

# Théorie générale : l'essentiel

## L'égalité entre l'épargne et l'investissement

### *La production est la source du revenu*

L'argent que gagne une entreprise à l'occasion de la production est redistribué sous forme de revenus aux différents intervenants :

- les salariés qui perçoivent un salaire ;
- les propriétaires des ressources naturelles qui reçoivent un loyer ;
- les propriétaires de l'entreprise qui perçoivent le bénéfice sous forme de dividendes.

Dans toute la suite, nous supposerons pour simplifier l'exposé que l'entreprise redistribue tout ce qu'elle gagne.

**Production = revenu**

### *L'épargne*

Les ménages ne sont pas obligés de dépenser tout l'argent qu'ils reçoivent, ils peuvent en conserver une partie. La théorie keynésienne, comme la comptabilité nationale, utilise donc la notion d'épargne. La définition en est très simple, l'épargne d'un agent est la différence entre son revenu et sa consommation :

**Épargne = revenu – consommation**

Mais la simplicité de cette définition est dangereuse ! La notion d'épargne est si commune qu'on n'éprouve plus le besoin d'y réfléchir, pourtant elle est utilisée ici dans un sens très précis, différent de celui dans lequel il est parfois utilisé dans la vie courante et même par les économistes.

Il est donc utile de préciser quelques points :

- **l'épargne est un flux**, c'est-à-dire qu'elle se rapporte à une période donnée, par exemple une année ou un mois, et non à un instant comme le 28 janvier 2010 à 10h32. Ainsi, par ce simple fait, l'épargne ne peut être assimilée à des avoirs, par exemple à des avoirs sur un compte d'épargne. **La conséquence est qu'on ne peut pas puiser dans son épargne.** Au début de la période l'épargne n'existe pas, ou plutôt elle est nulle, car le revenu et la

consommation n'apparaissent que progressivement et sont donc nuls au début de la période ;

- la notion de consommation n'est pas équivalente à celle de dépense car **certaines dépenses ne sont pas des dépenses de consommation**. Par exemple, les intérêts payés ne sont pas une dépense de consommation mais un transfert qui vient en déduction du revenu. La consommation correspond aux seules acquisitions par les ménages de biens et services produits. A contrario, un achat de terrain n'est pas une dépense de consommation, d'une part car un terrain ne peut pas être produit par l'homme, d'autre part parce que son achat ne correspond pas à une destruction de valeur ;
- **on peut tout aussi bien épargner en remboursant ses dettes qu'en plaçant son argent à la caisse d'épargne ou en achetant des actions**. En effet, l'argent dépensé pour rembourser ses emprunts ne peut être utilisé pour sa consommation.

Le revenu d'un ménage correspond à la richesse qu'il a reçue lors d'une période, la consommation à la richesse qu'il a détruite et l'épargne à son enrichissement lors de cette période.

### ***L'égalité entre l'épargne et l'investissement***

Pour démontrer l'égalité entre l'épargne et l'investissement, il suffit de considérer que :

- d'une part, le revenu est égal à la production ;
- d'autre part, la production est égale à la consommation plus l'investissement.

On en déduit que le revenu est aussi égal à la consommation plus l'investissement. Cela signifie également que la différence entre le revenu et la consommation est égale à l'investissement. Comme la différence entre le revenu et la consommation n'est rien d'autre que l'épargne, on parvient à l'égalité fondamentale :

**Épargne = investissement**

Ce qui est remarquable dans cette égalité, c'est qu'elle est toujours vérifiée, pour toute période et quelles que soient les conditions économiques, notamment quel que soit le niveau du taux d'intérêt. Il est donc difficile de l'interpréter comme une relation d'équilibre permettant de déterminer le taux d'intérêt.

Une fois l'investissement des entreprises réalisé, les ménages n'ont plus le pouvoir de déterminer leur épargne, celle-ci est rigoureusement déterminée par l'investissement décidé par les entreprises.

En effet, le revenu des ménages est aussi égal à la production, c'est-à-dire la somme de l'investissement et de la consommation. Si les ménages veulent diminuer leur épargne, ils vont augmenter leur consommation, mais, en augmentant leur consommation ils vont également augmenter la production est donc leur revenu. Leur épargne restera inchangée !

L'égalité entre l'épargne et l'investissement signifie donc que l'enrichissement global de la société est strictement déterminé par l'investissement des entreprises, le désir d'épargne des ménages n'ayant d'influence que sur le niveau de la production.

## **Le multiplicateur keynésien**

Keynes va faire une hypothèse fondamentale : les ménages déterminent leur consommation essentiellement en fonction de leur revenu et souhaitent en épargner une part. Par exemple, les ménages souhaitent consommer quatre cinquièmes de leur revenu et en épargner un cinquième.

Au niveau macroéconomique, le revenu des ménages est déterminé par la production, c'est-à-dire la somme de la consommation et de l'investissement.

Supposons qu'initialement les entreprises décident de produire des biens de consommation pour une valeur de 200 et des biens d'investissement pour une valeur de 100. La valeur totale de la production est de 300, elle est redistribuée aux ménages sous forme de revenu.

Les ménages souhaitent consommer les  $\frac{4}{5}$  de leur revenu, soit  $300 * \frac{4}{5} = 240$ . Mais cette demande des ménages est supérieure à l'offre des entreprises qui est de 200. Les entreprises vont donc accroître leur production, ce qui génèrera une hausse des revenus des ménages et donc de leur demande.

Puisque les ménages épargnent un cinquième de leur revenu, la situation va se stabiliser lorsque le niveau du revenu des ménages sera égal à cinq fois leur niveau d'épargne. L'épargne des ménages étant égale à l'investissement des entreprises, le comportement des ménages va amener le niveau de leur revenu, et donc de la production, à cinq fois le niveau de l'investissement.

