La thèse de la monnaie endogène face à la non-validation des crédits

Marc Lavoie
Université d'Ottawa

Il est montré que les économistes néo-marxistes, comme les économistes post-keynésiens ou les économistes du circuit, endossent une théorie de la monnaie endogène, fondée sur la monnaie de crédit. L'impact des crédits bancaires dont le rôle est d'éponger les pertes subies par les entreprises, en particulier suite à la dévalorisation du capital par obsolescence est alors étudié. Le lien entre ces crédits et l'inflation contemporaine, tel qu'il est proposé par les néo-marxistes, est ensuite critiqué. Finalement, un autre mécanisme de transmission est proposé. Celui-ci est fondé sur la lutte pour le partage du revenu national. Ce mécanisme désamorce l'approche monétariste et il renforce la thèse de la monnaie endogène.

It is shown that neo-Marxist economists, as their post-Keynesian counterparts, accept a theory of endogenous money based on credit-money. The impact of bank loans, the role of which

* Avant la rédaction de ce texte, j'ai bénéficié de très intéressantes discussions avec Jean-Guy Loranger, Alain Parguez et Michel de Vroey. Évidemment, on ne peut présumer de leur accord pour aucune des affirmations du texte. Celui-ci a été présenté à la *Eastern Economic Association* (Pittsburgh, mars 1985).

is partly to absorb the losses incurred by the firms, in particular as a consequence of the devalorization of capital by obsolescence, is then studied. The link between these credits and contemporary inflation, at it is proposed by neo-Marxists, is then criticized. Finally, another type of transmission mechanism is proposed. The latter is based on the struggle for a share of national income. This mechanism avoids the monetarist approach and it strengthens the hypothesis of endogenous money.

*
**

La thèse de la monnaie endogène est maintenant bien établie. Gunnar Heinsohn et Otto Steiger [1983] lui ont donné une assise historique. L'hypothèse de la monnaie endogène a permis d'expliquer de nombreux faits économiques, comme on a pu le constater grâce à des travaux statistiques qui cherchaient à le démontrer (Forman et al. [1985], Moore [1979], Moore et Stuttman [1984]), ou grâce à des recherches empiriques dont l'objet était tout autre (Bryant [1983]). La théorie de la monnaie endogène, qu'on peut aussi appeler théorie de la monnaie de crédit, est endossée aussi bien par les universitaires que par les praticiens (liés aux banques privées comme aux banques centrales). Chez les premiers, comme chez les seconds, le concept de monnaie endogène est transnational. Malgré la grande diversité des mécanismes et des institutions bancaires ou monétaires, il y a accord sur la genèse de la monnaie et le rôle de la banque centrale, contre l'analyse orthodoxe.

Par exemple, aux États-Unis, on peut identifier aux premiers le nom de Basil Moore [1984] et aux seconds les noms de Raymond Lombra [1980] ou d'Albert Wojnilower [1980]. En Angleterre, on pense naturellement à Nicholas Kaldor [1970 ; 1982], Richard Kahn [1972] et John Hicks [1982, ch. 19] pour les premiers et à Roger Bootle [1984] pour les seconds. En France, il y a tous les théoriciens du circuit (Parguez [1985 ; 1984], Léonard [1984], Rachline [1982]), auxquels il faut joindre d'autres universitaires

tels que Jacques Le Bourva [1959 ; 1962] ou Michelle de Mourgues [1978] et aussi de nombreux économistes, proches des banques ou de la Banque de France, comme Jean Denizet [1969], Pierre Berger [1975] et J.G. Thomas [1981, ch. 6]. Évidemment, cette liste n'est qu'indicative.[1]

L'objet de la présente étude est de montrer que la thèse de la monnaie endogène recouvre un spectre encore plus large d'opinions. La théorie de la monnaie de crédit n'est pas seulement préconisée par une petite partie des économistes non-orthodoxes (les économistes cambridgiens ou « post-keynésiens » et quelques banquiers). En fait, c'est l'ensemble de l'économie non-orthodoxe, à laquelle on peut joindre les économistes radicaux ou néo-marxistes, qui s'oppose à la vision orthodoxe de la monnaie et du système financier. Post-keynésiens et néo-marxistes rejettent la théorie traditionnelle de l'offre de monnaie exogène. Ensemble ils conçoivent une théorie endogène de la monnaie de crédit.

Le plan de mon étude est le suivant. Dans la première partie, je rappellerai les principales caractéristiques de la monnaie endogène et je montrerai que les néo-marxistes ont récemment développé une interprétation du système financier contemporain qui est en accord avec ces caractéristiques. Dans la seconde partie, je présenterai les éléments de l'analyse monétaire qui sont propres à la théorie marxiste. En particulier, les néo-marxistes se sont beaucoup interrogés sur les conséquences des investissements improductifs ou non rentables, et leur impact sur le système financier et la création de crédit ou de monnaie. Nous verrons comment on peut interpréter ces effets dans le cadre du modèle d'accumulation par le crédit et si on peut effectivement leur imputer l'inflation moderne. En effet, comme l'a mentionné Roger Bootle [1984, p. 30] des prêts bancaires peuvent aussi servir à éponger les pertes subies par les entreprises suite à une réduction de leurs recettes.

1. – La monnaie endogène et le cours forcé

1.1. *Un abrégé de la thèse de l'endogénéité*

La théorie de la monnaie endogène s'interprète à deux niveaux : celui des banques commerciales (banques à charte, ban-

ques de second rang) et celui de la banque centrale. A chacun de ces deux niveaux on peut dire que l'offre s'adapte à la demande, au prix fixé. Il n'y a donc pas d'offre en tant que telle. Si l'on persiste à parler de fonction d'offre de monnaie (ou de crédit), on peut l'imaginer comme une horizontale au taux d'intérêt existant.

Le circuit monétaire s'amorce par le crédit qu'accorde une banque commerciale à une entreprise. Dans ses crédits, l'ensemble du système bancaire n'est limité que par l'agencement (la liquidité) de portefeuille qu'il veut bien se donner. A un taux d'intérêt donné, chaque banque a avantage à consentir des prêts pour tous les projets dont elle anticipe la rentabilité. S'il y a des emprunteurs insatisfaits, c'est parce qu'ils ne satisfont pas aux règles de garantie que se sont données les banques.

Les prêts nouvellement consentis confèrent à leurs bénéficiaires un pouvoir d'achat sous la forme instantanée de nouveaux dépôts. Une grande partie de ces nouveaux dépôts disparaîtra immédiatement puisqu'elle servira à l'extinction de prêts contractés antérieurement par d'autres agents. Une partie sera transformée en billets de banque. Une partie, enfin, sera conservée sous forme d'encaisses de réserve ou de transactions par les entreprises ou les ménages. Ces encaisses et ces billets de banque vont s'ajouter au stock de monnaie existant. Le stock de monnaie dépend de la demande de monnaie, au taux d'intérêt existant.

