,

$$M_g = \frac{M^*}{M} = (1 + r')(\lambda + rt) > 0.$$

Mais alors:

$$M + M^* = [M + rtM + r'(\lambda M + rtM)] + \lambda M.$$

Le volume de monnaie d'équilibre de la nouvelle période, selon Mme de Mourgues, est égal aux rémunérations versées directement aux ménages (les termes entre crochets) plus l'endettement supplémentaire (λM). Mais si cela était, l'équation (b) qui correspond à la seconde hypothèse ne pourrait jamais être réalisée, le volume de monnaie serait toujours supérieur au montant des revenus distribués (9).

Le nouveau volume de monnaie nécessaire, lequel est un flux et non un stock, est donc uniquement constitué par les termes entre crochets:

$$M + M^* = M + rtM + r'(\lambda M + rtM)$$

$$M_g = rt + r'(\lambda + rt).$$

Pour résumer, selon ce modèle simple d'économie monétaire, lorsque les ménages décident d'épargner, à la fois sous forme de titres ou sous forme de liquidités, une partie des revenus qui leur ont été versés, il faut, pour que la production réelle ne chute pas, d'une part que les entreprises acceptent de s'endetter davantage et d'autre part que les banques acceptent de transformer les liquidités déposées entre leurs mains par les ménages (endettement accru des entreprises envers les intermédiaires financiers) et qu'elles acceptent de créer davantage de monnaie.

Il importe de ne pas confondre l'encours d'endettement avec le flux de monnaie-revenu. M est le *flux* de monnaie d'équilibre du début de période. Ce flux n'est pas égal à l'accroissement du stock de monnaie tel qu'on peut l'observer par les statistiques, ce dernier correspondant à un encours d'endettement (10).

3. *Une interprétation du «Treatise»*

Il semblerait, d'après le modèle présenté ci-dessus, que les entreprises soient condamnées à s'endetter à perpétuité. Il est exclu que les entreprises puissent rembourser leurs dettes sans s'endetter davantage: c'est le cas d'un système financier spéculatif (11).

Qu'en est-il des profits? Ne permettent-ils pas le désendettement? Le modèle exposé dans la première partie pourrait donner à penser que ceux-ci auraient été omis ou qu'à tout le moins, l'égalité nécessaire entre investissement et épargne globale n'a pas été respectée, ce qui aurait provoqué le supplément d'endettement. Mais il n'en est rien. Nous allons démontrer que les entreprises, prises dans leur ensemble, ne peuvent se désendetter et ceci bien qu'elles amassent des profits.

«Le modèle est-il caractéristique des économies modernes?» Mme de Mourgues introduit un quatrième agent, l'Extérieur, c'est-à-dire les possibilités d'excédent commercial ou de déficit budgétaire gouvernemental. Dans ce cas, au flux de monnaie distribué par les entreprises s'ajoute un flux de monnaie exogène qui n'a aucun coût en contrepartie. Cette monnaie exogène compense les fuites hors du circuit productif et apporte un surplus aux entreprises, ce qui permet à celles-ci soit de réduire leur endettement, soit d'accroître les rémunérations des facteurs de production.

Mais est-ce vraiment une solution? L'économie nationale a autant de chances de présenter un déficit commercial qu'un excédent commercial, alors que les gouvernements tentent le plus souvent de financer leurs déficits sans recourir à la planche à billet.

Il en résulte qu'une économie monétaire capitaliste est intrinsèquement de nature spéculative: en général, les entrepreneurs doivent accepter le fait que pour réaliser davantage de profits, il leur faut

s'endetter encore davantage. Ceci est reconnu par tous les banquiers.

Mais alors d'où proviennent les profits, s'ils existent, et pourquoi ne peuvent-ils permettre aux entreprises de se désendetter?

3.1. *Le circuit monétaire*

Le modèle d'économie monétaire que nous présentons est fondé sur sept hypothèses (12):

(a) L'économie monétaire est représentée par un circuit.

(b) Le circuit est la représentation des liens hiérarchiques qui relient banques, entreprises et ménages. En début de période, les banques consentent des prêts aux entreprises; celles-ci créent des revenus en distribuant des flux monétaires aux ménages; les entreprises récupèrent ensuite les flux distribués grâce aux dépenses des ménages et des entreprises et en partie grâce à l'épargne placée sous forme de titres nouveaux par les ménages.

(c) Notre circuit sera bisectoriel, divisé en secteur producteur de biens d'investissement et en secteur producteur de biens de consommation.

(d) Notre circuit sera un circuit simple ou *unitaire*. Le flux de monnaie requis par les entreprises en début de période doit être remboursé en fin de période: la contrainte d'annulation de la monnaie joue dans la période.

(e) Les prix sont déterminés par les entreprises ou les spéculateurs en début de période. Il n'y a pas d'ajustement de ceux-ci aux conditions réalisées d'offre et de demande. Ils ne peuvent être révisés qu'au début de la période suivante.

(f) La période de circuit est déterminée par l'unicité de tous ces phénomènes économiques: le temps du revenu (il existe une seule distribution de revenus par période), le temps de la monnaie (il existe une seule distribution de monnaie par période), le temps des prix (ceux-ci sont déterminés en début de période et restent valables jusqu'à la fin de celle-ci), le temps du capital (il faut rembourser les prêts en fin de période) sont identiques, ce qui définit la période du circuit.

(g) Les entreprises réalisent les profits (à court terme) qu'elles ont anticipés. Ceci signifie que tout ce qui est produit est acheté.

Les hypothèses (b), (d), (g) sont très similaires aux hypothèses et conditions d'équilibre énoncées par Mme de Mourgues. Nous allons maintenant voir quels sont les points communs avec l'analyse de Keynes et en particulier, celle du *Treatise on Money*.

3.2. *Les profits anticipés du «Treatise»*

Dans le *Treatise*, Keynes définit, de même que nous l'avons fait dans la première section de cette note, le revenu national comme l'ensemble des rémunérations aux facteurs de production: il est constitué par les salaires, les intérêts, les rentes et autres revenus de monopole et par la rémunération normale de l'entrepreneur.

Il existe aussi des profits qui ne font pas partie de la rémunération normale de l'entrepreneur et qui sont par conséquent exclus de la définition du revenu national. Ces profits disparaissaient de la *Théorie Générale* mais ils étaient encore bien présents dans les diverses ébauches de cet ouvrage, pendant les années 1932-1935. Ce sont ces profits que nous allons chercher à identifier tout en montrant qu'ils ne peuvent être qu'investis.

Nous ne pouvons cependant définir les profits sans avoir au préalable défini la rémunération normale de l'entrepreneur. La signification de celle-ci n'est pas toujours très claire, d'où le silence des commentateurs sur ce point.

Dans le *Treatise on Money*, Keynes écrit:

> I propose to define the «normal» remuneration of entrepreneurs at any time as that rate of remuneration which, if they were open to make new bargains with all the factors of production at the currently prevailing rates or earnings, would have them under no motive either to increase or to decrease their scale of operations (13).

Keynes inclut dans les contrats à renégocier les contrats qui concernent les investissements réalisés autrefois car il ajoute:

> The fact that entrepreneurs have generally entered into long-time contracts with the factors of production particularly in respect of fixed capital, is indeed of great importance (14).

Dans une ébauche de la *Théorie Générale*, datant de 1934, Keynes est plus explicite:

> In my *Treatise on Money*, I took as my meaning of *income*, not the expectations which led to the current employment of the capital equipment actually in use, but the expectations which would have led to the original erection as well as the current employment of the equipment actually in use (15).

