

# Histoire de la pensée économique

## Quelques développements postkeynésiens

---

Ce cours vous est proposé par Matthieu Montalban, maître de conférences HDR en science économique, université de Bordeaux, et par AUNEGe, l'Université Numérique en Économie Gestion.

---

### Table des matières

<b>Préambule</b> .....	<b>2</b>
<b>L'endogénéité de la monnaie et les théories du circuit monétaire</b> .....	<b>2</b>
<b>Les analyses de l'endogénéité de la monnaie</b> .....	<b>3</b>
<b>Les théories du circuit monétaire</b> .....	<b>5</b>
<b>L'instabilité financière chez Minsky</b> .....	<b>7</b>
<b>Références</b> .....	<b>9</b>

# Préambule

## Objectif d'apprentissage

Définir l'endogénéité de la monnaie et les théories du circuit monétaire

Analyser les travaux de Minsky sur l'instabilité financière

Le postkeynésianisme prétend être la continuité véritable de Keynes, du Keynes « radical » cherchant à s'opposer à la citadelle orthodoxe, d'où le développement de modèles s'éloignant fortement des hypothèses néoclassiques et de l'idée de l'équilibre général. Mais en faisant cela, les postkeynésiens prennent aussi parfois des distances avec leur maître, considérant que celui-ci n'est pas allé assez loin dans ses raisonnements ou n'a pas voulu en assumer certaines des implications. On ne cherchera pas ici à rendre compte de l'ensemble des développements postkeynésiens, on prendra seulement trois exemples : l'endogénéité de la monnaie, les théories du circuit monétaire et les travaux de Minsky sur l'instabilité financière.

## L'endogénéité de la monnaie et les théories du circuit monétaire

Les travaux postkeynésiens sur l'endogénéité de la monnaie et sur le circuit monétaire s'inscrivent dans une histoire de la pensée économique longue et riche. Les analyses du circuit monétaire remontent à des auteurs comme Pierre Le Pesant de Boisguilbert, William Petty, Richard Cantillon ou encore François Quesnay, qui avait produit le premier Tableau économique (1758), retraçant les flux monétaires entre les classes sociales de la France du milieu du XVIII<sup>e</sup> siècle.

Karl Marx (1867 ; 1894) est un autre représentant important de cette filiation avec son circuit du capital et ses schémas de la reproduction. Les travaux sur l'endogénéité de la monnaie, outre de s'inscrire dans cette filiation circuitiste, prolongent également un débat historique important de la théorie monétaire du début du XIX<sup>e</sup> entre l'école de la circulation (*currency school*) et l'école de la banque (*banking school*), débat qui portait sur le fait de savoir si l'émission de billets pouvait être trop importante et conduire à de l'inflation (Poulon, 2016). Evidemment, Keynes lui-même dans le *Traité de la monnaie* (1930), où il analysait les processus de création monétaire par les banques, a largement contribué à ces réflexions.

Chez les postkeynésiens, ces questions furent mises à l'ordre du jour au début des années 1980.

Ce furent d'un côté les contributions de Kaldor (1985) qui est la reprise de deux rapports, l'un commandé par le comité Radcliffe sur le fonctionnement du système monétaire et l'autre par le Trésor britannique, et de l'autre celles de Basil Moore (1979 et 1988) qui lancèrent la thématique de l'endogénéité de la monnaie. Pour les théories du circuit, celles-ci se sont développées au même moment 1980 en France, en Italie puis en Amérique du Nord (Canada et Etats-Unis) et ces travaux circuitistes adhèrent à l'idée d'endogénéité de la monnaie.

## Les analyses de l'endogénéité de la monnaie

Commençons donc par les analyses de l'endogénéité de la monnaie. Lorsque cette thématique est lancée, la vision de la politique monétaire était dominée par le monétarisme de Milton Friedman, qui considérait que c'est l'excès d'offre de monnaie par les banques centrales qui est responsable de l'inflation observée dans les années 1970-1980. Cette représentation monétariste suppose que la création monétaire est contrôlée par la banque centrale, via les refinancements que celle-ci accorde en monnaie centrale aux banques commerciales.

Dans ce processus, la banque centrale créerait de la monnaie centrale sous forme de base monétaire, notamment des billets, à destination des banques commerciales, qui ensuite offrirait des crédits « multipliés » dans une certaine proportion par rapport aux billets initialement émis, crédits qui se transforment eux-mêmes en dépôts bancaires, qui sont une monnaie scripturale.