L'offre de monnaie n'est fixée ni par les banques commerciales ni par la banque centrale. En France et aussi en Grande-Bretagne, il est depuis longtemps reconnu que la banque centrale ne contrôle que le taux d'intérêt, par l'intermédiaire du taux d'escompte. La Banque de France fournit aux banques de second rang tous les billets de banque requis par celles-ci, aux taux d'escompte prévus. Aux États-Unis, la Réserve fédérale américaine fixe une partie de la monnaie banque centrale, mais elle n'a aucun contrôle sur les réserves qui lui sont empruntées par les banques commerciales. Là aussi, la banque centrale ne peut espérer contrôler les crédits ou la masse monétaire que par l'effet des taux d'intérêt sur la demande ultérieure de crédit ou la demande de dépôts. Le taux d'intérêt lui-même est déterminé par les proportions dans lesquelles la politique de la banque centrale force les banques commerciales à s'éloigner de la structure désirée de leur portefeuille.[2] C'est pourquoi les innovations bancaires (certificats de dépôts, dépôts à vue payant

intérêt, etc.) qui modifient la valeur du multiplicateur de monnaie ou la vitesse de circulation de la monnaie ne peuvent totalement absorber les contraintes imposées par la banque centrale.

La théorie de la monnaie endogène est profondément antimonétariste. Elle récuse la théorie de l'inflation par demande excédentaire qui serait due à long terme à un excès d'offre de monnaie, laquelle théorie est maintenant celle des manuels keynésiens orthodoxes de macroéconomie.[3] Elle intègre l'analyse de la monnaie à celle de la production. Elle renverse la causalité entre prix, production et monnaie. Elle souligne l'importance du crédit pour l'activité productrice et justifie la prédominance causale de l'investissement sur l'épargne.

1.2. *Marxistes ou quasi-monétaristes ?*

Il peut paraître quelque peu étrange pour certains que les économistes de formation marxiste soit en accord avec les partisans de la théorie de la monnaie endogène. La lecture de nombreux travaux marxistes donne en effet souvent l'impression que marxistes et monétaristes s'entendent pour disculper entièrement les syndicats ouvriers quand il s'agit d'identifier les causes du processus inflationniste, les deux groupes d'économistes rejetant le blâme sur l'État ou sa banque centrale. Cette ambiguïté est d'ailleurs notée par les auteurs néo-marxistes eux-mêmes. Il ne s'agit donc pas d'une illusion ou d'un préjugé.

> « Certes, aucun auteur marxiste n'adopte une analyse monétaire qui reviendrait à faire de l'excès d'émission de la monnaie une cause de l'inflation. Néanmoins certains prennent parfois en considération le fonctionnement de la ' planche à billets ', ou les décisions de la Banque centrale concernant la quantité globale de monnaie. A-t-on alors une juxtaposition d'une conception proche des théories monétaires de l'inflation et d'une conception qui privilégie la puissance des monopoles ? Certaines formulations le font parfois craindre... » *[Jean Cartelier et de Brunhoff 1979, p. 131].*

Une autre source de méfiance entre auteurs post-keynésiens et auteurs marxistes est l'obsession entretenue par les seconds à l'égard de l'or. Pour les post-keynésiens, l'or n'est que la relique d'un système monétaire qui ne pouvait être que transitoire. L'or n'est qu'une marchandise comme les autres. Elle ne devrait plus jouer aucun rôle dans le système monétaire national ou internatio-

nal. Pour les post-keynésiens, l'or n'est rien. Les choses ne sont pas aussi claires pour tous les néo-marxistes. Bien qu'ils ne prônent pas un retour à un régime officiel d'étalon-or, ceux-ci gardent bien souvent l'or comme sujet de référence. La citation suivante illustre assez bien cette attitude :

« La thèse que je défends ici est la suivante : la définition de la monnaie, lorsqu'analysée dans ses fonctions étalon de mesure et moyen de paiement international, n'a pas nécessairement la forme marchandise mais doit ultimement être mise en rapport à une vraie marchandise qui, malgré *tout ce qui a pu être écrit, reste l'or* » *[Loranger 1982, p. 495]*.

Lorsque les néo-marxistes écrivent à propos de la monnaie, ils sont encore aujourd'hui obligés de préciser que la monnaie fiduciaire est bel et bien une monnaie à part entière. Alain Lipietz [1982, p. 49] par exemple, reproche aux marxistes traditionnels de vouloir ignorer la monnaie scripturale et même les billets de banque. On comprend donc que, dans le passé, les économistes marxistes n'aient pas été perçus, par les post-keynésiens, comme des alliés face aux théories monétaires prônées par les monétaristes.

1.3. *Néo-marxistes et monnaie endogène*

Il est cependant clair que la situation a changé de façon radicale avec l'émergence récente des néo-marxistes français et le rapprochement entre certains radicaux américains et les post-keynésiens cambridgiens. A l'heure actuelle, les études des radicaux américains sur la monnaie ne sont pas encore publiées (si ce n'est sous forme de cahiers de recherche).[4] En fait, ce sont les néo-marxistes francophones qui ont véritablement introduit la théorie de la monnaie de crédit dans les revues marxistes anglo-saxonnes.

Celle-ci est maintenant solidement implantée parmi les économistes américains de gauche. Paradoxalement, ceux-ci se plaisent maintenant à citer des extraits du *Wall Street Journal* pour étayer leur théorie monétaire nouvellement acquise et elle se retrouve maintenant dans leurs manuels de macroéconomie.

« That is why every week the Fed understandably acts in such a way as to fully accomodate the reserve requirements of the banking system (whatever they may be). The Fed can never refuse to provide the required reserves unless it would deliberately risk setting off a spiralling contraction of credit. So it contents itself with choosing between channels – open market operations or the Federal Reserve discount window – to supply the required reserves » *[éditorial du Montly Review, 1984, p. 11]*.

« *Most modern Marxists agree with some of the other alternative schools... on the most basic criticism of the monetarists. The expansion and contraction of money and credit are very important to the economy, but they are determined by other economic activity ; they are not determined outside the economy by some government agency (such as the Federal Reserve System). In other words, the movements of the money supply and credit are determined endogenously by the economic system* » [Sherman et Evans 1984, p. 327].

Du côté de la France, c'est Suzanne de Brunhoff qui, la première, a intégré à son analyse la théorie de la monnaie endogène [1971]. Même si elle considère que les partisans de cette théorie n'offrent pas une alternative suffisamment radicale, son analyse de l'offre de monnaie s'appuie largement sur l'apport de Jacques Le Bourva [1962], qu'on peut considérer comme le pionnier (avec Richard Kahn [1972]) de la thèse de la monnaie de crédit. Pour de Brunhoff, « il semble évident que la formule selon laquelle les crédits font les dépôts (« loans make deposits ») et donc la monnaie, est vraie » [1978, p. 75]. Plus récemment, elle a encore clairement rejeté la notion de monnaie exogène, se prononçant en faveur du concept d'offre de monnaie endogène [1982, p. 189-90].

Il est maintenant relativement facile de trouver des passages explicitement favorables à la thèse de la monnaie de crédit chez les autres néo-marxistes. Dans la citation qui suit, par exemple, on trouve l'idée de « diviseur » de crédit, introduite par Le Bourva [1962] et qu'on retrouve au moins implicitement dans tous les écrits post-keynésiens sur le sujet.

« The issuance of credit corresponds to the demand of productive capital... and so the creation of money no longer functions as a control variable. It becomes *endogenous* to the economic system. It is limited only by banks estimates of the opportunities open for the use of credit on the part of their clients... We can reject, then, the theory of the money supply multiplier, according to which the quantity of money is said to be regulated by the monetary base issued by the central bank. It is more correct to treat a monetary divisor... » *[Lipietz 1982, p. 54]*.

L'importance de la thèse de la monnaie de crédit est particulièrement évidente chez les partisans de la théorie de la régulation.