Ce mécanisme prend le nom de multiplicateur keynésien, il montre que l'investissement des entreprises va déterminer le niveau de la production et donc de l'emploi.

- En fixant leur niveau d'investissement, les entreprises imposent également aux ménages leur niveau d'épargne.
- En voulant adapter leur épargne à leur revenu, les ménages ne vont, en fait, que modifier le niveau de leur revenu.

Dans notre exemple, les ménages constatent que leur épargne est trop forte et, pour la faire diminuer, ils vont augmenter leur consommation. Mais, en augmentant leur consommation, ils vont augmenter d'un même montant le niveau de leur revenu, si bien que leur épargne ne changera pas. Le processus ne cessera que lorsque le revenu des ménages aura suffisamment progressé pour être compatible avec le niveau d'épargne que leur imposent les entreprises.

## **Un niveau d'investissement insuffisant génère du chômage**

Le multiplicateur keynésien lie la valeur de la production à la valeur de l'investissement. Mais une baisse de la valeur de la production induite par une baisse du niveau d'investissement peut provenir aussi bien d'une baisse des prix que d'une baisse de l'activité.

Supposons donc que l'on parte d'une situation où le niveau de l'investissement assure le plein-emploi et que, par suite de prévisions pessimistes des entrepreneurs, le niveau d'investissement chute à zéro.

Cette baisse de l'investissement va se traduire par une baisse de la valeur de la demande. Les entreprises peuvent y répondre, soit en baissant leurs prix, soit en baissant leurs quantités produites. Le stockage n'est une solution que pour une baisse momentanée de la demande.

Si les prix baissent, que ce soit du fait d'une baisse des salaires ou des profits, la conséquence en sera une baisse du revenu des ménages et donc une nouvelle baisse de leur demande. Le déséquilibre initial entre l'offre et la demande subsistera car il est indépendant du niveau des prix.

Face à l'inefficacité des baisses de prix, les entreprises seront contraintes de baisser le niveau de leur production, ce qui se traduira par une baisse de leur demande de travail.

Sur le marché du travail, la conséquence en sera une baisse du salaire horaire. Face à cette baisse, les salariés peuvent réagir de deux manières, ils peuvent réduire leur offre car le travail devient moins attractif face au loisir, ils peuvent accroître leur offre pour maintenir leur pouvoir d'achat.

Plus le revenu est faible et plus le deuxième effet est fort, si bien que si la production, et donc la demande de travail, continuent de baisser, il arrivera nécessairement un moment où les revenus des salariés seront si bas que l'offre de travail augmentera. Elle finira alors par dépasser la demande de travail, c'est-à-dire que le chômage apparaîtra.

## Valeurs brutes et valeurs nettes

Le capital physique des entreprises se détériore au cours du temps et il faut le remplacer pour maintenir les capacités de production. Une partie de la production doit donc être consacrée à remplacer le capital, c'est ce que les comptables nationaux appellent la consommation de capital fixe.

La part de la production destinée à accroître ou maintenir le capital fixe des entreprises est l'investissement brut, l'augmentation effective du capital fixe des entreprises est l'investissement net, il est égal à la différence entre l'investissement brut et la consommation de capital fixe.

Notons que l'investissement net peut être négatif. En effet, la consommation de capital fixe mesure l'effort qui serait nécessaire pour maintenir le capital en l'état et non l'effort réellement effectué. Comme les entreprises ne sont pas obligées de maintenir en état toutes leurs machines ou tous leurs bâtiments, il se peut que l'investissement brut soit inférieur à la consommation de capital fixe, et donc que l'investissement net soit négatif. Cette situation correspond à une réduction du capital fixe des entreprises.

La consommation de capital fixe possède une double dimension :

- 1. une dimension physique puisqu'elle correspond à la détérioration du capital fixe,
- 2. une dimension en termes de revenu puisqu'elle correspond à la notion d'amortissement de la comptabilité privée. Or, les entreprises ne distribuent pas la partie de leur revenu correspondant à l'amortissement de leur capital.

Ainsi, lorsque l'on dit que les entreprises distribuent tout leur revenu aux ménages, il faut comprendre qu'elles distribuent aux ménages la valeur de leur production moins la consommation de capital fixe.

La valeur de la production correspond au revenu brut et la différence entre le revenu brut et la consommation de capital fixe est appelée le revenu net. C'est leur revenu net et non leur revenu brut que les entreprises distribuent aux ménages.

Par exemple, si la valeur de la production est de 500 et la consommation de capital fixe de 100, les entreprises distribuent aux ménages un revenu de 400 et non de 500.

Les ménages n'ayant pas de consommation de capital fixe, leur revenu net est aussi égal à leur revenu brut. L'épargne peut également être calculée en brut et en net. Si l'on suppose que les ménages n'ont pas de production et donc pas d'actifs fixes, leur épargne nette est égale à leur épargne brute.

L'égalité entre l'épargne et l'investissement est donc aussi l'égalité entre l'investissement net des entreprises et l'épargne des ménages.

Investissement net des entreprises = épargne des ménages

Cette égalité est très importante car l'investissement net des entreprises mesure l'accroissement du capital fixe des entreprises et l'épargne mesure l'enrichissement des ménages. L'égalité entre l'investissement net et l'épargne signifie donc que, globalement, l'enrichissement des ménages est nécessairement égal à l'accroissement de la valeur du capital fixe des entreprises.

Investissement net et épargne sont les deux faces d'une même réalité, l'accumulation. L'investissement net est la mesure de l'accroissement de richesse provenant de l'accumulation de biens, l'épargne est la mesure de la valeur des nouveaux droits de propriété sur ces biens, c'est-à-dire l'accumulation exprimée en termes de droits.