Dans le contexte d'un monde statique, cette définition serait suffisante puisque le taux d'utilisation de l'équipement acheté serait déterminé et fixe. Par contre, dans un monde de croissance, où ce sont les quantités plutôt que les prix qui varient, la définition de la rémunération normale de l'entrepreneur a quelque chose d'arbitraire, qui rend mal à l'aise. Keynes l'admet dans la *Théorie Générale*:

> La particularité de notre ancienne définition était relative à la fraction du revenu global qui échoît aux entrepreneurs, ... dans un certain sens (qui nous paraît maintenant insuffisamment défini lorsqu'on tient compte des variations possibles de l'échelle de production) un profit normal ou compatible avec l'équilibre (16).

Quels que soient ses défauts, si l'on accepte le principe de la rémunération normale de l'entrepreneur, il nous faut définir des profits, lesquels sont égaux à la différence entre les recettes des entrepreneurs et l'ensemble des rémunérations des facteurs de production. Dans la terminologie moderne, les recettes des entrepreneurs sont le *revenu*, lequel comprend les rémunérations des facteurs plus les profits. Depuis la parution du livre de Bernard Schmitt (37), nous savons qu'il importe de distinguer les valeurs réalisées des valeurs anticipées. Les profits du *Treatise* sont-ils anticipés? Il existe deux réponses à cette question. La première, la réponse traditionnelle, celle des commentateurs du *Treatise*, est négative: le profit est une aubaine, un gain inattendu (ou une perte inattendue); c'est le résultat d'une erreur d'anticipations. Même les commentateurs les plus sympathiques à l'œuvre de Keynes, Shackle en tête (17), et après eux tous ceux qui se sont inspirés de leurs commentaires, considèrent que les profits du *Treatise* sont microéconomiques et inespérés, ce qui les rend inintéressants du point de vue macroéconomique puisqu'il seraient alors nuls. Il est vrai que dans le *Treatise*, le maître de Cambridge propose l'expression «windfalls», mais il le fait à contre-cœur, préférant le terme «profits». Pourquoi? C'est que la seconde réponse, celle-même que Keynes, et celle de Bernard

Schmitt (18), est positive: ces profits sont anticipés, ils ne résultent pas d'une erreur de prévision, ils ne sont pas uniquement microéconomiques. Dans l'ouvrage de 1930, il faut bien admettre qu'il n'existe que quelques indications, autrement tant d'économistes ne s'y seraient pas trompés.

Keynes, cependant, avait distingué les profits macroéconomiques et microéconomiques dans le passage suivant:

> The reader will appreciate that the condition of zero-profits means that *aggregate* profits are zero. For a stability of the price-level as a whole is perfectly compatible with the profits of particular entrepreneurs being positive or negative (19).

Pour ce qui est de l'existence de profits anticipés, le passage le plus éloquent (et il faut admettre qu'il n'est guère révélateur) est celui-ci:

> The fact that entrepreneurs have generally entered into long-time contracts with the factors of production, particularly in respect of fixed capital, is indeed of great importance. For it is the explanation ... of how there can be losses, i.e. of why entrepreneurs continue to produce though at a loss. And just in the same way, the period which elapse before the supply of specialised factors of production can be increased, and the long-term contracts ... into which entrepreneurs must enter to induce this increase of supply, are the explanations why, for a time, profits can exist (20).

Ainsi, les entrepreneurs réalisant des pertes (ou des gains), anticipent des pertes (ou des gains) dans un futur rapproché. Celles-ci se réaliseront également car les entrepreneurs doivent tenir compte des engagements à long terme qu'ils ont contractés. Il est facile d'imaginer cette situation: lorsque l'entrepreneur commande les nouveaux biens de production, il le fait parce qu'il anticipe des profits nouveaux (la rémunération normale de l'entrepreneur); lorsque les nouveaux moyens de production sont installés, la conjoncture a changé: l'entrepreneur anticipe des pertes (des profits inférieurs aux profits normaux). L'entreprise ne peut éviter celles-ci puisque les machines étant installées, elles ne peuvent être revendues.

3.3 *Profits et demande effective*

Dans l'ébauche de la *Théorie Générale* datant de 1934, Keynes distingue clairement les profits anticipés du *Treatise* des profits non anticipés de la *Théorie Générale*, ces derniers étant alors appelés spécifiquement «windfalls». Dans le passage cité ci-dessous, datant de 1935, nous retrouvons les deux aspects novateurs de la *Théorie Générale*: la distinction entre demande effective (ventes anticipées à court terme) et demande réalisée; l'ajustement aux déséquilibres par les quantités offertes (alors que dans le *Treatise*, les quantités produites semblent le plus souvent fixes (au niveau correspondant au plein-emploi des ressources)).

> In my *Treatise on Money* I took as my meaning of *income*, not the expectations which led to the current employment of the capital equipment actually in use, but the expectations which would have led to the original erection as well as the current employment of the equipment actually in use. I shifted subsequently to making income mean the expected sale proceeds of current output ... Finally, I have come to the conclusion that the use of language which is most convenient... is to call the actual sale proceeds *income* and the present value of the expected sale proceeds *effective demand*... The difference between the two we shall call *entrepreneur's windfall* — profit or loss, as the case may be; so that excess of income over effective demand is entrepreneur's windfall profit (21).

Ainsi, si l'on nomme Y'' le revenu du *Treatise*, Y' le revenu anticipé à court terme (la demande effective) et Y le revenu réalisé, les véritables «windfalls» sont la différence entre Y et Y' alors que le profit anticipé du *Treatise* est égal à la différence entre Y' et Y''.

Comment le commentateurs ont-ils pu confondre ces deux notions de profits? C'est que dans le *Treatise*, Keynes ne fait aucune différence entre Y' et Y, entre le revenu anticipé à court terme et le revenu réalisé.

Dans les trois versions de la *Théorie Générale*, 1934, 1935, 1936, on trouve de façon quasi-identique la même phrase: dans le *Treatise*, il n'existait pas de distinction claire entre le revenu anticipé et réalisé, entre les profits attendus et les profits réalisés (22).

Les étudiants du *Treatise* peuvent ainsi penser que les profits dans cet ouvrage sont égaux à l'écart entre Y et Y'' et qu'ainsi ils sont une aubaine. Pour Keynes, par contre, les profits sont égaux à Y' — Y'', et par hypothèse, il suppose en plus que Y' = Y en tout temps. Hawtrey, qui a lu et critiqué les épreuves de 1935, accepte sans surprise ces précisions quant à la signification des profits du *Treatise* (23).

Dans la version définitive de la *Théorie Générale*, Keynes ne réussira qu'imparfaitement à dégager les implifications de ce nouveau principe qu'il a découvert: la demande effective. Dans ses notes de cours de 1937, Keynes écrit en effet:

> I now feel that if I were writing the book again, I should begin by setting forth my theory on the assumption that short period expectations were always fulfilled; and then have a subsequent chapter showing what difference it makes when short-period expectations are disappointed (24).

Ainsi, Keynes voudrait revenir à la méthode du *Treatise*, où les profits anticipés sont toujours réalisés, mais en y ajoutant le principe de la demande effective, un peu comme nous allons tenter de le faire avec notre modèle. Selon Kregel (13), c'est là un aspect important de la méthodologie de Keynes et des post-keynésiens.

3.4. *L'interprétation moderne des profits du «Treatise»*

Etant admis que les profits du *Treatise* étaient anticipés (à court terme), on peut se demander pourquoi Keynes a préféré ne pas les inclure dans sa définition du revenu national. Notre réponse est la suivante: Keynes n'a voulu inclure dans le revenu que les coûts générateurs qui étaient effectivement distribuées aux ménages. Ceci signifie que les salaires, les rentes de monopole, etc., sont versées sous forme de revenus aux ménages. La rémunération normale de l'entrepreneur, dans ces conditions, n'est nulle autre que les dividendes versés aux détenteurs d'actions. Les dividendes constituent le rendement normal exigé par les détenteurs d'actifs financiers, selon la situation conjoncturelle, le risque de l'entreprise et l'histoire de sa politique de distribution des dividendes. Ceux-ci sont fonction de l'expérience passée de l'entreprise et de l'économie nationale. Ils ne dépendent que dans une très faible mesure des profits qui ont effectivement été réalisés. Les dividendes des grandes entreprises d'aujourd'hui font partie des coûts générateurs de revenus et ils représentent la rémunération normale de l'entrepreneur.