En fait, leur explication du fonctionnement du capitalisme contemporain est en grande partie fondée sur celle-ci. C'est leur hypothèse du cours forcé.

« Une étude attentive du fonctionnement du marché monétaire et du marché du crédit à partir de 1945 et plus encore depuis 1968, montre en effet que le volume du refinancement et partant de la création monétaire d'origine interne, est la stricte conséquence du niveau des crédits accordés » *[Benassy, Boyer et Gelpi 1979, p. 434]*.

« In such a system money supply and money demand are always equated. All money creation is demand-determined or endogenous since its object is to start a commodity production » *[de Vroeil 1984, p. 385]*.

« [C'est] la création de monnaie banque centrale qui répond au besoin de refinancement engendré par une demande de crédit, elle-même conditionnée par l'évolution économique d'ensemble » *[Boyer 1982, p. 22]*.

Les points de convergence entre les post-keynésiens, les théoriciens du circuit et les néo-marxistes, au moins en ce qui concerne l'interaction entre la monnaie et les systèmes financier et productif, étaient jusqu'à tout récemment restés pratiquement ignorés. Comme le souligne Renato di Ruzza [1984, p. 9], la théorie du circuit dynamique (par exemple Parguez [1984]) est déjà très proche de la théorie néo-marxiste.[5] Mais la théorie monétaire post-keynésienne est tout à fait compatible avec l'approche radicale des aspects financiers de l'économie. Di Ruzza reproche aux post-keynésiens d'attacher encore trop d'importance aux outils et aux concepts de l'économie traditionnelle, alors que l'orientation de leurs travaux leur permettrait d'aller au-delà.

« [Il] me semble qu'il y a dans la théorie keynésienne et post-keynésienne tous les éléments qui promettraient de s'affranchir de la dualité offre/demande de monnaie. Ainsi, ...si l'on suppose que l'offre de monnaie est endogène et déterminée par la demande, alors la notion même d'offre de monnaie perd toute sa signification... Tout problème d'ordre quantitatif est supprimé et donc la notion même de marché monétaire sur lequel se confrontent une offre et une demande. Reste alors le problème de la nature qualitative de la monnaie » *[Di Ruzza 1984, p. 8-9]*.

Bien que tous les post-keynésiens ne soient pas prêts à aller aussi loin que Di Ruzza le voudrait bien, il s'en trouve certains qui contestent effectivement l'utilité des concepts d'offre ou de demande de monnaie. Forman, Groves et Eichner sont assez radicaux à cet égard.

« The empirical work we have done in estimating the parameters of our model not only casts doubt on the existence of a separate demand curve for money, it also raises the question of whether the money stock – however that aggregate is defined – is the crucial variable linking the Fed's open-maket operations to a change in the level of real economic activity, such as the conventional IS-LM models would suggest... Thus it is possible... to eliminate the monetary stock, as conventionally defined, from macroeconomic analysis altogether » [1985, p. 36 et 39].

Pour compléter ce tour d'horizon des convergences entre économistes non-orthodoxes qui s'intéressent à la théorie monétaire, on pourrait ajouter que les économistes américains dits « institutionnalistes » appuient également la thèse de la monnaie de crédit [Wilber et Jameson 1983, p. 187-9]. Ceci n'est pas étonnant, étant donné l'importance qu'accordait Veblen à la distinction entre circulation financière et circulation industrielle.

2. – Le modèle d'accumulation capitaliste en crise

2.1. *Différentes conceptions de l'inflation*

Ayant passé en revue les points communs des théories de la monnaie post-keynésienne et néo-marxiste, nous allons maintenant identifier les éléments distincts de ces deux théories. La première différence, la plus évidente, c'est que pour les post-keynésiens la monnaie endogène fait partie du mode d'accumulation normal du système capitaliste [Parguez 1982]. Par contraste, pour les néo-marxistes, la monnaie endogène (ou ce qu'ils appellent le cours forcé) est une caractéristique contemporaine et peut-être même temporaire de l'accumulation capitaliste. Dans l'esprit des post-keynésiens, la monnaie de crédit n'est ni plus ni moins inflationniste qu'un système monétaire construit sur l'or. Pour les néo-marxistes, l'inflation est particulièrement probable dans un régime à cours forcé. On en est donc conduit à concevoir au moins deux théories distinctes de l'inflation.

Des études empiriques ont démontré qu'on pouvait établir une relation entre le taux de croissance des salaires (diminué du taux de croissance du produit par travailleur) et le taux de croissance des prix [Sylos-Labini 1979]. Il a aussi été montré que les variations de la masse monétaire pouvait être largement expliquées

par les fluctuations du salaire horaire [Moore 1979]. Enfin, il a été établi qu'il existait un taux de corrélation élevé entre les variations de la masse salariale et le taux de croissance des crédits aux entreprises non financières [Moore 1983]. De ces études, certains post-keynésiens en tirent donc une théorie de l'inflation selon laquelle les hausses du taux de salaire nominal excédent le taux d'accroissement de la productivité sont répercutées directement sur les prix, tandis que dans la sphère financière les entreprises sont dans l'obligation d'accroître leur capital circulant pour financer leurs dépenses de production, ce qui mène à un accroissement des crédits bancaires et éventuellement à une hausse du stock de monnaie.

D'autres études ont montré qu'on pouvait associer le taux de croissance de l'indice des prix à la consommation aux modifications dans le rapport entre l'emploi dans le secteur des biens de consommation et l'emploi dans le secteur des biens de production, du moins pour le Canada [Seccareccia 1984]. Dans ce modèle, les entreprises élèvent leurs prix afin de financer une accumulation accélérée, comme dans le modèle microéconomique de l'entreprise oligopolistique de Eichner [1973]. Il suffit alors d'imaginer un mécanisme de feedback entre prix et salaires pour expliquer l'inflation contemporaine. Cette théorie de l'inflation, comme la précédente, peut être qualifiée de théorie cambridgienne de l'inflation puisqu'elle met l'accent sur les conflits engendrés par le partage du revenu national.

Du côté néo-marxiste, Loranger [1984] a démontré, pour le Canada également, qu'il était possible de lier le taux d'inflation à une certaine mesure des agrégats de crédits. Ce genre d'études empiriques n'est pas sans rappeler des études similaires faites par des monétaristes ou quasi-monétaristes [Goldthurp 1984]. Mais tandis que ces derniers n'ont aucun contenu économique pour justifier ou expliquer les corrélations observées entre des agrégats de crédit et le revenu national ou des indices de prix, les néo-marxistes présentent une structure théorique qui sous-tend leurs observations. C'est ce que nous allons maintenant étudier.

Ce qui distingue les néo-marxistes des post-keynésiens c'est que les premiers se posent une question qu'ignorent les seconds. Comme le dit Michel de Vroey, l'endogénéité de la monnaie n'est pas une garantie de la validité des décisions privées de création monétaire [1984, p. 388]. Que se passe-t-il lorsque les crédits

consentis par les banques ne servent pas à des fins productives ? On pense à deux types de crédits : les crédits à la consommation et les crédits pour fins financières. Pour ce qui est des crédits à la consommation, leur analyse est assez simple. Ces crédits servent à accroître la propension à consommer des ménages, en réorientant les flux monétaires disponibles vers les ménages dont la propension à consommer est la plus forte. Les crédits à la consommation permettent donc une production plus grande et des profits plus importants.