Il est donc possible de résumer la théorie keynésienne en termes très simples :

- 1. puisque les ménages détruisent lors de leur consommation les biens qu'ils achètent, leur accumulation de richesses ne peut être que la contrepartie de l'accumulation de biens par les entreprises, c'est-à-dire la contrepartie de l'investissement net ;
- 2. les ménages ne décident pas de l'accumulation globale, ils ne peuvent au mieux que l'influencer, ce sont les entreprises qui, par leur investissement net, décident de l'accumulation de biens et donc également de leur contrepartie en termes de droits, c'est-à-dire l'épargne des ménages ;
- 3. les ménages veulent, sauf lorsqu'ils atteignent un seuil de très grande pauvreté, consacrer une part de leur revenu à l'accumulation, en d'autres termes ils ne choisissent pas entre la consommation et l'épargne mais veulent tout à la fois consommer et épargner, ce qui implique qu'ils lient leur consommation à leur enrichissement, plus ce dernier est fort et plus les ménages vont consommer ;

- 4. si les entreprises n'ont plus intérêt à investir ou si elles ne peuvent plus le faire, alors l'épargne des ménages est nulle, ce qui les amène à réduire leur consommation qui va chuter jusqu'à son niveau minimum, entraînant avec elle la production et le revenu, c'est la crise.

## **Blocage de la croissance et croissance zéro**

L'investissement net a pour but d'accroître le capital fixe des entreprises, pour qu'il ait lieu il faut qu'il soit tout à la fois souhaité par les entreprises et possible physiquement.

Une entreprise ne souhaite investir que lorsqu'elle y voit un intérêt, c'est-à-dire généralement, soit pour faire face à une demande croissante, soit pour améliorer sa productivité et donc accroître son profit.

La croissance de la demande provient à la fois de la croissance démographique et de la croissance de la consommation par habitant. Lorsque la croissance démographique est faible, la croissance de la demande ne peut provenir que de la croissance de la consommation par habitant.

### ***La saturation de la demande***

S'il n'y avait qu'un produit dans l'économie, il est clair que la croissance de la consommation se heurterait nécessairement, à partir d'un certain moment, à un seuil de saturation qui constitue un plafond impossible à dépasser.

Par exemple, un ménage peut acheter un téléviseur par an, si les prix des téléviseurs baissent il peut en acheter deux par an, si les prix baissent à nouveau peut-être en achètera-t-il trois par an, mais, même si les téléviseurs étaient gratuits, irait-il jusqu'à en acheter mille par an ? Ce raisonnement est valable pour tous les produits.

Ainsi, la croissance de la consommation ne peut se poursuivre qu'avec l'apparition de nouveaux produits. Cependant, si les nouveaux produits ne font que se substituer aux anciens, rien ne garantit qu'ils nécessiteront plus de capital fixe et donc qu'ils généreront un investissement net suffisant pour assurer le plein-emploi.

En effet, si la durée de vie d'un produit est prévisible, l'amortissement de son capital, c'est-à-dire la consommation de capital fixe, annulera l'effet positif des nouveaux investissements sur l'investissement net. Seuls des produits satisfaisant des besoins réellement nouveaux et capables de susciter un enthousiasme tel que les ménages acceptent

d'y consacrer durablement une part importante de leur revenu, peuvent générer des perspectives de profit et donc un investissement net important pendant de longues périodes. Malheureusement, l'invention de tels produits ne se décrète pas.

### ***Le déclin de l'investissement net***

Il ne suffit pas que l'investissement net soit souhaité, encore faut-il qu'il soit possible. Or, dans une économie sans croissance démographique ni gains de productivité, il arrive nécessairement un moment où l'investissement net s'annule. En effet, l'amortissement du capital est approximativement proportionnel au capital fixe installé alors que, de période en période, l'investissement brut est approximativement constant.

Ainsi, pour un effort d'investissement donné, la consommation de capital fixe va croître régulièrement avec le capital fixe, plus le capital fixe sera élevé et plus l'investissement net, qui est égal à la différence entre un investissement brut stable et une consommation de capital fixe croissante, va diminuer.

Il arrivera nécessairement un moment où la croissance du capital fixe s'arrêtera pratiquement et où l'investissement net sera négligeable. Cela resterait vrai même si toutes les ressources étaient consacrées exclusivement à l'investissement. À ce stade, tout nouvel investissement ne peut au mieux, que compenser la dégradation du capital installé.

Cette situation correspond à celle décrite par Keynes, c'est-à-dire celle où l'activité économique va se traduire par une succession de phases de croissances et de dépressions. Dans les pays où la croissance démographique est proche de zéro, seuls des gains de productivité permettent d'échapper à ce scénario. Mais, là encore, des gains de productivité ne se décrètent pas.

### ***L'épuisement des ressources naturelles***

Une autre cause d'impossibilité du maintien de l'investissement net à un niveau suffisant pour garantir le plein-emploi est l'épuisement des ressources naturelles. En effet, les ressources naturelles sont limitées et elles ne peuvent supporter, pour un niveau technologique donné, qu'une activité limitée. De plus, les contraintes liées à la protection de l'environnement imposent un plafond à l'activité économique qu'il est impossible de dépasser sans conséquences graves pour les générations futures. Ce plafond imposé à l'activité est aussi un plafond pour le capital fixe, c'est-à-dire un niveau d'activité à partir duquel l'investissement net devient impossible.



Il suffit que l'une des conditions présentées ci-dessus soit vérifiée pour que l'investissement net se bloque et donc que l'économie entre en récession. Nous voyons donc qu'il existe des circonstances où la croissance peut se bloquer durablement, c'est le cas notamment avec l'épuisement des ressources naturelles, situation qui semble devoir être le principal motif d'inquiétude pour les décennies à venir. Ainsi, ce n'est pas parce que le monde a connu de longues périodes de croissance que celle-ci est la situation normale d'une économie. Puisqu'une croissance zéro n'est compatible qu'avec un investissement net nul, le monde est-il condamné à vivre une succession ininterrompue de phases de croissance et de récession ?