Quant au profit anticipé, ce n'est nul autre que le bénéfice non distribué de nos mégasociétés. Les rétentions de celles-ci ne font pas partie des revenus disponibles des ménages puisque la réalisation de tout gain en capital par un ménage doit être effacée par l'épargne supplémentaire d'un autre ménage. Les rétentions des entreprises doivent être considérées à part car elles ne peuvent apparaître que lors du reflux de la monnaie, lorsque les ménages ou les entreprises achètent les biens de consommation ou d'investissement nouvellement produits. Par contre salaires et dividendes sont déboursés initialement sous forme de coûts. Notre théorie prend donc «comme principale séparation du revenu global, non point celle entre profit et revenu du travail, mais celle entre revenu non distribué et revenu distribué aux ménages» (25). On peut penser que Keynes avait en tête une telle séparation puisqu'il écrivait:

> Not only will an interval of at least half a year usually elapse, but a large part of exceptional profits will often or generally be placed to reserve or withheld from the individual shareholder in one way or another — especially, for example, in the United States (26).

Mais ce n'est pas la seule indication que Keynes nous ait laissée. Dans le second ensemble d'épreuves de la *Théorie Générale*, distribué en 1935, le maître de Cambridge divise l'épargne nette en épargne réalisée par les ménages et en épargne réalisée par les entreprises, cette dernière étant égale à la marge brute d'autofinancement dont on a soustrait le coût d'usage.

Les profits du *Treatise*, s'ils sont conservés en entreprise sous forme de rétentions ne peuvent donc être dépensés: ils constituent une épargne. C'est là l'explication de l'inégalité possible, dans le *Treatise*, entre l'investissement et épargne: l'écart entre ces deux termes est égal à l'épargne des entreprises (les rétentions, donc les profits anticipés) alors que l'épargne du *Treatise* n'inclut que l'épargne des ménages. Le paradoxal passage de «la jarre de la veuve» n'est possible que parce que Keynes y a supposé que les profits pouvaient être consommés et que les prix pouvaient s'ajuster instantanément (27).

La distinction entre coûts créateurs de revenus et coûts non générateurs de revenus rappelle sans doute certains aspects de l'école suédoise. Mais si cette approche semble compatible avec la méthodologie adoptée par Keynes, l'analyse séquentielle chère à cette école et à Shackle est irréconciliable avec la période logique ou avec l'analyse du modèle proposé ici (28). Pour Keynes, l'économie ne peut être conçue qu'en termes de circuit. En aucun cas il ne peut exister de relations séquentielles entre les périodes. C'est là toute la contribution de Bernard Schmitt (37) et (38) et sa distinction si essentielle entre grandeurs imaginaires et grandeurs réelles. Si Keynes a eu quelques doutes dans ses travaux antérieurs, il est fort catégorique en 1937. Ainsi, dans ses notes de cours il écrivait:

> The *expected* results are not on a par with the *realised* results in a theory of employment. The *realised* results are only relevant in so far as they influence the ensuing expectations in the next production period... Time relationship between effective demand and income incapable of being made precise... No definite relationship between aggregate effective demand at one time and aggregate income at some later time. This does not matter... Propensity to consume is determined *solely* by a psychological composite of actual and expected income and is determined neither by effective demand at a definite date nor by income at a definite date... When one is dealing with *aggregates*, aggregate effective demand at time A has no corresponding aggregate income at time B (29).

Les valeurs réalisées d'une période ne peuvent influencer mécaniquement les valeurs anticipées et réalisées de la période suivante. L'utilisation de la notion de circuit élémentaire est donc justifiée par l'impossibilité logique de déterminer des décalages (retards, avances) entre demande effective et revenu distribué. Il est préférable de s'en tenir aux deux hypothèses énoncées par Mme de Mourgues ou aux hypothèses de notre circuit.

3.5 *Les profits dans un modèle bisectoriel*

Ce modèle de Mme de Mourgues peut donc être réinterprété ainsi: en début de période, les entreprises distribuent des revenus aux ménages: directement, sous forme de salaires et dividendes; indirectement, sous forme d'intérêts versés aux banques. Il existe deux secteurs: les entreprises productrices de biens de consommation distribuent les revenus R_C (les salaires W_C et les dividendes D_C) alors que les entreprises du secteur des biens de production distribuent R_I

($R_i = W_i + D_i$). Le revenu des ménages, donc le revenu national selon la définition du *Treatise* est $R = R_c + R_i$. Si l'on suppose qu'une proportion c de ce revenu est dépensé sous forme d'achats de bien de consommation, ceux-ci sont alors égaux à $C = cR$. Pour que le secteur des biens de consommation réalise un profit, il suffit que l'inégalité $cR > R_c$ soit vérifiée. Le profit réalisé par ce secteur (Π_c) est alors la différence entre les dépenses des ménages et les coûts de production de ce secteur, et si S est la partie non consommée du revenu des ménages (l'épargne) on a:

$$\Pi_c = cR - R_c = (R - S) - R_c = (R_c + R_i - S) = R_i - S.$$

Ce profit est égal à la différence entre les revenus distribués dans le secteur investissement et l'épargne. Plus précisément, dans R_c sont inclues les dépenses de renouvellement de capital, et on suppose que les dépenses réalisées sont égales aux dépenses nécessaires pour garder intact le stock de capital. Nous excluons donc, pour simplifier, le phénomène des désinvestissements (Barrère [1]). Lorsque l'investissement nouveau est nul, $R_i = 0$, les conséquences du désinvestissement sur la demande globale sont évidentes. Dans ce cas, les prix des biens de consommation incluent les salaires, les frais fixes et les provisions pour amortissement alors que les revenus incluent les salaires, les frais fixes et les dépenses en renouvellement. Si ces dernières sont inférieures aux provisions, la demande globale ne peut en aucun cas égaler ou surpasser l'offre globale.

Pour résumer, le secteur de biens de consommation emprunte M_c auprès des banques ($M_c = R_c$) afin de financer ses facteurs de production et le revenu $R_c + \Pi_c$ reflue vers ce secteur.

Mais qu'en est-il du secteur des biens d'investissement?

Sa situation est assymétrique par rapport aux entreprises du secteur des biens de consommation. Le secteur d'investissement, en effet, distribue des revenus R_i. Mais si l'on suppose que la masse monétaire empruntée par le secteur d'investissement est $M_i = R_i$, alors ne peuvent refluer vers les producteurs de biens d'investissement que l'épargne globale des ménages S et les profits-surplus du secteur de consommation Π_c, soit $S + \Pi_c = R_i$. Même si le secteur d'investissement était divisé en deux sous-secteurs, le reflux ne saurait jamais excéder le flux initial et aucun profit *sous forme monétaire* ne pourrait apparaître. En effet, la valeur des biens d'investissement est p_iq_i, dont p_iq_{ic} est destiné au secteur des biens de consommation et p_iq_{ii} au secteur des biens de production. Si $p_iq_{ic} > R_i$, les entreprises du secteur consommation devront s'endetter davantage. Les profits des uns seraient les pertes des autres. Dans tout autre cas, le profit ne peut apparaître que sous la forme de capital physique. Dans une économie monétaire comme la nôtre, il faut donc reconnaître que le secteur des biens de production doit emprunter auprès du secteur bancaire l'équivalent de la *valeur* des biens d'investissement produits, soit $M_i = p_iq_i$. Ainsi on peut imaginer que la production de biens d'investissement est originellement financée par un groupe d'agents, les demandeurs d'actifs physiques nouveaux, qui empruntent auprès des banques la valeur des biens d'investissement à produire, prêtent cette somme aux entreprises qui produisent ces biens, ce qui permet à celles-ci, d'une part de rémunérer les facteurs de production, et d'autre part, d'acheter aux entreprises de leur propre secteur les biens d'investissement qui leur seront nécessaires pour accroître le production à la période suivante (30).