La question des crédits pour des fins financières est plus complexe. Ce qui intéresse plus particulièrement les néo-marxistes, c'est le cas où les profits incorporés dans les prix ne sont pas réalisés. Traditionnellement, on attribuait la possibilité de ce cas à l'incohérence entre la structure désirée de consommation et la structure de production. Plus récemment, des auteurs comme Michel Aglietta [1980] ont mis l'accent sur la notion d'obsolescence. La dévalorisation trop rapide du capital empêcherait les entreprises de réaliser les profits et les cash-flows anticipés. Ceci aurait dû mener à la faillite les entreprises qui en sont victimes. Le mode de régulation contemporain aurait plutôt favorisé la fuite en avant par l'inflation.

2.2. *L'obsolescence et la crise*

La dévalorisation du capital et son amortissement financier sont des problèmes qui, depuis la *Théorie générale* de Keynes, préoccupent passablement les économistes. Tout d'abord les économistes suédois tels que Lundberg puis, à la fin des années à forte croissance, les économistes post-keynésiens tels que Harrod [1970] et Barrère [1975] se sont penchés sur les écarts qui pouvaient exister entre les sommes requises annuellement pour le remplacement du capital usé ou devenu obsolescent et les sommes prévues annuellement par les entreprises pour financer le remplacement éventuel de ce capital. Ce qui préoccupait alors ces économistes, c'est que les sommes "mises de côté" (les amortissements ou désinvestissement), qui constituent des coûts non générateurs de revenus, peuvent largement surpasser les sommes effectivement investies (l'investissement de remplacement). Une telle situation engendre en effet une épargne importante de la part des entreprises

qui diminue d'autant la demande effective, en supposant donnée l'épargne des ménages. A la longue, une telle situation pourrait entraîner l'arrêt de la croissance par manque de demande.

Pour les économistes contemporains, la problématique est toute autre. C'est le problème inverse qui les préoccupe. Ils pensent que les entreprises sont incapables d'accumuler les sommes requises pour remplacer le capital devenu obsolescent. C'est la condition de crise énoncée par Frédéric Poulon [1982] et qui semble se réaliser pour la France. C'est l'analyse de la crise et de l'inflation actuelles telle qu'elle est présentée par la plupart des néo-marxistes [Aglietta et Orléan 1982]. C'est également, pour certains économistes plus orthodoxes, comme J.G. Thomas [1981, ch. 11], la conséquence de l'inflation contemporaine et la cause du sous-investissement actuel.

Un petit modèle, inspiré de Bhaduri [1972], va nous permettre de comprendre ces différents points de vue. Supposons une économie dont l'investissement brut croît à un taux réel constant g. Supposons que la longévité d'une machine soit de T périodes, c'est-à-dire que le capital physique peut être opéré sans restrictions pendant T périodes, après quoi la machine doit être brusquement abandonnée. D'autre part, l'amortissement financier est linéaire, autrement dit, à chaque période l'entreprise incorpore à ses coûts 1/T de la valeur de la machine. En posant $J_0 = 1$, on obtient immédiatement les relations suivantes.

L'investissement brut à la période t :

$$J_t = e^{gt} \tag{1}$$

L'investissement de remplacement à la période t :

$$R_t = J_{t-T} = e^{g(t-T)} \tag{2}$$

L'investissement net à la période t :

$$I_t = J_t - R_t = R_t\,(e^{gT}-1) = e^{gt}(1-1/e^{gT}) \tag{3}$$

Le flux d'amortissement financier à la période t :

$$A_t = \int_{t-T}^{t} \frac{e^{g\gamma}.\,d\gamma}{T} = \frac{e^{gt}(1-1/e^{gT})}{gT} = \frac{I_t}{gT} \tag{4}$$

Les équations (1) à (4) supposent qu'il n'y a pas inflation et pour les équations (2) à (3) nous supposons de plus que la longévité réalisée est identique à la longévité anticipée. S'il n'y avait pas d'amortissement « excessif », c'est-à-dire si l'écart entre le flux d'amortissement financier de la période et le coût effectif de remplacement des machines à la même période était nul, on aurait $A_t = R_t$.

Cet écart est cependant généralement non nul. Pour le voir, supposons que les entreprises n'incorporent aux prix que les coûts (au niveau agrégé, ce sont les revenus versés aux ménages : salaires, dividendes, intérêts) et la marge de profit suffisante pour engendrer le flux d'amortissement financier A_t. Dans ce cas et en se rappelant que l'économie se trouve sur un sentier de croissance d'équilibre, l'investissement brut est égal à la somme du flux d'amortissement financier des entreprises et de l'épargne des ménages. Notant S_t cette dernière, nous pouvons donc écrire :

$$J_t = A_t + S_t \tag{5}$$

Ou encore, grâce à l'équation (3) :

$$I_t = J_t - R_t = (A_t - R_t) + S_t \tag{6}$$

Sous ces restrictions, la condition de crise de Poulon, qui s'apparente à la crise décrite par les néo-marxistes, s'exprime simplement par :

$$A_t - R_t < 0 \quad \text{ou} \quad S_t > I_t \tag{7}$$

Dans le cas décrit par les équations (1) à (4), l'obsolescence ne peut être la cause de ce type de crise. L'amortissement « excessif » est toujours positif et égal à :

$$A_t - R_t = I_t\,[(1/gT) - 1/(e^{gT}-1)] \tag{8}$$

Pour que le cas marxiste soit rendu possible, il nous faut donc modifier les hypothèses qui régentent les équations (1) à (4). Trois possibilités peuvent être envisagées : le taux de croissance n'est pas fixe ; la longévité réalisée est différente de la longévité anticipée ;

il existe une inflation des prix. Nous pouvons immédiatement disposer de la première possibilité. S'il y avait une chute du taux de croissance, il faudrait l'expliquer. On en reviendrait à la thèse des post-keynésiens.

Venons-en donc à la deuxième possibilité. Notons P la longévité *anticipée* des machines et conservons T pour la longévité réalisée de celles-ci. Supposons tout d'abord que la longévité du capital est sous-estimé (P<T). Les équations (1) à (3) restent inchangées. Par contre, le flux d'amortissement financier devient :

$$A_t = \int_{t-P}^{t} \frac{e^{g\gamma} \cdot d\gamma}{P} = I_t\,(1-e^{-gP})/Pg\,(1-e^{-gT}) \tag{9}$$

Il est possible de montrer en comparant les équations (4) et (9) que, comme on pouvait s'y attendre, une longévité sous-estimée ne fait qu'exacerber le problème de l'amortissement excessif.[6] Les néo-marxistes doivent donc s'appuyer sur le cas de la longévité surestimée pour justifier leur analyse. Lorsque P>T, l'équation (10) remplace l'équation (9) :

$$A_t = \int_{t-T}^{t} \frac{e^{g\gamma} \cdot d\gamma}{P} = I_t/Pg \tag{10}$$

Il est alors évident que, lorsque la longévité du capital est surestimée, l'amortissement excessif est bien inférieur à celui qui existerait si la longévité était correctement estimée, puisque le coût de remplacement restant identique, le flux d'amortissement est plus élevé. Reste à savoir si cet amortissement « excessif » pourrait être négatif et devenir dans les faits un amortissement « déficient ». On montre que ceci est possible :

$$A_t - R_t = (I_t/Pg) - I_t/(e^{gT}-1) < 0 \quad \text{si} \quad 1+Pg > e^{gT}$$

Nous venons donc de démontrer que, même en croissance à taux constant et même si tout ce qui est produit est vendu au coût fixé, les entreprises peuvent enregistrer des pertes d'obsolescence, dues à un amortissement financier déficient, conséquent à une longévité surestimée de l'équipement productif. Il est bien évident

que les entreprises vont relever leur taux d'amortissement lorsqu'elles vont constater que celui-ci est insuffisant. Ceci ne peut toutefois expliquer qu'une hausse *ponctuelle* des prix. Lorsque la longévité estimée a été rabaissée à son niveau réel, les hausses de prix ne peuvent se perpétuer que par un autre mécanisme, la dévalorisation du capital étant alors par définition correctement estimée et la longévité ne pouvant pas décroître indéfiniment.