### **Déficits publics : remède miracle ou bombe à retardement ?**

L'investissement net des entreprises détermine l'accumulation globale de l'économie. S'il n'y a pas d'autres agents économiques que les entreprises et les ménages, l'enrichissement des ménages est nécessairement déterminé par l'investissement net, mais s'il y a un autre agent économique, la situation change. En effet, l'accumulation globale va être partagée entre les ménages et ce nouvel agent. Les politiques dites keynésiennes font de l'État ce nouvel agent.

Ainsi, l'investissement net des entreprises détermine l'enrichissement global qui doit être partagé entre les ménages et l'État. L'idée qui est à la base des politiques de relance dites keynésiennes est la suivante : lorsque l'investissement net des entreprises est insuffisant pour générer un enrichissement des ménages compatible avec le plein-emploi, il est possible de compenser la faiblesse de l'accumulation globale par une accumulation négative de l'État, c'est-à-dire par son appauvrissement. En effet, l'égalité entre l'épargne et l'investissement devient alors :

$$\text{Enrichissement des ménages} = \text{investissement net} + \text{appauvrissement de l'État}$$

Ou encore, en termes plus économiques :

$$\text{Épargne des ménages} = \text{investissement net privé} + \text{déficit public}$$

Nous reprenons ici l'hypothèse keynésienne de nullité de l'épargne nette des entreprises.

Concrètement, l'appauvrissement de l'État est obtenu par un déficit budgétaire, c'est-à-dire par des dépenses de l'État supérieures à ses recettes. Les dépenses de l'État augmentent les revenus des ménages, soit directement lorsqu'elles correspondent aux salaires des fonctionnaires, soit indirectement par l'intermédiaire de la production

lorsque les dépenses correspondent à des achats de biens et services. Les recettes de l'État correspondent principalement aux impôts et taxes, elles viennent en déduction du revenu des ménages. Le déficit des administrations correspond donc à l'accroissement du revenu des ménages résultant des effets opposés des dépenses et des recettes publiques, il joue alors un rôle analogue à l'investissement net dans le mécanisme du multiplicateur keynésien.

C'est cet impact sur la relance de l'activité qui est présenté comme la principale motivation des politiques dites keynésiennes. Cependant, il convient d'affiner l'analyse car l'impact du déficit sur l'économie diffère selon son mode de financement.

Schématiquement, deux types de financement sont possibles :

- 1. Un financement par la banque centrale ;
- 2. Un financement par émissions de titres (bons du Trésor) par l'État.

Lorsque le déficit est financé par la banque centrale, c'est-à-dire par création monétaire, l'appauvrissement de l'État s'exprime par l'accroissement de sa dette envers le système bancaire, l'enrichissement des ménages se traduit par une augmentation de leurs avoirs en monnaie, c'est-à-dire par une augmentation de leurs créances sur le système bancaire. Puisque le système bancaire a lui-même une créance sur l'État, l'appauvrissement de l'État prend ici la forme d'un endettement indirect envers tous les ménages qui détiennent de la monnaie.

Lorsque le déficit est financé par une émission de titres, l'augmentation de ces titres correspond à la fois à l'appauvrissement de l'État et à l'enrichissement des ménages. Cette fois l'État s'endette uniquement auprès des ménages ayant acheté des titres.

La principale différence entre un endettement sous forme de monnaie et un endettement sous forme de titres est qu'il n'est pas possible de demander le remboursement de la monnaie émise. En choisissant de faire financer son déficit par la banque centrale, l'État l'impose à l'ensemble des ménages qui, s'ils veulent rééquilibrer leur bilan suite à l'émission monétaire, n'ont d'autre choix que de se porter acquéreurs de titres émis par les entreprises.

L'offre de titres étant limitée, leur cours va croître et donc leur rendement diminuer. La hausse du cours des titres incite les entreprises à en émettre de nouveaux, c'est-à-dire à investir. C'est le deuxième effet du déficit budgétaire financé par création monétaire, outre son impact direct sur la demande, il stimule l'investissement des entreprises. Son principal inconvénient est le risque d'inflation que crée

la croissance de la masse monétaire lorsque le pays se rapproche du plein-emploi.

En choisissant de financer son déficit par émission de titres, l'État en demande en quelque sorte la permission aux ménages qui disposent de liquidités. Il propose une alternative aux placements en titres émis par les entreprises qui permettra aux ménages de continuer à s'enrichir lorsque l'offre des entreprises est insuffisante.

Dans ce cas, l'État concurrence les entreprises sur le marché des titres, si bien que leur cours baisse et leur rendement augmente. La baisse des cours va se traduire par une réduction de l'offre de titres par les entreprises, c'est-à-dire par une baisse de l'investissement. Mais le principal inconvénient du financement du déficit public par émissions de titres est l'accroissement de la dette publique. Dans ce cas, en effet, l'enrichissement des ménages correspond à un accroissement de leurs créances sur l'État.

Les deux modes de financement du déficit correspondent donc à des objectifs différents, l'objectif d'une politique de déficit financé par création monétaire est exclusivement une relance de l'économie, l'objectif d'une politique de déficit financé par l'émission de titres porte aussi sur le maintien du rendement des titres offerts aux épargnants. Le problème est qu'aucun de ces modes de financement ne peut être poursuivi durablement sans conséquences graves, notamment lorsqu'il se traduit par un accroissement de la dette publique.