Ceci est tout à fait conséquent avec l'approche de Keynes. Selon celui-ci, les prix des actifs physiques nouveaux sont déterminés par la spéculation. La production des biens d'investissement se faisant sur commande, les demandeurs d'actifs nouveaux avancent aux producteurs de biens d'investissement la valeur de leur production, au prix p_i déterminé par les spéculateurs, et selon la quantité q_i fixée par la comparaison entre le coût unitaire de l'équipement nouveau et le flux unitaire de recettes anticipées à long terme (31). Ceci explique que toute indétermination concernant Π_i soit exclue. Le profit du secteur investissement est déterminé de façon exogène par les anticipations à long terme des spéculateurs et des entrepreneurs.

Ceci explique que les profits du secteur investissement, tout comme les profits du secteur consommation ne dépendent pas de considérations marginales, comme l'admet Don Patinkin lorsqu'il analyse les profits du *Treatise* (32), ni de considérations structurelles. L'argument favorisant une telle hypothèse est généralement présenté de la façon suivante: soit une série d'entreprises, 0, 1, 2..., n, les unes en amont des autres. L'entreprise 0 est le secteur producteur de biens de consommation. Selon nos notations, son profit Π_c, si l'épargne des ménages est nulle, est égal à:

$$\Pi_c = (R_c + R_i) - R_c = R_i.$$

Supposons que tout ce profit soit investi et que l'achat de biens d'investissement par le secteur des entreprises productrices de biens de consommation représente (1 — b)% de la la production globale des biens d'investissement. Le profit $\Pi_i(1)$ des entreprises chargées de produire des biens d'investissement pour les entreprises du secteur consommation est alors:

$$\Pi_i(1) = R_i - (1 - b)R_i = bR_i.$$

Supposons que ce premier sous-secteur investisse tous ses profits dans l'achat d'équipement fournit par un second sous-secteur, lequel produit (1 — b)% de l'output résiduel. Le profit de ce second sous-secteur est alors:

$$\Pi_i(2) = \Pi_i(1) - (1 - b)bR; = bR_i - bR_i + b^2R_i = b^2R_i.$$

Sous ces conditions, le profit global des entreprises de secteur d'investissement est:

$$\Pi_i = \sum_{t=1}^{\infty} \Pi_i(t) = bR_i\ (1 + b + b^2 + \ldots) = bR_i\ [\tfrac{1}{1-b}]$$

$$\Pi_i = \tfrac{b}{1-b} R_i.$$

Selon cette présentation, bien que la masse monétaire avancée par le secteur bancaire au secteur d'investissement soit égale au coût de production ($M_i = R_i$), des profits monétaires apparaissent. Mais c'est là une façon bien bizarre de déterminer les profits puisque ceux-ci dépendent de la structure séquentielle de l'industrie. De plus, les profits du secteur investissement sont une fonction *inverse* de la part de la production de biens d'investissement achetée par les entreprises du secteur consommation. On attendrait plutôt le contraire!

Au vu ce cette incohérence, il nous paraît préférable de conserver la présentation keynésienne précédente: le prix des actifs physiques nouveaux est déterminé par les spéculateurs; les entreprises ne réaliseront des profits *monétaires* que si les banques acceptent de prêter l'équivalent de la valeur de ces nouveaux actifs physiques. Subdivisons le secteur d'investissement en deux sous-secteurs. La valeur des biens produits est alors:

$$p_iq_i = p_iq_i^1 + p_iq_i^2 = R_i + \Pi_i = M_i$$

avec:

$$\Pi_i^1 + \Pi_i^2 = \Pi_i$$

$$R_i^1 + R_i^2 = R_i$$

$$M_i^1 + M_i^2 = M_i$$

où Π_i^2, R_i^2, M_i^2 sont les profits anticipés, les coûts prévus et le flux de monnaie requis par le second sous-secteur. Les entreprises du secteur consommation (grâce à leurs profits uniquement, si l'on suppose que l'épargne des ménages est nulle) achètent des biens d'investissement de valeur $I_c = I_c^1 + I_c^2$. Les profits du secteur consommation étant alors $\Pi_c = R_i$, on peut écrire que $R_i = I_c$.

Les entreprises du second sous-secteur ont reçu une avance de $M_i^2 = R_i^2 + \Pi_i^2$. La partie R_i^2 est utilisée pour rémunérer les facteurs de production. La partie Π_i^2 sert à acheter de nouveaux actifs physiques au premier sous-secteur. Les recettes du second sous-secteur sont égales à une partie des dépenses en biens d'investissement du secteur consommation I_c^2 et aux profits Π_i^1 investis par le premier sous-secteur. Puisque nous avons supposé que les profits anticipés étaient toujours réalisés, on obtient pour le second sous-secteur:

$$M_i^2 = R_i^2 + \Pi_i^2 = p_iq_i^2 = I_c^2 + \Pi_i^1.$$

Un raisonnement symétrique conduit, pour le premier sous-secteur, aux égalités:

$$M_i^1 = R_i^1 + \Pi_i^1 = p_iq_i^1 = I_c^1 + \Pi_i^2.$$

Puisque $R_i = I_c$, il est clair, lorsque l'on fait la somme des deux équations précédentes, *et pourvu que les profits réalisés soient toujours investis*, que les recettes des entreprises seront toujours suffisantes pour rembourser l'avance faite par le système bancaire et que les profits réalisés vont apparaître sous forme monétaire et non uniquement sous forme de capital physique.

Il en résulte que si les entreprises peuvent réaliser des profits, elles doivent les investir pour qu'il n'engendrent pas des pertes pour les autres entreprises. Ces profits sont donc assimilables à une épargne (33). Autrement dit, les entrepreneurs anticipant des profits doi-

vent avoir planifié l'investissement de ceux-ci s'ils veulent les voir réalisés.

3.6 *Une présentation graphique*

Avant de passer aux conséquences de ces dernières remarques pour ce qui est de l'endettement des entreprises et de leurs possibilités de désendettement, nous allons illustrer graphiquement notre propos. Nous avons un système de trois équations, dont l'une, la première, est déterminée indépendamment des deux autres:

$$(1)\quad p_i q_i = R_i + \Pi_i$$

$$(2)\quad p_c q_c = R_c + \Pi_c$$

$$(3)\quad p_c q_c = c(R_i + R_c), \text{ ou } I = S.$$

Dans le Keynes du *Treatise*, p_i, q_i, R_i, Π_i et q_c sont supposés connus; dans la *Théorie Générale*, p_i, q_i, Π_i, R_i et p_c sont les variables fixes; chez les post-keynésiens comme Kregel, p_i, q_i, R_i, Π_i et Π_c sont donnés.

Supposons maintenant que les rémunérations des ménages, R, puissent être décomposées en dividendes et en salaires ($R = W + D$). Supposons de surcroît qu'il n'existe qu'une technique, laquelle offre des rendements constants. On peut maintenant écrire:

$$(1')\quad p_i q_i = wN_i + D_i + \Pi_i = w\frac{q_i}{a_i} + D_i + \Pi_i$$

$$(2')\quad p_c q_c = wN_c + D_c + \Pi_c = w\frac{q_c}{a_c} + D_c + \Pi_c$$

$$(3')\quad p_c q_c = c\left[w\left(\frac{q_i}{a_i} + \frac{q_c}{a_c}\right) + (D_i + D_c)\right]$$

où w est le salaire par travailleur;
N le nombre de travailleur;
$a = q/N$ la production par travailleur.