Comme le soulignent de nombreux auteurs marxistes, en particulier Aglietta [1980, p. 403], l'un des moyens pour les entreprises de contrer la possibilité d'un amortissement déficient est de se protéger à l'avance en imposant des hausses de prix continues. Si le taux d'inflation p est correctement anticipé, si l'on suppose que la longévité des machines est correctement anticipée *et si l'on suppose que l'amortissement se fait selon le coût anticipé du remplacement,* on obtient les nouvelles relations qui suivent. D'abord, sachant que le taux de croissance en valeur du capital est de g+p, l'investissement à la période t est :

$$J_t = e^{(g+p)t} \tag{11}$$

L'investissement de remplacement en t est égal à l'investissement physique de la période t-T mais aux prix de la période t :

$$R_t = e^{pt+g(t-T)} = e^{(p+g)t}/e^{gT} \tag{12}$$

Comme dans le cas standard sans inflation, l'investissement net peut s'écrire :

$$I_t = J_t - R_t = R_t(e^{gT}-1) \tag{13}$$

Quant au flux d'amortissement financier, il comprend la somme des investissements réalisés au cours des T années précédentes divisée par le nombre d'années sur lequel ce stock est amorti, mais évalué selon le coût de remplacement T années après leur réalisation pour tenir compte de l'inflation :

$$A_t = \int_{t-T}^{t} \frac{e^{g+p(\gamma+T)} \cdot d\gamma}{T} \tag{13}$$

On démontre alors que l'amortissement « excessif », A_t-R_t, défini par les équations (12) et (13) est encore plus important que celui du cas standard, défini par l'équation (8).[7]

Cependant, de nombreux économistes ont fait remarquer que l'inflation, loin d'alléger le fardeau des entreprises, a contribué à réduire la profitabilité de celles-ci. Ces économistes, par exemple Jean-Gabriel Thomas [1981], prétendent au contraire que les taux d'inflation élevés, combinés à l'utilisation *des coûts historiques* par les comptables et le percepteur, ont conduit à une insuffisance du flux d'amortissement financier par rapport aux besoins de remplacement. *Selon la méthode du coût historique* et en préservant les conditions de prévisions correctes du taux d'inflation et de la longévité des machines, le flux financier d'amortissement serait :

$$A_t = \int_{t-T}^{t} \frac{e^{(g+p)\gamma} \cdot d\gamma}{T} \qquad (14)$$

On peut en effet démontrer que :

$$A_t \gtrless R_t \text{ lorsque } e^{gT}-gT \gtrless pT+e^{-pT}$$

Ce résultat prouve qu'il n'est pas nécessaire d'invoquer les méventes ou l'obsolescence mal planifiée pour expliquer la situation de crise décrite par Poulon ou Aglietta. L'inflation dans notre dernier exemple apparaîtrait comme la cause, plutôt que la conséquence, de la crise à laquelle font face les entreprises.

2.3. *Pseudo-monnaie, pseudo-validation et inflation*

Admettons cependant la thèse commune aux économistes néo-marxistes, à savoir que l'inflation contemporaine serait due à une obsolescence imprévue ou accélérée, ce que Keynes aurait appelé le coût d'usage ou le coût supplémentaire.[8] Le problème qui se pose immédiatement est d'identifier et de comprendre le mécanisme de transmission implicite à cette thèse. De Brunhoff et Cartelier ont été les premiers à tenter une ébauche d'explication, en parlant de la « pseudo-validation des travaux privés » [de Brunhoff 1979, p. 125].

Il semble exister parmi les néo-marxistes un consensus autour

de la thèse suivante. Pour une raison ou pour une autre, il y a une « dévalorisation du capital », ou une « non-validation des travaux privés ». Celle-ci devrait amener, sous sa forme « immédiate », la faillite des entreprises ainsi affectées (les canards boîteux) et donc la disparition du capital financier qui leur est associé [Aglietta 1980, p. 401]. Les propriétaires ou les créanciers de ces entreprises déficitaires subissent donc la perte de leurs épargnes. L'autre forme que peut prendre la dévalorisation du capital est la forme dite « médiate ». Dans ce cas, il y a une « diffusion générale de la dévalorisation » [Aglietta 1980, p. 402]. C'est l'économie toute entière qui doit absorber les pertes inhérentes à la création d'un capital non productif. Dans ce cas, on parlera de socialisation des pertes, de pseudo-validation, de pseudo-monnaie, de capital fictif ou d'extra-monnaie. Comme le dit Jean-Guy Loranger :

> « La cause de l'inflation est le résultat de pertes monétaires qui devraient normalement être assumées par les agents économiques privés qui en sont responsables mais qui... sont supportées par l'ensemble de la société par une monétarisation de dettes irrécupérables » [Loranger 1984, p. 300].

Comment se fait la socialisation des pertes ? Là-dessus les différents auteurs néo-marxistes s'entendent sur l'essentiel, la socialisation se fait par l'inflation, mais leur accord se limite aux idées les plus vagues. Pour Aglietta, par exemple, la socialisation des pertes est rendue possible par « un régime de création monétaire très plastique... sans contrepartie productive » [1980, p. 403]. Ceci est à associer au concept d'extra-monnaie proposé par de Vroey, qui est une quantité de monnaie qui ne circulerait pas s'il n'y avait pas eu diffusion générale de la dévalorisation [de Vroey 1984, p. 384]. Loranger, quant à lui, admet aussi que la socialisation des pertes passe par la monétisation d'une partie du capital financier [1984, p. 286]. Mais il semble davantage associer l'inflation à une fraction du capital financier, qu'il appelle pseudo-monnaie, qu'au stock de monnaie conventionnel comme semblent le faire Aglietta et les monétaristes.

Il ne faut pas non plus oublier Hyman Minsky, qui a toujours attaché beaucoup d'importance aux notions de « validation » de la structure financière ou de la structure d'endettement des firmes et qui décrivait récemment l'inflation comme étant « le corollaire de la validation d'une structure inappropriée des entreprises »

[1982, p. 57]. Ce n'est pas sans raison qu'Aglietta [1980, p. 418-9] se réfère largement à Minsky, lui empruntant même son modèle de crise financière, ou que des auteurs orthodoxes associent Minsky aux économistes marxistes [Melitz 1982, p. 43].