La dette publique génère des intérêts à payer par l'État, ces intérêts viennent accroître le déficit s'ils ne sont pas compensés par une hausse des impôts, le déficit s'ajoute à la dette et les intérêts croissent à nouveau. À partir d'un certain niveau, le système devient explosif et conduit irrémédiablement à la faillite de l'État. Le problème est particulièrement grave lorsque les ménages qui paient les impôts ne sont pas les mêmes que ceux qui reçoivent les intérêts de la dette publique car, si les impôts croissent pour contenir le déficit, les ménages qui paient les impôts se retrouveront rapidement confrontés à une charge insupportable.

Le désendettement de l'État devient également de plus en plus problématique avec la croissance de la dette publique. En effet, si l'on suppose que l'État n'investit pas, la dette publique n'est la contrepartie d'aucun actif réel. Comme elle est également une composante du patrimoine des ménages, celui-ci est supérieur à la valeur des actifs réels de l'économie. Une baisse de la dette publique implique donc une baisse du patrimoine des ménages, ce qui ne va jamais sans quelques tensions.

Notons que le problème de la dette n'est pas exclusivement celui de l'État. En effet, si l'on considère que les ménages qui épargnent sont généralement les plus riches, il est possible de permettre leur enrichissement par un appauvrissement des ménages les plus pauvres, ceux-ci pouvant être incités à s'endetter pour maintenir une épargne négative. Mais l'appauvrissement des plus pauvres a des limites qu'il est difficile de dépasser, si bien que cette solution ne peut être que temporaire.

## **Une solution alternative : des prélèvements en capital**

Pour supprimer durablement les crises économiques, Keynes proposait, non de creuser les déficits publics, mais de maintenir le taux de profit à un niveau proche de zéro en amenant le capital fixe à un niveau très élevé.

Dans ces conditions, les placements des ménages ne seraient plus rémunérateurs et ils n'auraient plus véritablement intérêt à accumuler de la richesse. Au contraire, les ménages seraient incités à dépenser pendant leur vieillesse la richesse accumulée pendant leur période de vie active. En d'autres termes, Keynes voyait dans la baisse du taux de profit un moyen d'inciter les ménages à stabiliser volontairement leur richesse, c'est-à-dire un moyen de maintenir leur enrichissement à un niveau nul, seul compatible avec l'investissement net nul qui caractérise une économie stationnaire.

On peut cependant douter que la méthode proposée par Keynes suffise car, même si les placements financiers ne rapportaient rien, les ménages continueraient toujours à chercher à épargner sur l'ensemble de leur vie, d'une part parce qu'ils ne savent pas quand ils vont mourir, si bien qu'une désépargne trop importante risquerait de les plonger dans la pauvreté avant leur mort, d'autre part parce que de nombreux ménages souhaitent transmettre un héritage à leurs enfants.

Le problème est donc le suivant :

- les ménages veulent épargner pour accumuler de la richesse au cours de leur vie ;
- la croissance zéro n'est compatible avec aucun enrichissement des ménages.

Ce problème n'est pas insoluble si l'on accepte d'introduire, comme le font les comptables nationaux, une distinction entre opérations courantes et opérations en capital. La théorie keynésienne repose, en effet, sur un lien fort entre le revenu et la consommation, or, ce lien

n'existe réellement que si le revenu est défini exclusivement à partir des opérations courantes.

Les opérations en capital se caractérisent principalement par leur caractère exceptionnel. Du fait de ce caractère, leur impact sur la consommation est relativement limité. Par exemple, un ménage qui consomme habituellement 80% de son revenu ne va pas consommer 80% d'un héritage lorsqu'il le reçoit. Il est plus probable que sa consommation augmentera principalement du fait de l'augmentation de revenu que générera son héritage. À l'inverse, un ménage qui subit une perte exceptionnelle ne va généralement pas réduire sa consommation, sauf si sa perte a un impact négatif sur son revenu.

Les comptes nationaux définissent donc le revenu uniquement à partir des opérations courantes, c'est-à-dire :

Revenu = production + transferts courants reçus – transferts courants versés

Les principaux transferts courants sont les salaires, les revenus de la propriété et les impôts courants.

La définition de l'épargne n'ayant pas changé, on en déduit que l'épargne correspond à l'enrichissement des ménages consécutive aux seules opérations courantes, ce que l'on pourrait appeler l'enrichissement courant, et exclut l'enrichissement ou l'appauvrissement provenant d'évènements exceptionnels.

L'enrichissement des ménages peut donc être décomposé en deux éléments, l'enrichissement courant et l'enrichissement exceptionnel. Le lien entre la consommation et l'épargne apparaît ainsi comme un lien entre la consommation et, non plus l'enrichissement total des ménages, mais leur seul enrichissement courant.

Dès lors, il devient possible de préserver l'enrichissement courant des ménages sans lequel il n'y aurait pas de consommation tout en maintenant un enrichissement global nul. Il suffit, pour cela, de compenser le nécessaire enrichissement courant des ménages par un appauvrissement exceptionnel. Cet appauvrissement pouvant difficilement être autre qu'imposé, c'est une nouvelle fois l'État qui doit intervenir. Cet appauvrissement sera provoqué, non par une destruction de richesse, mais par des transferts en capital des ménages vers l'État.

En pratique, les seuls transferts en capital significatifs des ménages vers l'État sont les droits de succession. Dans ce cas, l'appauvrissement exceptionnel des ménages est compensé par un enrichissement exceptionnel de l'État. Si l'enrichissement total est nul pour l'ensemble

de l'économie et nul pour les ménages, il doit aussi nécessairement être nul pour l'État. Ainsi, l'enrichissement de l'État provenant des droits de succession doit être compensé par un appauvrissement courant, c'est-à-dire par un déficit budgétaire courant.

La solution au problème posé par la croissance zéro consiste donc, dans le cadre d'une politique de relance par la demande, à combler les déficits publics courants par des transferts en capital plutôt que de les financer par l'endettement de l'État.