De la première équation, on peut dériver le graphique 1 (34). La pente de la première droite issue de l'origine représente w/a_i, le coût en salaire par unité de production, lequel est constant. La distance verticale entre cette droite et la droite qui lui est parallèle est égale

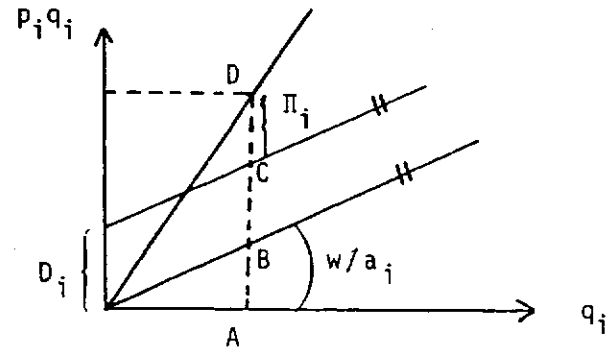

Figure 1.

aux dividendes totaux (D_i, supposés fixes) versés aux ménages par les entrepreneurs du secteur investissement. La pente de la seconde droite issue de l'origine indique le prix p_i (par unité de production) des biens d'investissement.

Connaissant a_i et w, les paramètres, et ayant déterminé p_i, q_i et D_i nous connaissons alors Π_i, qui est représenté par la distance verticale CD; les dividendes sont CB, et les coûts en salaires sont BA. Puisque nous avons supposés que les profits prévus étaient toujours réalisés, les profits du secteur investissement sont simplement égaux à la différence entre ses recettes ($p_i q_i$) et ses débours ($R_i = W_i + D_i$).

La figure 1 en soi n'est pas vraiment intéressante, mais elle va nous permettre d'illustrer le principe de la demande effective dans le secteur consommation via la figure 2. Dans ce second graphique,

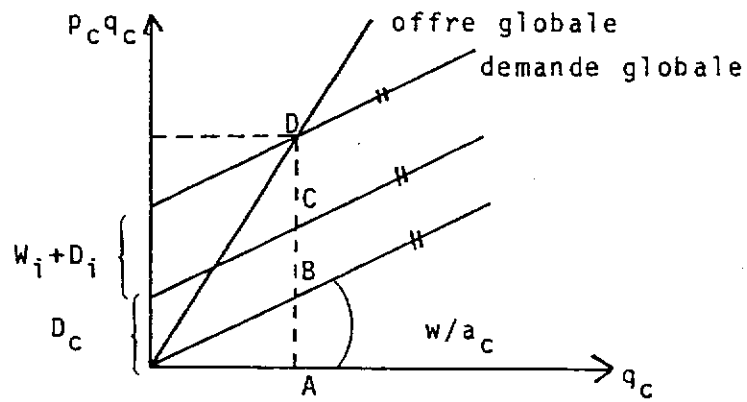

Figure 2.

nous pouvons représenter de façon similaire le coût salarial par unité de production (w/a_c), les dividendes (D_c) et le prix p_c. Supposons que l'épargne des ménages soit nulle. L'équilibre sur le marché des biens de consommation exige alors que:

$$p_c q_c = R_c + R_i = W_c + D_c + W_i + D_i$$

et $$\Pi_c = (R_c + R_i) - R_c = W_i + D_i.$$

Les entrepreneurs connaissant w, a_c, R_i, D_c et p_c sont en mesure de déterminer la demande effective, c'est-à-dire l'output maximal qu'ils peuvent vendre, lequel est indiqué par le point D. A nouveau, les coûts en salaires sont donnés par la distance AB, les coûts en dividendes par BC, et les profits Π_c par CD (lequel égale la distance AC de la figure 1).

S'il existait une épargne, telle que la consommation des ménages ne soit plus $C = R_i + R_c$ mais, par exemple:

$$C = c(R_i + R_c),$$

alors on obtient la figure 3, similaire au second graphique, où la distance AB représente toujours les coûts en salaires, où BC égale les dividendes, mais où AD égale maintenant la demande globale de biens de consommation, alors que les profits Π_c sont maintenant:

$$\Pi_c = c(R_i + R_c) - R_c = R_i - (1-c)(R_i + R_c) = R_i - S.$$

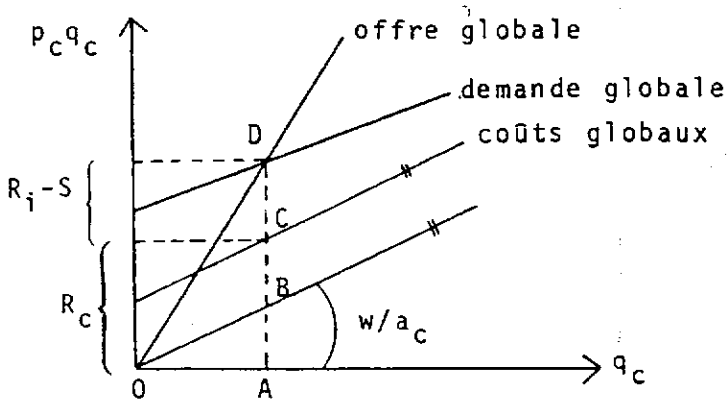

Figure 3.

La pente de la droite de demande globale est maintenant cw/a_c. Cette pente est donc inférieure à celle de la droite représentant les coûts.

Toute considération de productivité marginale est exclue de ce modèle: les entrepreneurs du secteur consommation, s'ils sont rationnels, chercheront à produire au point D, le point de demande effective. Pourvu que les entrepreneurs ne se soient pas trompés dans leurs anticipations à court terme, l'offre globale sera alors égale à la demande globale. Dans ce cas, les profits anticipés à court terme, les profits du *Treatise*, seront réalisés. Ces profits, connaissant les coûts d'investissement et la propension à épargner, sont maximés au point D.

Dès lors, on peut se demander pourquoi les entreprises ne produisent pas quelque part entre les points 0 et A, où les profits (R_i — S) semblent supérieurs à la distance CD correspondant aux profits lorsque la production se situe au point A. La réponse à cette question, c'est que ces profits ne seraient réalisés que si la demande globale était réalisée entre 0 et A. Si les prix sont fixes à court terme, la demande des consommateurs ne pourra pas être réalisée entre ces deux points car l'offre globale limite les ventes possibles. Le profit qui serait réalisé (dans des conditions d'inexistence de stocks) serait égal à la distance verticale entre la droite de coûts globaux et la droite d'offre globale, et ce profit serait inférieur à CD. D'autre part, au-delà du niveau de production A, tout le produit ne pourrait être vendu, puisque l'offre globale surpasserait la demande globale. Dans ce cas, le profit monétaire serait égal à la distance verticale entre la droite de demande globale et la droite des coûts globaux, cette distance étant toujours inférieure à CD.

Pour maximiser ses profits, et ce contrairement à ce que peut affirmer Patinkin par exemple (35), l'entreprise doit donc produire au niveau correspondant au point de demande effective, puisqu'en ce point le flux de profit monétaire réalisé (correspondant à la distance verticale DC) est à son maximum.

Que se passe-t-il s'il y a augmentation prévue de la demande globale suite à un accroissement de l'investissement où de la propension à consommer? La droite de demande globale va se déplacer ou pivoter vers le haut. A prix p_c fixe (le modèle de la *Théorie Générale*), la production q_c va augmenter. A quantités q_c fixes (le modèle du

Treatise), le prix p_c va augmenter. Dans les deux cas, les profits anticipés et réalisés vont augmenter. Ceci explique pourquoi Keynes utilisait les variations anticipées des profits comme indicateur des changements dans l'emploi et dans l'utilisation de la capacité productive:

> [...] Si l'on s'attend à un accroissement de l'excès de l'Investissement sur l'Epargne, le volume antérieur de l'emploi et de la production étant donné, les entrepreneurs seront incités à accroître le volume de l'emploi et de la production. Ce qui importe dans nos raisonnements tant actuel qu'ancien, c'est qu'ils cherchent à montrer que le volume de l'emploi est déterminé par les évaluations de la demande effective faites par les entrepreneurs, l'attente d'un accroissement de l'investissement par rapport à l'épargne, au sens du *Treatise on Money*, étant le critère d'un accroissement de la demande effective (36).