Ainsi qu'il a déjà été noté plus haut, il est parfois tentant de penser que l'écart qui sépare les théories marxistes des théories monétaristes n'est pas très grand. Mais puisque les auteurs néo-marxistes affirment explicitement qu'ils rejettent le monétarisme, il n'est pas permis de conclure ainsi [de Vroey 1984, p. 384 ; Loranger 1984, p. 289]. J'ai relevé au moins deux différences communes aux auteurs néo-marxistes. D'abord le taux d'inflation chez les néo-marxistes peut s'expliquer par l'écart entre le taux de profit que se sont fixées les entreprises et le taux de profit macroéconomique qui peut être réalisé dans l'ensemble de l'économie [Aglietta 1980, p. 408 ; Lipietz 1982, p. 55]. Toutes choses étant égales par ailleurs, à un taux de croissance plus rapide correspond donc un taux d'inflation plus faible, ce qui est un résulat anti-néoclassique. L'inflation ne résulte pas dans ce cadre d'une demande excessive, comme chez tous les néoclassiques, parmi lesquels les monétaristes. Il s'agit davantage d'une inflation par les coûts, imposée par les entreprises (mais avec la complicité du système bancaire privé et de la banque centrale).

Deuxième point de différenciation, qui relève cependant plus de la caricature que de la réalité, les auteurs néo-marxistes prétendent que contrairement aux monétaristes ils ne croient pas que toute augmentation arbitraire de la masse monétaire soit inflationniste. Selon Loranger, « seule l'augmentation de la masse monétaire qui est la conséquence de la monétisation d'un capital fictif est inflationniste » [1984, p. 289]. De Vroey est encore plus prudent puisqu'il dit que cette monétisation « pourrait » être inflationniste [1984, p. 393]. Quoi qu'il en soit, tous ces auteurs se démarquent des monétaristes puisque justement la monnaie n'apparaît pas de façon arbitraire. Elle est endogène aux besoins de production et d'échéances financières des producteurs. Elle est un effet, non une cause.

Si l'on fait exception des recherches économétriques de Loranger et d'un récent article de de Vroey, les auteurs néo-marxistes n'ont pas développé davantage leurs explications du mécanisme de transmission des forces inflationnistes. L'approche proposée par Loranger semble toutefois engendrer plus de questions qu'elle ne

suggère de réponses. En effet, d'une part Loranger affirme que c'est la *monétisation* des dettes qui provoque l'inflation et de l'autre il exclut la *monnaie* de son agrégat financier explicatif de l'inflation (la pseudo-monnaie) [1984, p. 289-90]. Il n'explique aucunement comment l'accroissement du stock de capital financier par rapport au stock de monnaie pourrait expliquer l'augmentation des prix. Il est vrai que Loranger établit une relation statistique entre pseudo-monnaie et inflation.[9] Mais son mécanisme de transmission n'en reste pas moins une boîte noire.

Michel de Vroey est celui qui s'est le plus efforcé d'expliciter la théorie néo-marxiste de l'inflation. Selon celui-ci, il faut intégrer la dimension monétaire et la dimension microéconomique de l'inflation. Ses efforts le rapprochent cependant sensiblement des théoriciens néoclassiques de l'orthodoxie. Par exemple, il affirme que « plus l'économie est proche de la pleine utilisation de sa capacité, plus grandes sont les chances qu'une expansion monétaire ait un impact inflationniste » [1984, p. 20], ou encore que l'inflation est partiellement due à l'asymétrie des prix, qui sont rigides à la baisse mais flexibles à la hausse [1984, p. 19]. C'est ce qui explique, pour de Vroey, qu'il soit possible d'avoir de l'inflation sans extra-monnaie ou que l'apparition de celle-ci n'engendre pas toujours de l'inflation. Toutes ces déclarations ne mériteraient guère qu'on s'y attarde, si ce n'est que de Vroey analyse plus particulièrement le phénomène de l'obsolescence.

Face à la désuétude de leur équipement, les entreprises auraient le choix entre deux décisions non exclusives : tenter de récupérer leurs pertes, par des hausses de prix, ou absorber leurs pertes en les monétisant. Selon de Vroey, la première solution empêcherait les marchés de se vider. La seconde solution, la monétisation des pertes par le rééchelonnement des dettes et leur consolidation, injecte un *pouvoir d'achat* supplémentaire qui justifie *a posteriori* les hausses de prix ou qui peut mener à un taux d'inflation plus élevé, à cause d'une demande excessive [1984, p. 23]. En définitive, on en revient à une théorie très néoclassique d'inflation par la demande, puisque la monétarisation des dettes conséquente aux pertes d'obsolescence engendre un pouvoir d'achat excessif.[10]

De Vroey n'explique pas comment la consolidation des dettes peut déclencher l'apparition de ce nouveau pouvoir d'achat. Qu'une entreprise soit fermée, ou que celle-ci continue à opérer

grâce à un prêt bancaire, le pouvoir d'achat macroéconomique relatif ne change pas.[11] Dans les deux cas les actionnaires de cette entreprise sont dans l'impossibilité de dépenser quoi que ce soit. Il est vrai que lorsque l'entreprise fait faillite, les actionnaires perdent leurs épargnes et leur capital financier, mais lorsqu'elle opère, les actionnaires ne peuvent dépenser leur capital financier que si quelqu'autre agent dans l'économie décide d'épargner une somme d'argent équivalente. Si la thèse néo-marxiste de la socialisation des pertes a une quelconque validité, ce ne peut être parce qu'elle entraîne un pouvoir d'achat supplémentaire.

2.4. *Une approche post-keynésienne de la pseudo-validation*

Je vais maintenant présenter ce qui me semble être le mécanisme de transmission correct qui manque à la théorie néo-marxiste de l'inflation par obsolescence. Supposons donc que l'économie évolue d'une structure où les entreprises réussissent à s'approprier des bénéfices non distribués à une structure où ceci n'est plus possible. Dans une situation de transition, ceci signifie que les versements des entreprises aux détenteurs de capital financier (actions, obligations) croissent plus rapidement que la valeur de l'output et des salaires. Autrement dit, la part des intérêts et des dividendes dans le revenu national croît plus vite que celle des salariés. Ceci est dû au fait que les entreprises doivent payer des intérêts non seulement sur les nouveaux emprunts liés à la nouvelle production mais également sur les pertes subies. Ainsi, ce qui compte, ce n'est pas vraiment que le capital financier ait été sauvegardé par l'extension des prêts bancaires, mais plutôt que les entreprises doivent verser des intérêts sur le capital financier ainsi préservé.

Le mécanisme de transmission suggéré ici est compatible avec la théorie de l'inflation post-keynésienne : l'inflation est le résultat de conflits sociaux qui prennent assise sur le partage du revenu national.[12] « L'inflation est une expression de la lutte des classes » [Robinson 1979, p. 220]. Plusieurs post-keynésiens, comme Richard Kahn [1972, p. 142-3], ont surtout mis l'emphase sur la lutte, entre syndiqués, pour leur salaire relatif. C'est ce qu'on a appelé par la suite la spirale salaire/salaire. Mais les modèles de croissance post-keynésiens ont principalement mis en relief le partage entre salaires et profits. Les salariés réclament des hausses de

salaire parce que les profits des entreprises sont plus élevés [Kaldor 1959, p. 294].

Cependant, dans un modèle d'où les firmes ne sont pas absentes, il semble préférable de subdiviser les revenus de propriété en deux parties : d'une part les bénéfices retenus par les entreprises et de l'autre les intérêts et dividendes qui sont versés aux ménages rentiers. Certainement, cette vision du processus inflationniste fondée sur la lutte entre trois groupements de la société, les entreprises, les salariés et les rentiers, ne peut être incompatible avec la conception néo-marxiste. Elle est aussi compatible avec la vision de Keynes, lequel distinguait les travailleurs, les entrepreneurs et les rentiers.