Dans son principe, cette solution est très simple à comprendre. Lorsque l'investissement net est durablement nul, le problème vient de la volonté d'enrichissement des ménages qui ne peut être satisfaite durablement.

Si on laissait aux ménages la possibilité de s'enrichir tout au long de leur vie et que, à leur mort, cet accroissement de richesse soit transféré à l'État grâce à des droits de succession, la volonté de chaque ménage de s'enrichir ne serait pas incompatible avec un maintien à un niveau constant de la richesse détenue par l'ensemble des ménages. Notons ici qu'il n'est pas nécessaire que toute la richesse accumulée par les ménages pendant leur vie soit prélevée, il suffit que le taux de prélèvement soit suffisamment élevé pour la stabiliser rapidement.

Une autre possibilité consiste à instaurer des impôts sur le patrimoine qui interdisent sa croissance au-delà d'un certain plafond. Toutefois, l'inconvénient de cette solution est le risque de tuer toute incitation à entreprendre chez ceux qui atteignent ce plafond.

## **Politiques keynésiennes en économie ouverte**

En toute rigueur, la théorie keynésienne n'est valide que dans le cadre d'une économie fermée, c'est-à-dire sans relations avec l'extérieur. Elle est donc valide pour l'économie mondiale considérée comme un tout mais non pour chaque pays pris isolément.

Dans une économie ouverte, les ménages peuvent acheter des produits et des actifs financiers non plus seulement dans le pays, mais également à l'étranger. Inversement, les agents économiques étrangers peuvent acheter dans le pays des produits et des actifs financiers.

Dans un pays donné, la demande intérieure est la somme la consommation et de l'investissement. À cette demande intérieure s'ajoute une demande extérieure égale aux exportations. Comme la

demande totale est satisfaite à la fois par la production et les importations on a l'équation :

$$\text{Production} = \text{consommation} + \text{investissement} + \text{exportations} - \text{importations}$$

La différence entre les exportations et les importations est le solde de la balance des biens et services.

### ***Relation entre l'épargne et l'investissement***

Dans une économie ouverte sur l'extérieur, le revenu n'est plus égal à la production car des revenus peuvent provenir du reste du monde ou lui être payé. Dans ces conditions, le revenu est égal à la production plus les revenus nets provenant du reste du monde, les revenus nets étant égaux aux revenus reçus moins les revenus versés. L'équation précédente devient donc :

$$\text{Revenu} = \text{consommation} + \text{investissement} + (\text{exportations} - \text{importations} + \text{revenus nets provenant du RDM})$$

Soit :

$$\text{Épargne} = \text{investissement} + (\text{exportations} - \text{importations} + \text{revenus nets provenant du RDM})$$

La partie entre parenthèses correspond à l'excédent courant de la balance des paiements. La relation entre l'épargne et l'investissement devient donc :

$$\text{Épargne} = \text{investissement} + \text{excédent courant de la balance des paiements}$$

Si l'on introduit une distinction entre public et privé l'équation précédente devient :

$$\text{Épargne privée} + \text{épargne publique} = \text{investissement privé} + \text{investissement public} + \text{excédent courant BDP}$$

C'est-à-dire :

$$\text{Épargne privée} = \text{investissement privé} + (\text{investissement public} - \text{épargne publique}) + \text{excédent courant BDP}$$

Si l'on fait l'hypothèse d'une absence de transferts en capital, la partie entre parenthèses correspond au déficit public.

On a donc :

Épargne privée = investissement privé + déficit public + excédent courant BDP

Si l'on fait l'hypothèse que les entreprises distribuent tout leur revenu, l'épargne privée est l'épargne des ménages. Le taux d'épargne des ménages permet de passer de leur épargne à leur revenu. Le multiplicateur est égal à l'inverse du taux d'épargne. Par exemple, si le taux d'épargne est de 20%, le revenu des ménages est égal à cinq fois leur épargne. Le multiplicateur s'applique donc à l'investissement privé, au déficit public et à l'excédent courant de la balance des paiements.

L'investissement dans l'équation précédente est l'investissement net, c'est-à-dire qu'il est proche de zéro quand la croissance est faible. Dans ce cas, les deux éléments qui tirent la croissance sont le déficit public et l'excédent courant de la balance des paiements.

Le problème dans une économie ouverte est qu'une relance par les déficits publics peut être annulée par un déficit courant de la balance des paiements.

### ***La bataille pour l'activité***

Dans une économie mondialisée où les produits et les capitaux circulent librement, la production n'est pas déterminée par le marché intérieur mais par une part du marché mondial. Si le pays est trop petit pour détenir une part significative du marché mondial, une politique de relance keynésienne n'a qu'un impact insignifiant sur l'activité et se traduit pratiquement exclusivement par la croissance des importations, c'est-à-dire par un déficit courant de la balance des paiements.

Dans une économie mondialisée, l'activité économique d'un petit pays est déterminée uniquement par sa compétitivité sur le marché mondial.

Cette conclusion doit cependant être nuancée. En effet, certaines activités comme l'immobilier et les services aux ménages ne sont pas soumises à la concurrence extérieure. Ces activités sont dénommées "présentielles", car elles sont liées à la présence de population. On peut également y inclure les services non marchands des administrations publiques si l'on considère qu'ils sont consommés globalement par les ménages et payés par leurs impôts.

Dans une économie ouverte, la répartition de l'activité entre le secteur concurrentiel et le secteur présentiel joue un rôle important. En effet, lorsqu'un pays connaît le chômage du fait d'un investissement net insuffisant, il a deux solutions pour parvenir au plein-emploi, soit



conquérir de nouvelles parts du marché mondial, soit pratiquer une politique de déficits publics.