Dans les épreuves de 1935, Keynes considérait d'ailleurs explicitement, suite à une hausse des profits anticipés, la double possibilité d'une hausse de prix et d'une hausse de la production. Ainsi, que ce soit dans le *Treatise* ou dans la *Théorie Générale*, il y a variation des quantités et de l'emploi dans le court terme. Il est donc faux de prétendre, contrairement à certains commentateurs, que le Keynes du *Treatise* se situait dans l'hypothèse du plein-emploi (37).

3.7 *L'endettement des entreprises*

Il nous reste maintenant à faire le lien entre notre modèle et celui de Mme de Mourgues. Nous avons démontré que dans le cadre d'une économie de circuit, où les coûts des entreprises génèrent les revenus des ménages, les entreprises des deux principaux secteurs de l'activité économique peuvent réaliser des profits macroéconomiques. Ces profits, qui ont été anticipés, ne seront réalisés que si la demande effective a été correctement anticipée et si les décisions d'investir, lesquelles génèrent l'anticipation des profits, sont effectivement réalisées. Ceci signifie que les profits microéconomiques que pourraient réaliser certaines entreprises au cours de la période du circuit doivent être investis dans l'achat de produits intermédiaires fabriqués par les autres industries, à défaut de quoi un profit macroéconomique ne saurait apparaître puisque les profits microéconomniques non investis des uns seraient les pertes des autres.

Ceci étant dit, prenons maintenant pour acquis que toute production a su trouver un acheteur avant la fin de la période du circuit, et au prix fixé en début de période. Si l'épargne des ménages était nulle, les problèmes des entreprises s'arrêtaient là. Il suffirait de connaître le coût des investissements nouveaux pour pouvoir prédire la demande effective dans le secteur de consommation. Les sommes empruntées en début de période ($M_i + M_c = R_i + \Pi_i + R_c$) pourraient toujours être remboursées intégralement comme il a été démontré pour notre modèle à deux secteurs.

Lorsque l'épargne des ménages est positive, ceci signifie qu'une partie des investissements doit finalement être entérinée par les décisions du ménage. Si la partie consommées des revenus des ménages a été correctement anticipée, ceci n'a qu'une importance secondaire, *pourvu que les entreprises récupèrent la totalité de l'épargne des ménages sous forme de titres*. Dans ce cas, en fin de période, les entreprises peuvent toujours rembourser la totalité de la monnaie empruntée, puisque la totalité du flux monétaire distribué leur revient, sous forme de dépenses ou sous forme d'achats de titres financiers. Le seul problème, ainsi que l'a relevé Mme de Mourgues, c'est qu'à la période suivante, même s'il n'y a aucun accroissement de la production, le système bancaire devra augmenter le volume de monnaie prêtée, puisque la masse des dividendes devra s'accroître, du moins si l'on veut que l'épargne nouvelle et que l'épargne ancienne soient rémunérées au même taux que précédemment.

Mais le véritable problème apparaît lorsqu'une partie de l'épargne des ménages n'est pas directement placée auprès des entreprises (38). Dans ce cas, bien qu'elles aient correctement prévu la partie consommée du revenu des ménages, les entreprises devront s'endetter vis-à-vis des banques. Les entreprises en effet empruntent initialement: $M_i + M_c = R_i + \Pi_i + R_c$. Elles récupèrent, sous forme de dépenses: $R_i + \Pi_i + R_c - S$. De plus, elles obtiennent, grâce à la vente des titres financiers:

$$T = S - L,$$

où L est l'épargne thésaurisée ou placée auprès des banques. Le déficit monétaire des entreprises en fin de période est alors égal à L. Il devrait être clair que les profits qui ont été réalisés par les entreprises ne peuvent d'aucune manière que ce soit contribuer à effacer cet

écart entre le flux et le reflux de la monnaie puisque les profits, pour qu'ils soient réalisés, doivent être investis. Une entreprise microéconomique peut toujours utiliser ses profits afin de se désendetter vis-à-vis du système bancaire, mais l'ampleur de son désendettement serait très précisément l'équivalent, toutes choses étant égales par ailleurs, de la valeur de l'endettement monétaire supplémentaire de l'ensemble des autres entreprises.

Ainsi, lorsque le public place une partie de son épargne sous forme liquide (L), l'ensemble des entreprises ne peut rembourser intégralement, en fin de période, le prêt qui lui avait été accordé en début de période par le système bancaire. Ce dernier, s'il ne veut plonger l'économie dans une récession, se doit d'accepter la *consolidation* de la dette des entreprises. Au début de la période suivante, les banques devront considérer comme *permanent* le supplément d'endettement du secteur producteur, et pour éviter une baisse de la production, elles devront créer un flux de monnaie plus important qu'à la période précédente (même si on omet les dividendes sur la nouvelle épargne des ménages) puisque les entreprises devront verser des intérêts supplémentaires pour financer le nouvel endettement.

En ce sens, on peut dire que «les banques détiennent la clé de l'activité économique» puisque les entreprises ne pourront produire que si les banques acceptent de leur faire les avances nécessaires. Il faut remarquer cependant, que tant que les ménages continuent à augmenter leurs encaisses monétaires, il est absolument impossible pour les banques de diminuer l'endettement permanent des entreprises, seul l'endettement temporaire d'une période pouvant être affecté. Nous avons démontré, en effet, que si les entreprises peuvent réaliser des profits, elles subissent constamment un déficit monétaire, sauf si les ménages décident de diminuer leurs encaisses monétaires. A court terme, il se peut que les banques réussissent à forcer les entreprises à se désendetter, mais ceci ne serait possible que parce que l'économie ayant été plongée dans la stagnation, les ménages, pour conserver leur niveau de consommation, auraient consenti à puiser dans leurs liquidités. Il est inconcevable, de façon macroéconomique, que les ménages désépargnent en vendant leurs titres financiers, sauf si le système bancaire achète ces actions. Mais alors pourquoi aurait-il voulu se débarrasser au départ de ses actifs vis-à-vis du système producteur?

En général, le système bancaire livré à lui-même ne cherchera pas à limiter l'endettement permanent des entreprises, ayant compris que celui-ci est nécessaire (39). Dans le contexte moderne des économies industrielles, la Banque Centrale est l'institution qui peut restreindre ou canaliser les prêts aux entreprises. La monnaie «exogène» dont parle Mme de Mourgues n'apparaît pas sous la forme d'une monnaie «gratuite», mais plutôt sous la forme de prêts consentis plus librement au secteur producteur ou aux ménages (prêts à la consommation). La monnaie d'une économie de circuit, toute endogène qu'elle soit, dépend, en effet, des possibilités de crédit, lesquelles sont moins restrictives, toutes choses étant égales par ailleurs, lorsque l'économie nationale présente un excédent commercial ou lorsque le gouvernement finance ses dépenses autrement que par des taxes ou des émissions de titres. Dans ce cas, les banques commerciales ne sont pas obligées de se refinancer auprès de la Banque Centrale car elles disposent de réserves libres excédentaires. Les entreprises ne peuvent se désendetter sous ces conditions que si les banques acrroissent leurs prêts à la consommation (M_m) plus rapidement que les ménages ne décident de conserver des liquidités (40). On a alors l'égalité (avec les mêmes notations que précédemment):

$$R_i + R_c + M_m = C + T + L.$$

Si $M_m > L$, ceci signifie que le reflux monétaire des ménages vers les entreprises est plus important que le flux. Si, dans le secteur investissement, l'offre est égale à la demande, ceci implique que les entreprises peuvent se désendetter par rapport aux banques, et ce désendettement sera l'équivalent de l'endettement net supplémentaire des ménages. Il serait aussi possible aux entreprises, plutôt que de se désendetter, d'augmenter les rémunérations des facteurs de production, et par la suite, ainsi que nous l'avons montré, d'augmenter les prix ou les quantités produites afin de maximer le profit réalisable, en opérant au point correspondant à la demande effective. De là provient sans doute la crainte des politiques monétaires jugées trop laxistes.