Que les pertes dues à l'obsolescence entraînent la hausse de la part des rentiers ne peut être acceptable ni pour les entreprises ni pour les syndicats. Les tentatives des chefs d'entreprise pour conserver leurs fonds propres sont similaires à celles des chefs syndicaux qui veulent préserver le pouvoir d'achat ou la part des salariés. Il est donc possible, par la voie des conflits sociaux sur le partage des revenus, d'associer l'inflation contemporaine aux phénomènes d'obsolescence présents. Ces derniers, combinés aux taux d'intérêt nominaux élevés, expliquent que la part des travailleurs ait légèrement augmentée alors que la profitabilité des entreprises déclinait de façon drastique. C'est que les rentiers s'accaparaient d'une part toujours plus grande du revenu, malgré la récession.

Une étude américaine [Hixson 1983] a montré que le revenu net en intérêts d'origine privée en 1982 avait dépassé le niveau (par rapport au revenu national) qu'il avait atteint juste avant la Grande Dépression des années trente. Au cours des trente dernières années, la part des entreprises et des entrepreneurs par rapport à la part des revenus de capital a décru de 32 %. Ceci est tout à fait compatible avec les données françaises, où les bénéfices conservés en entreprise sont tombés en-dessous de leur niveau minimum depuis 1973 [Poulon 1982, p. 481]. On comprend dès lors l'intérêt récent montré par certains économistes orthodoxes pour la notion de profitabilité et son impact sur l'investissement. Pourtant, il y a plus de trente ans, alors même que la profitabilité des entreprises ne constituait pas un véritable problème macroéconomique, des économistes tels que Joseph Steindl [1952] avaient expliqué l'importance de ce concept. Il aura fallu les analyses d'Edmond Malin-

vaud [1982] pour que la notion de profitabilité acquiert un peu de respectabilité parmi les économistes. Il est d'ailleurs symptomatique de constater que Malinvaud impute le manque de profitabilité aux trop forts salaires réels alors que selon son propre modèle les taux d'intérêts élevés, c'est-à-dire des paiements élevés aux rentiers, ont un impact tout aussi négatif sur la profitabilité.

Naturellement, le type de mécanisme inflationniste décrit ici n'est pas exclusif. D'autres facteurs contribuent à expliquer l'inflation.

Conclusion

Je pense avoir montré que la théorie de la monnaie endogène était endossée par les principaux courants de la pensée économique contemporaine qui font concurrence à la théorie néoclassique, à savoir les institutionnalistes et surtout les post-keynésiens et les néo-marxistes. Tous ces économistes rejettent le concept de monnaie exogène et la causalité qui y est associée. Leurs analyses se démarquent donc de celles qui sont proposées par les monétaristes ou les keynésiens qui se disent éclectiques.

Qu'advient-il de la thèse de la monnaie endogène lorsque les crédits bancaires ne servent pas à des fins productives, autrement dit lorsqu'ils financent des opérations non rentables ou lorsqu'ils servent à éponger des dettes venues à échéance ? Nous avons vu que les économistes néo-marxistes attribuent des tendances inflationnistes à ces situations. Cependant, à moins de retomber dans le quasi-monétarisme, on ne peut directement attribuer l'inflation au gonflement de la sphère financière qui en résulte. Dans une période de transition, ces crédits « non productifs » permettent à l'épargne des ménages de croître plus rapidement que la production. Il en résulte donc une hausse de la part des rentiers dans le revenu. C'est cette hausse, qui peut aussi être provoquée par une augmentation du taux de rémunération de l'épargne, qui est inflationniste puisqu'elle déstabilise les rapports sociaux.

Lorsque la banque centrale décide de restreindre le taux de croissance de la masse monétaire, elle le fait en exerçant des pressions sur la liquidité des banques de second rang et en forçant les

taux d'intérêt à la hausse. Ce type de régulation ne garantit absolument pas une accumulation productive. Les banques, pour un temps du moins, préféreront refinancer les prêts venus à expiration, dans l'espoir de récupérer leur mise. Elles refuseront leur concours à des entreprises nouvelles et qui auraient été rentables. De plus, les banques seront dans l'obligation de continuer à accorder des prêts aux entreprises qui disposent de lignes de crédit garanties.

Le seul secteur qui est sûr de pâtir des mesures de restrictions monétaires est celui des prêts aux particuliers. Ceux-ci, n'étant aucunement protégés par des accords légaux, devront subir le contrecoup de la politique restrictive. Les prêts aux ménages diminuant ou stagnant impliquent une diminution de la propension marginale à consommer. La baisse des dépenses rendra donc improductifs les projets qui auraient autrement été rentables. Ceci incitera les gestionnaires à acheter, à bas prix, les entreprises déjà existantes plutôt qu'à investir dans des nouveaux projets. Une politique monétaire restrictive ne rétablit en rien la rentabilité des activités productrices. Elle ne fait qu'interférer avec l'accumulation par le crédit.

NOTES

[1] On peut trouver davantage dans Lavoie [1984, 1985]. Au cours des conférences prononcées pendant l'École d'été de Trieste en août-septembre 1984, l'auteur a pu constater que des économistes italiens d'orientations aussi divergentes que Graziani et Pivetti concevaient le système monétaire d'une façon similaire, compatible avec la thèse de la monnaie endogène.

[2] C'est là qu'intervient la théorie du portefeuille post-keynésienne telle qu'elle est présentée par Sheila Dow et Peter Earl [1982].

[3] Par exemple, voir le manuel de Gordon et al. [1984].

[4] Une liste de ces travaux est donnée par Howard Sherman et Gary Evans [1984, p. 327 n. 27].

[5] On peut dire que les textes de J. Léonard [1982, 1984] font la jonction entre la théorie néo-marxiste et la théorie du circuit.

[6] On le voit en utilisant la formule de Taylor.

[7] Il faut encore utiliser la formule de Taylor.

[8] J'expose brièvement, dans un article paru dans le livre édité par F. POULON [1985], comment on pourrait extirper de la *Théorie générale* de KEYNES une telle théorie de l'inflation.

[9] Pour ce faire, LORANGER établit une norme de valorisation du capital qui est, comme il le reconnaît lui-même, l'équivalent pour l'investissement de la notion de revenu permanent de Milton FRIEDMAN [LORANGER 1984, p. 290]. La corrélation observée par LORANGER est donc elle aussi sujette à la critique de Boris PESEK [1979] à l'encontre de la théorie du revenu permanent. Dans un récent cahier de recherche, LORANGER tente d'en donner une explication théorique. Celle-ci m'apparaît cependant bien insuffisante. En particulier, les fondements microéconomiques présentés pourraient être compatibles avec d'autres théories macroéconomiques de l'inflation.

[10] Dans le fond, la présentation de de VROEY me rappelle le cheminement et les conclusions de Richard COGHLAN [1978]. A partir d'un modèle où l'offre de monnaie est endogène (elle dépend des avances consenties par les banques), COGHLAN dérive une demande de monnaie qui peut être insuffisante, ce qui engendre un pouvoir d'achat excessif.

[11] Le produit national est inférieur dans le premier cas, mais il en va de même du revenu national.

[12] La thèse a été énoncée tout d'abord par Henri AUJAC [1950].

RÉFÉRENCES

AGLIETTA M., « La dévalorisation du capital », *Économie Appliquée*, n° 2, 1980.

AGLIETTA M. et ORLEAN A., *La violence de la monnaie*, Paris, P.U.F., 1982.