Gagner de nouvelles parts du marché mondial suppose d'améliorer la compétitivité du secteur concurrentiel et ses capacités de production. Cela demande beaucoup d'efforts et de temps. La solution la plus facile et la plus rapide consiste donc à maintenir des déficits publics pour relancer l'activité. Cette politique n'a pas d'effet sur l'activité du secteur concurrentiel mais elle peut relancer celle du secteur présentiel si l'on suppose que les ménages lui consacrent une part relativement stable de leur revenu.

Si cette politique de relance est suffisamment forte pour parvenir au plein-emploi, elle a aussi deux conséquences :

- une dégradation du solde courant de la balance des paiements car le surcroît de demande en produits du secteur concurrentiel ne pourra être satisfait que par des importations ;
- l'affectation d'une plus grande part des ressources disponibles, notamment des emplois, au secteur présentiel.

Ce dernier point est particulièrement important. En effet, si la politique de relance se prolonge d'année en année, elle peut conduire à une modification durable de la structure de l'économie en faveur du secteur présentiel, ce qui signifie que le pays renonce à se battre sur les marchés extérieurs. Cela signifie également que si l'investissement net se maintient durablement à des niveaux faibles, le pays ne pourra maintenir le plein-emploi qu'au prix d'un déficit public permanent. De plus, si en situation de plein-emploi la demande en produits du secteur concurrentiel dépasse sa capacité de production nationale, alors le pays est également condamné à un déficit permanent de sa balance des biens et services.

### ***La bataille pour l'accumulation***

L'accumulation d'un pays correspond à son épargne nette. Dans une économie ouverte, elle est égale à l'investissement net plus l'excédent courant de la balance des paiements. L'investissement net correspond à l'accumulation réelle du pays et l'excédent courant de la balance des paiements correspond à son accumulation en termes de droits sur le patrimoine des autres pays. En effet, si l'on fait l'hypothèse d'une absence de transferts en capitaux entre pays, l'excédent courant de la balance des paiements est aussi égal à la différence entre l'accroissement de ses créances sur le reste du monde et l'accroissement de ses dettes envers le reste du monde.

Lorsque la croissance est faible, l'investissement net est proche de zéro, si bien que la principale source d'accumulation devient l'accumulation de droits sur le patrimoine des autres pays.

C'est-à-dire qu'en période de faible croissance, l'accumulation d'un pays ne peut se faire qu'au détriment des autres pays.

Les véritables enjeux de la bataille économique apparaissent quand on se replace dans le cadre mondial. La production n'est plus déterminée exclusivement par la demande intérieure, certains pays ont des excédents courants de la balance des paiements et d'autres des déficits courants.

L'économie mondiale étant une économie fermée, l'égalité entre l'épargne et l'investissement est toujours vérifiée. Les pays doivent ainsi se partager l'épargne mondiale et cette épargne est indépendante du niveau d'activité.

L'équation déterminant l'épargne dans une économie ouverte peut également s'écrire ainsi :

$$\text{Excédent courant BDP} = \text{épargne} - \text{investissement}$$

Un pays qui dégage un excédent courant de sa balance des paiements est donc un pays dont l'épargne est supérieure à son investissement, c'est-à-dire un pays qui accumule davantage que sa contribution à l'accumulation mondiale. Mais l'épargne est d'autant plus élevée que le revenu et le taux d'épargne le sont. Un pays qui donne la priorité à l'accumulation va donc chercher à accroître à la fois son revenu et son taux d'épargne.

Lorsque la croissance est faible, un pays n'a que deux moyens pour accroître son revenu :

- creuser son déficit public ;
- dégager des excédents courants de sa balance des paiements.

Une relance par les déficits publics consiste à augmenter l'épargne des ménages par une épargne négative de l'État. Dans une économie fermée, elle n'a pas d'impact sur l'épargne nationale qui est toujours égale à l'investissement ; dans une économie ouverte, elle dégrade l'épargne nationale puisqu'elle a un impact négatif sur l'excédent courant de la balance des paiements. Elle revient, en fait, à accroître le revenu en baissant le taux d'épargne du pays.

Un pays qui donne la priorité à l'accumulation ne peut donc pas opter pour une politique de relance par les déficits publics, il doit

nécessairement viser à accroître son excédent courant de la balance des paiements.

Un État peut difficilement faire croître le taux d'épargne des ménages sauf s'il accepte de favoriser les ménages les plus aisés au détriment des plus pauvres. Son principal moyen pour accroître le taux d'épargne national est donc de dégager des excédents budgétaires.

Le principal inconvénient d'une politique visant à dégager des excédents publics est son impact négatif sur l'activité, aussi n'a-t-elle réellement de sens que couplée à une politique agressive de conquête des marchés extérieurs. Dans ce cas, en effet, l'excédent courant de la balance des paiements peut conduire à une surchauffe de l'économie nationale qui mettrait en concurrence les secteurs concurrentiels et présents sur le marché de l'emploi. Aussi, pour permettre la poursuite de la conquête de nouveaux marchés, est-il nécessaire de contenir la demande intérieure par un excédent budgétaire.

Cette politique visant à privilégier le secteur concurrentiel au détriment du secteur présentiel est celle qui permet l'accumulation la plus forte pour le pays.

À moyen et long terme, les excédents courants de la balance des paiements vont générer des revenus en provenance du reste du monde, ce qui améliorera encore le solde courant de la balance des paiements et créera un processus cumulatif.

Bien entendu, l'épargne mondiale étant égale à l'investissement mondial, si certains pays peuvent dégager une épargne supérieure à leur investissement, ce ne peut être qu'au détriment des autres pays.