§. Conclusion

Ainsi, il est possible de construire un modèle s'inspirant du *Treatise on Money*, où les entreprises distribuent sous forme de revenus les coûts normaux des facteurs, et où, au début de chaque période, les entreprises de biens de consommation doivent emprunter l'équivalent de leurs coûts normaux alors que les demandeurs d'actifs physiques nouveaux doivent emprunter l'équivalent de la *valeur* des biens de production nouvellement produits, sans qu'il se produise de déficit monétaire. Au contraire, un bénéfice *sous forme monétaire* apparaît au niveau *macroéconomique* dans les deux secteurs de l'économie, sans qu'il soit fait appel à une monnaie exogène. Cependant, ce type de surplus ne peut pas être utilisé globalement pour diminuer l'endettement initial: il doit être investi, autrement, la diminution de l'endettement du premier secteur ne ferait que compenser l'augmentation de l'endettement du second secteur.

Dans une économie déséquilibrée, par exemple suite à l'imposition d'une politique monétaire restrictive, les entreprises qui réalisent des profits ne voudront plus les réinvestir dans de nouvelles productions, si bien que les entreprises du second secteur subiront un déficit qui devra être épongé par des crédits bancaires supplémentaires ou compensé par l'absorption des firmes du second secteur par celles du secteur réalisant des profits.

S'il y a eu épargne, les industries qui ont bénéficié de cette épargne devront verser (sous forme de dividendes) des revenus plus élevés à la période suivante, même si la production reste constante, tant et aussi longtemps que le taux de rendement jugé normal ne sera pas modifié. En ce sens, le flux de monnaie requis sera plus important qu'à la période précédente.

S'il y a eu thésaurisation, ce sont les banques qui devront fournir aux entreprises la contrepartie des liquidités des ménages. A la période suivante, les frais d'intérêt seront plus élevés, et à nouveau le flux de monnaie nécessaire sera à la hausse.

Si le système bancaire refuse d'entériner les décisions de portefeuille des ménages, les entreprises se verront dans l'obligation de réduire leur production. Le système financier est spéculatif, car les principaux agents économiques sont condamnés à s'endetter toujours davantage.

Le modèle, malgré sa simplicité, nous permet de comprendre quelques facettes négligées de l'économie monétaire.

RÉSUMÉ

Cette étude a trois objectifs: montrer, dans le cadre de la théorie keynésienne du circuit, que la monnaie se conçoit comme un flux; que la création de ce flux nécessite un endettement toujours plus grand des entreprises; que les profits de ces entreprises ne peuvent se réaliser que s'il y a eu endettement et investissement préalables.

Il est également démontré qu'une ébauche de cette théorie des profits était présentée dans le *Treatise on Money* de Keynes.

ABSTRACT

This article has three goals: to show that money should be considered as a flow rather than as a stock; to show that the creation of such a flow requires that production units constantly accept further indebtness; to show that the profits of these production units (the firms) can only be realized through further investment (as post-Keynesian economists have long ago pointed out) and further indebtness.

It is also shown that the main elements of such a theory can be found in J.M. Keynes' Treatise on Money.

NOTES

(1) Il s'agit du manuel de Dominique Lacoue-Labarthe. Pour celui-ci, les propositions des théoriciens du circuit sont irréfutables, mais invérifiables ([16], p. 3). — Les articles concernés sont ceux de Barrère [3], Ottavj [27], Parguez [29] et [30], Poulon [33], Vallageas [42].

(2) [30], p. 172.

(3) Cet aspect de l'économie post-keynésienne fait l'objet d'un numéro spécial de la revue *Actualité économique* (janvier-juin 1982).

(4) [30], p. 184.

(5) Cf. Parguez [29], pp. 1-8. Voir Poulon [34] pour une bibliographie et une brève analyse de ces théories,ainsi que le chapitre 10 de Lacoue-Labarthe [16].

(6) Michelle de Mourgues [25], pp. 68-94.

(7) L'idée de monnaie endogène se retrouve aujourd'hui (sous des formes différentes) surtout parmi les économistes français, par exemple: Barrère [2], Bouvier et Gaubert [4], Ducros [8], Grellet [9], Le Bourva [19], Levy-Garboua [20], Parguez [28], Schmitt [36]. Voir aussi les anglo-saxons Chick [5] et Moore [23].

(8) [25], p. 74.

(9) La même confusion se retrouve dans le livre de Mme de Mourgues ([24], pp. 89-90). Pour une critique identique, voir [4], pp. 61-4.

(10) Voir Bouvier et Gaubert [4], pp. 63-4.

(11) C'est la contribution de H.P. Minsky: le système financier est instable car les entreprises doivent constamment demander le renouvellement des crédits qui leur ont été accordés par les banques. Un système stable est inconcevable: car plus l'économie est tranquille, plus entrepreneurs et banquiers sont prêts à spéculer. Voir [21] et [22].

(12) Les principales hypothèses qui sous-tendent notre modèle ont été énoncées par Alain Parguez [28] et [29].

(13) [10], pp. 124-5.

(14) [10], p. 125.

(15) [12], p. 425.

(16) [11], p. 81 de la traduction (pp. 60-1 en anglais). Dans un monde de croissance, au profit normal correspondrait les dividendes permettant d'assurer l'égalité entre l'épargne des ménages et l'investissement générant le taux de croissance à long terme.

(17) Voir Shackle, entre autres [39], p. 177 ou Lambert [17], p. 272 ou plus récemment, Devillers [7], pp. 256-7.

(18) En particulier [37], p. 123.

(19) [10], p. 152.

(20) [10], pp. 125-6.

(21) [12], p. 425. Les passages soulignés sont ceux du texte original.

(22) [12], p. 437; [13], p. 426; [11], p. 77 (version anglaise).

(23) Lire en particulier les passages pertinents de l'ébauche de 1935 ([13], pp. 418-27) et les remarques de Hawtrey concernant ceux-ci ([12], p. 569).

(24) [13], p. 181.

(25) Il s'agit de la distinction suggérée par Frédéric Poulon [33], p. 379. Comme nous, ses préférences vont pour le premier type de séparation.

(26) [10], pp. 148-9.

(27) Que les profits du *Treatise* constituent nécessairement une épargne a été démontré par Vallageas ([41], p. 148) et par Parguez ([29], p. 440). Voir aussi Kahn, dans [12], pp. 203-7. Il existe un lien inexploré entre l'ajustement instantané des prix dans la parabole de la jarre de la veuve et l'ajustement instantané des quantité par l'intermédiaire du multiplicateur.

(28) Shackle [40], pp. 18-22. Il est vrai que dans le chapitre 20 du *Treatise*, Keynes se livre à une sorte d'analyse séquentielle. Pourtant, Shackle lui-même écrit (p. 18): «Keynes of course did not use the term sequence analysis. I do not doubt that he would have rejected it.»

(29) Keynes [13], pp. 179-80. Celui-ci continue par une critique de Robertson et de l'école suédoise, et de leur utilisation partiellement erronée des concepts ex ante/ex post.

(30) Pour une formulation similaire, voir Parguez [28], pp. 106-8.

(31) Keynes [10], pp. 140 et sv. La demande de monnaie pour fins spéculatives va assurer l'égalité entre l'évaluation des actifs physiques nouveaux et leur prix de vente effectif. Voir Parguez [28], p. 235.

(32) [32], p. 19.

(33) C'est là, selon André Larceneux ([18], pp. 34-5, l'explication du caractère bilatéral de l'épargne/investissement dans la *Théorie Générale*: Keynes y assimilerait la majeure partie de l'épargne aux profits.