AUJAC H., « L'inflation, conséquence monétaire du comportement des groupes sociaux », *Économie Appliquée*, n° 2, 1950.

BARRÈRE A., « La progression instable », in *Controverses sur le système keynésien*, Paris, Economica, 1975.

BENASSY J.P., BOYER R. et GELPI R.M., « Régulation des économies capitalistes et inflation », *Revue Économique*, n° 3, 1979.

BERGER P., « Émission monétaire et multiplicateur de crédit », in *Essais en l'honneur de Jean Marchal*, volume 2, Paris, Cujas, 1975.

BHADURI A., « Unwanted amortisation funds : a mathematical treatment », *Economic Journal*, juin 1972.

BOOTLE R., « Origins of the monetarist fallacy : the legacy of gold », *Lloyds Bank Review*, juillet 1984.

BOYER R., « Origine, originalité et enjeux de la crise actuelle en France : une comparaison avec les années trente », in Dostaler G., éd., *La crise économique et sa gestion*, Montréal, Boréal Express, 1982.

BRYANT R.C., « Money and monetary policy », *Brookings Review*, n° 3, 1983.

COGHLAN R., « A new view of money », *Lloyds Bank Review*, juillet 1978.

DE BRUNHOFF A., *L'offre de monnaie*, Paris, Maspero, 1971.

– *Les rapports d'argent*, Presses Universitaires de Grenoble et Maspero, 1979.

– « Questioning Monetarism », *Cambridge Journal of Economics*, n° 6, 1982.

DE MOURGUES M., « Structures financières et inflation », *Revue d'Économie Politique*, n° 1, 1978.

DENIZET J., *Monnaie et financement*, Paris, Dunod, 1979.

DE VROEY M., « Inflation : a non-monetarist monetary interpretation », *Cambridge Journal of Economics*, décembre 1984.

DI RUZZA R., « Quelques commentaires sur la communication du professeur Davidson », document présenté à la Conférence de l'ISMEA, Ottawa, 2-4 octobre 1984.

DOW S. et EARL P., *Money Matters*, Oxford, Martin Robertson, 1982.

Éditeurs, « Money out of control », *Montly Review*, décembre 1984.

EICHNER A.S., « A theory of the determination of the mark-up under oligopoly », *Economic Journal*, décembre 1973.

FORMAN L., GROVES M. et EICHNER A.S., « The demand for money further considered », in Jarsulic M., éd., 1985.

GOLDTHURP R.W., « The stability of the Ratio of nonfinancial debt to income », *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, septembre 1984.

GORDON R.J., CARRIER C.A. et POTTIER J., *Macroéconomique*, Chicoutimi, Gaëtan Morin, 1984.

HARROD R.F., « Replacement, net investment, amortisation funds », *Economic Journal*, mars 1970.

HEINSOHN G. et STEIGER O., « Private property, debts and interest, or the origin of money and the rise and fall of monetary economies », *Studi Economici*, N° 21, 1983.

HICKS J., *Money, interest and wages*, Cambridge (Mass.), Harvard University Press, 1982.

HIXSON W.F., « A new perspective on the economic crisis », *Eastern Economic Journal*, n° 3, 1983.

KAHN R.F., « Memorandum of evidence submitted to the radcliffe committee (1958) », in *Selected essays on employment and growth*, Cambridge, Cambridge University Press, 1972.

KALDOR N., Economic Growth and the problem of inflation, Part II », *Economica*, novembre 1959.

– « The new monetarism », Lloyds Bank Review », juillet 1970.

– *The scourge of monetarism*, Oxford, Oxford University Press, 1982. Traduction : *Le fléau du monétarisme*, Paris, Economica, 1985.

JARSULIC M., éd., *Money and macro policy*, Boston, Kluwer Nijhoff, 1985.

LAVOIE M., « The endogenous flow of credit and the post keynesian theory of money », *Journal of Economic Issues*, septembre 1984.

– « Credit and money : the dynamic circuit, overdraft economics, and post-keynesian economics », in Jarsulic M., éd., 1985.

LE BOURVA J., « La théorie de l'inflation, le rapport des experts et l'opération de décembre 1958 », *Revue Économique*, septembre 1959.

– « Création de la monnaie et multiplicateur du crédit », *Revue Économique*, janvier 1962.

LÉONARD J. « Politique monétaire et économie monétaire : unité ou conflit ? », *Économie Appliquée*, n° 3, 1982.

– « Monnaie, production, circuit », *Économies et Sociétés*, n° 4, 1984.

LIPIETZ A., « Credit money », *Review of Radical Political Economics*, n° 2, 1982.

LORANGER J.G., « Pseudo-validation du crédit et étalon variable de valeur », *Économie Appliquée*, n° 3, 1982.

– « La théorie qualitative de la monnaie : quelques résultats économétriques pour l'ensemble de l'économie canadienne », *Économies et Sociétés*, n° 4, 1984.

LOMBRA R., « Monetary control ; consensus or confusion », in *Controlling Monetary Aggragates III*, Boston, Federal Bank of Boston, 1980.

MALINVAUD E., « Wages and unemployment », *Economic Journal*, mars 1982.

MELITZ J., « Comment to Minsky », in Kindleberger C.P. et Laffargues J.P., éd., *Financial crises : theory, history and policy*, New York, Cambridge University Press, 1982.

MINSKY H.P., *Can it happen again ?*, Armonk (N.Y.), M.E. Sharpe, 1982.

MOORE B.J., « The endogenous money stock », *Journal of Post Keynesian Economics*, automne 1979.

– « Unpacking the post keynesian black box : bank lending and the money supply », *Journal of Post Keynesian Economics*, été 1983.

– « Wages, bank lending, and the endogeneity of credit money », in Jarsulic M., éd., 1985.

MOORE B.J. et STUTTMAN S., « A causality analysis of the determinants of money growth », *British Review of Economic Issues*, été 1984.

PARGUEZ A., *Monnaie et macroéconomie*, Paris, Economica, 1975.

– « La monnaie dans le circuit : le voile déchiré », *Économie Appliquée*, n° 3, 1982.

– « La dynamique de la monnaie », *Économies et Sociétés*, n° 4, 1984.

PESEK B., « A note of the theory of permanent income », *Journal of Post Keynesian Economics*, été 1979.

POULON F., « Théorie des économies d'endettement et théorie du circuit », *Économie Appliquée*, n° 3, 1982.

– éd., *Les écrits de Keynes*, Paris, Dunod, 1985.

RACHLINE F., « La nature de la monnaie », *Revue Économique*, mai 1982.

ROBINSON J., *Collected economic papers*, vol. 5, Oxford, Basil Blackwell, 1979.

SECCARECCIA M., « The fundamental macroeconomic link between investment activity, the structure of employment and price changes : a theoretical and empirical analysis », *Économies et Sociétés*, n° 4, 1984.

SHERMAN H. et EVANS G., *« Macroeconomics : keynesian, monetarist, and marxist views*, New York, Harper and Row, 1984.

STEINDL J., *Maturity and stagnation in american capitalism*, Oxford, Basil Blackwell, 1952.

THOMAS J.G., *Politique monétaire et auto-destruction du capital*, Paris, Economica, 1981.

WILBER C.K. et JAMESON K.P., *An inquiry into the poverty of economics*, Notre-Dame (Ind.), University of Notre-Dame Press, 1983.

WOJNILOWER A., « The central role of credit crunches in recent financial history », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, 1980.