Ainsi, très schématiquement, on peut regrouper les pays en deux catégories :

- des pays offensifs sur le marché mondial qui dégagent des excédents courants de leur balance des paiements et qui peuvent aller jusqu'à dégager des excédents publics pour contenir leur demande intérieure ;
- des pays sur la défensive qui ne peuvent maintenir un niveau satisfaisant d'activité que par des déficits publics.

Il se crée un processus cumulatif puisque les déficits publics des uns génèrent un surcroît d'activité chez les autres qui les incite à accroître leurs excédents publics. En réduisant l'activité mondiale, ces excédents amènent les pays déficitaires à creuser encore davantage leurs déficits publics. Ce phénomène est renforcé par les revenus de la propriété venant des pays déficitaires vers les pays excédentaires.

Le problème est que ce processus ne peut se poursuivre indéfiniment. En effet, d'une part il est limité par la capacité des pays à maintenir durablement des déficits publics, d'autre part puisqu'il se traduit par un transfert de patrimoine d'un groupe de pays vers un autre, il s'arrête nécessairement quand les pays déficitaires ont atteint un certain niveau de pauvreté.

### ***La liberté de circulation des capitaux.***

La libéralisation des mouvements de produits n'implique pas nécessairement l'apparition d'excédents ou de déficits courants des balances des paiements des différents pays.

En effet, le solde de la balance courante des paiements est indissociablement lié à celui de la balance des capitaux, un excédent de la balance courante des paiements correspond nécessairement à un déficit de la balance des capitaux, un déficit de la balance courante correspond nécessairement à un excédent de la balance des capitaux. Cette relation n'est rien d'autre que l'expression dans le compte du reste du monde de la relation entre le solde des opérations non financières et celui des opérations financières.

En l'absence de mouvements de capitaux, le solde de la balance des capitaux est nul, si bien que le solde de la balance courante des paiements est, lui aussi, nécessairement nul. Les conséquences pour la théorie keynésienne en sont extrêmement importantes. En effet, en cas d'équilibre de la balance courante des paiements, l'égalité entre l'épargne et l'investissement est à nouveau vérifiée. L'épargne des ménages est alors égale à la somme de l'investissement et du déficit public, le multiplicateur keynésien qui provient de la relation entre l'épargne des ménages et leur revenu s'y applique donc.

Ainsi, en l'absence de circulation des capitaux entre pays, la théorie keynésienne retrouve la même validité qu'en économie fermée.

## **Les politiques monétaires**

### ***Le financement de l'économie***

Pour financer leur investissement, les entreprises peuvent se tourner, soit vers les ménages, soit vers le système financier.

Lorsque les entreprises font appel au financement du système financier deux cas sont possibles :

- le système financier joue un rôle d'intermédiaire en empruntant aux ménages et en prêtant aux entreprises ;
- les banques prêtent aux entreprises en émettant de la monnaie ; cette monnaie est ensuite redistribuée par les entreprises aux ménages.

Lorsque les banques financent l'investissement des entreprises par création monétaire, elles viennent concurrencer les ménages qui souhaitent acquérir des titres. La demande supplémentaire de titres a pour effet de faire monter leur cours. Comme la hausse du cours des titres n'a pas d'impact sur le revenu qu'ils génèrent, elle se traduit par une baisse de leur taux de rendement. Cette baisse du taux de rendement incite alors les entreprises à investir.

Cet effet positif de la création monétaire sur l'investissement est le fondement des politiques monétaires de relance de l'économie.

### ***Le rôle des plus-values***

Il existe cependant des circonstances où la politique monétaire est incapable de relancer l'économie.

En effet, l'acquéreur d'un titre financier tient compte non seulement de son rendement, c'est-à-dire du revenu qu'il peut lui rapporter, mais aussi de ses perspectives de plus-values ou de moins-values.

Ainsi, un agent économique est incité à acheter un titre s'il anticipe une hausse de son cours car il pourra alors réaliser une plus-value.

À l'inverse un agent économique est incité à vendre un titre s'il anticipe une baisse de son cours car, s'il le conserve, il subira une moins-value.

Lorsque les taux d'intérêt sont très bas, de nombreux ménages anticipent leur remontée, c'est-à-dire une baisse du cours des titres. Ils cherchent donc à vendre les titres qu'ils détiennent plutôt que d'acheter des titres émis par les entreprises. Si les banques veulent relancer l'économie par création monétaire, leurs achats de titres ne parviendront pas à faire remonter les cours des titres car ils seront compensés par les ventes des ménages. Les taux d'intérêt resteront donc à leur niveau et les entreprises n'investiront pas davantage.

C'est la trappe de liquidité. Lorsque les anticipations des entreprises sur leur activité sont très négatives, la politique monétaire ne peut pas parvenir à relancer l'investissement.

On peut ajouter une autre circonstance où la politique monétaire peut échouer à relancer l'économie.

Lorsque les perspectives économiques sont défavorables et que l'intervention des banques se poursuit durablement, les agents économiques peuvent anticiper une hausse continue du cours des titres. Dans ce cas, les perspectives de plus-values peuvent rendre les titres plus attractifs que les biens d'investissement pour les entreprises. Les entreprises vont alors acheter des titres ou se désendetter plutôt que d'investir.

Dans cette circonstance, la croissance de la masse monétaire a pour conséquence, non pas de l'inflation, c'est-à-dire une hausse continue des prix des produits, mais une croissance des cours des actifs financiers. Cette croissance des cours qui ne correspond pas à une augmentation de la richesse réelle a également deux conséquences :

- une nouvelle répartition de la richesse réelle au profit de ceux qui possèdent ces actifs ;
- la difficulté croissante pour ceux qui vivent de leur travail de se constituer un patrimoine.

Ces développements montrent l'importance extrême des anticipations en économie. C'est l'un des enseignements majeurs de la théorie keynésienne.

**Auteur : Francis Malherbe**