(34) Cette présentation graphique s'inspire largement de l'apport d'Edward Nell [26].

(35) Voir ses quelques remarques dans [32], p. 19. Voir aussi la controverse à ce sujet dans *History of Political Economy* (hiver 1978).

(36) [11], p. 78 de la traduction (pp. 98-9, version originale). La même argumentation se trouve dans l'ébauche de 1934 ([12], p. 437).

(37) Voir [13], p. 433. Pierre Duguay, de la Banque du Canada, m'a convaincu de l'importance de cette conclusion.

(38) Ce problème est longuement évoqué par Davidson [6], en particulier par rapport aux modèles de croissance post-keynésiens.

(39) Mais pourquoi les banques préfèrent-elles parfois limiter leurs prêts? C'est qu'une banque individuelle, si elle veut éviter de s'endetter de façon coûteuse vis-à-vis des autres banques, ne peut accroître ses crédits à un rythme plus rapide que celui de ses concurrents (voir [10], p. 26). Le principe de la demande effective s'applique aux banques aussi bien qu'aux entrepreneurs: «Alors que l'intérêt de l'ensemble des entrepreneurs serait de posséder les 'esprits animaux' les plus élevés possibles, l'intérêt de chaque entrepreneur est de ne pas être trop optimiste, en tout cas, pas plus optimiste que les autres entrepreneurs» ([9], p. 203).

(40) Cette idée est tirée de la première ébauche de la *Théorie Générale*, en 1932, deux ans à peine après la parution du *Treatise*. (Voir [14], pp. 92-4.) Roy J. Rotheim [35] a tout récemment montré combien les ébauches de la *Théorie Générale* datant de 1932-33 étaient importantes pour comprendre l'apport révolutionnaire de Keynes.

BIBLIOGRAPHIE

[1] Barrère, Alain, «La progression instable», in A. Barrère, éd., *Controverses sur le système keynésien*, Economica, Paris, 1976.

[2] Barrère, Alain, *Déséquilibres économiques et contre-révolution keynésiennes*, Economica, Paris, 1979.

[3] Barrère, Alain, «L'économie imparfaite: le marché et le circuit», *Revue économique*, mars 1981, pp. 405-17.

[4] Bouvier, Georges-Yves et Philippe Gaubert, *Offre de monnaie. Politique monétaire*, Presses Universitaires de France, Paris, 1976.

[5] Chick, Victoria, *The Theory of Monetary Policy*, Parkgate Books, Oxford, 1977.

[6] Davidson, Paul, *Money and the Real World*, Macmillan, London, 1972.

[7] Devillers, Marie-Hélène, «Portées et limites des contraintes de cohérence globale dans l'analyse keynésienne», in [1].

[8] Ducros, Bernard, «Les relations entre prix, flux et stocks en analyse de déséquilibre», *Economie appliquée*, # 1, 1978, pp. 15-33.

[9] Grellet, Gérard, «Le principe des avances et la théorie keynésienne de l'emploi», in [1].

[10] Keynes, John Maynard, *A Treatise on Money*, tome I, Macmillan, London, 1950 (1930).

[11] Keynes, John Maynard, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London, 1936.
Traduction: *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris, 1975.

[12] Keynes, *The Collected Writings of John Maynard Keynes. The General Theory anf After. Part I: Preparation*, vol. XIII, Macmillan, London, 1973.

[13] Keynes, *The Collected Writings of John Maynard Keynes. The General Theory and After. Part II: Defence and Development*, vol. XIV, Macmillan, London, 1973.

[14] Keynes, *The Collected Writings of John Maynard Keynes. The General Theory and After. A Supplement*, vol. XXIX, Cambridge University Press, Cambridge, 1979.

[15] Kregel, Jan, «Economic Methodology in the Face of Uncertainty: the Modelling Methods of Keynes and the Post-Keynesians», *Economic Journal*, juin 1976, pp. 209-25.

[16] Lacoue-Labarthe, Dominique, *Analyse monétaire*, Dunod, Paris, 1980.

[17] Lambert, Paul, *L'œuvre de John Maynard Keynes*, tome 1, Nijhoff, La Haye, 1963.

[18] Larceneux, André, «Fondements non-néoclassiques de la macroéconomie: essai d'analyse transkeynésienne», Université de Besançon, Département de Sciences Economiques, Document de travail, octobre 1978.

[19] Le Bourva, Jacques, «Création de la monnaie et multiplicateur de crédit», *Revue économique*, janvier 1962, pp. 29-56.

[20] Lévy-Garboua, Louis et Vivien, «Le comportement bancaire, le diviseur de crédit et l'efficacité du contrôle monétaire», *Revue économique*, mars 1972, pp. 243-82.

[21] Minsky, Hyman, *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, New York, 1975.

[22] Minsky, Hyman, «The Financial Instability Hypothesis: Capital Processes and the Behavior of the Economy», Working Paper, Confederazione Generale dell' Industria Italiana, mars 1979.

[23] Moore, Basil, «The Endogeneous Money Stock», *Journal of Post Keynesian Economics*, automne 1979, pp. 49-70.

[24] De Mourges, Michelle, *Economie monétaire*, tome II, 2e éd., Dalloz, Paris, 1976.

[25] De Mourgues, Michelle, «Structures financières et inflation», *Revue d'économie politique*, janvier-février, 1978, pp. 68-94.

[26] Nell, Edward, «The Simple Theory of Effective Demand», *Intermountain Economic Review*, automne 1978, pp. 1-32.

[27] Ottavj, Christian, «Circuit économique et déséquilibre», *Cahiers d'économie politique*, # 6, 1981, pp. 147-69.

[28] Parguez, Alain, *Monnaie et macroéconomique*, Economica, Paris, 1975.

[29] Parguez, Alain, «Profits, épargne, investissement: éléments pour une théorie monétaire du profit», *Economie appliquée*, # 2, 1980, pp. 425-55.

[30] Parguez, Alain, «Keynes et la révolution», *Cahiers d'économie politique*, # 6, 1981, pp. 171-87.

[31] Parguez, Alain, «Les nouveaux mystères de l'épargne», Université de Besançon, Département de Sciences Economiques, Document de travail, avril 1981.

[32] Patinkin, Don, «New Materials on the Development of Keynes' Monetary Thought», *History of Political Economy*, printemps 1980, pp. 1-28.

[33] Poulon, Frédéric, «Graphe, crise et circuit keynésien», *Revue d'économie politique*, juillet-août 1980, pp. 371-409.

[34] Poulon, Frédéric, «Un défi de la théorie du circuit à la nouvelle théorie des économies d'endettement: l'analyse des crises», Université de Bordeaux I, document de travail, février 1981.

[35] Rotheim, Roy, «Keynes' Monetary Theory of Value (1933)», *Journal of Post Keynesian Economics*, été 1981.

[36] Schmitt, Bernard, «La monnaie au centre de la répartition», *Revue d'économie politique*, janvier-février 1966, pp. 92-114.

[37] Schmitt, Bernard, *L'analyse macro-économique des revenus*, Dalloz, Paris, 1971.

[38] Schmitt, Bernard, «Vers une nouvelle théorie macro-économique?», *Revue d'économie politique*, janvier-février 1972, pp. 139-52.

[39] Shackle, G.L.S., *The Years of High Theory*, Cambridge University Press, Cambridge, 1967.

[40] Shackle, G.L.S., *Keynesian Kaleidics*, Edinburgh University Press, Edinburgh, 1974.

[41] Vallageas, Bernard, *Le paradoxe du profit et le circuit économique: essai sur la structure macroéconomique des sociétés capitalistes*, thèse de doctorat d'Etat, Université de Dijon, 1976.

[42] Vallageas, Bernard, «Réflexions sur les fondements de l'analyse en termes de circuit», *Revue d'économie politique*, mars-avril 1981, pp. 198-220.