La quantité de monnaie mesurée par les billets et dépôts, qui constitue l'offre de monnaie, serait donc exogène, déterminé en dernière instance par la banque centrale et sa capacité à émettre des billets, tandis que le taux directeur de la banque centrale se fixerait à l'équilibre entre cette offre de monnaie exogène, qui apparaît donc verticale par rapport au taux d'intérêt, et la demande de monnaie, qui est traditionnellement décroissante du taux d'intérêt.

Moore (1988) parle alors de « verticalisme » pour décrire cette idée de monnaie exogène. Quand cette offre de monnaie supposée exogène est trop importante, conformément à l'équation des échanges de Fisher et à la théorie quantitative de la monnaie, on observerait une inflation.

Les postkeynésiens, à commencer par Kaldor (1985) et Moore (1979 ; 1988) vont s'opposer littéralement à cette représentation du fonctionnement de la création monétaire, en approfondissant les travaux de Keynes (1930) à ce sujet. Non pas qu'ils s'opposent à l'idée que les crédits fassent les dépôts, mais plutôt à l'idée que l'initiative de la création monétaire viendrait de la banque centrale.

Leur propos est de dire qu'en réalité, c'est l'activité de crédit des banques commerciales, elle-même liée à la demande de crédit en provenance des entreprises et ménages, qui serait à l'origine de la création monétaire.

Dans cette vision, les agents non financiers demandent un emprunt auprès des banques pour financer leur activité économique. Les banques, qui peuvent offrir des crédits *ex nihilo*, c'est-à-dire sans avoir préalablement les quantités de dépôts et de billets équivalentes à cette demande de crédit, accordent alors ce crédit (ou non) aux agents non financiers selon la rentabilité et le risque de ces projets.

Légalement, il existe des plafonds limitant le montant total des crédits offerts par une banque à un multiple de ses fonds propres. Ces crédits créent des dépôts, et donc de la masse monétaire. Par la suite, les banques commerciales qui auraient du mal à faire face à leurs engagements, par exemple du fait de leur activité de crédit, vont demander des liquidités auprès de la banque centrale qui va offrir au taux directeur déterminé préalablement et dans des quantités *a priori* illimitées les liquidités nécessaires aux banques, soit sous forme de billets, soit sous forme de monnaie banque centrale.

L'offre de monnaie banque centrale, qui n'est pas à proprement de la monnaie qui circule auprès des agents non financiers, apparaît donc parfaitement élastique à la demande des banques commerciales. La banque centrale ne peut d'ailleurs pas réellement refuser de refinancer les banques commerciales, au risque de les mettre en difficulté alors même que sa mission est d'être prêteur en dernier ressort.

La seule chose que peut contrôler la banque centrale est en réalité le taux d'intérêt directeur qui gouverne ensuite les taux d'intérêt sur le marché du crédit et de la dette.

Donc la masse monétaire s'ajusterait aux besoins de liquidités de l'économie réelle, ce qui veut dire d'une part que l'offre de monnaie est endogène et horizontale par rapport au taux d'intérêt, et non contrôlée par la banque centrale, et que d'autre part, que ce n'est pas l'excès d'offre de monnaie qui est responsable de l'inflation, puisque cette offre de monnaie s'ajuste à l'activité réelle. Moore (1988) parle d'horizontalisme. L'équation des échanges de Fisher se lirait ainsi à l'envers de la théorie quantitative : la valeur des échanges détermine le niveau de la masse monétaire (et également de la vitesse de circulation). A noter que désormais, cette idée postkeynésienne est désormais acceptée par le courant dominant, alors qu'elle était rejetée à l'époque du monétarisme.

## Les théories du circuit monétaire

La théorie du circuit est globalement cohérente avec l'analyse précédente, le crédit ouvrant le circuit monétaire en fonction des besoins de financement des agents. Elle va étudier la suite de ce processus, et analyse la manière dont la circulation de la monnaie entre les agents non-financiers va permettre ou non une clôture du circuit qui soit compatible avec le remboursement du crédit initial et la réalisation d'un profit suffisant.

Les théories du circuit reposent toutes sur l'idée d'un principe d'égalité des flux entrants et sortants, ce qui est une sorte de principe de conservation : toute monnaie qui entre quelque part finit par ressortir ailleurs, ce qui est d'ailleurs la base de la macroéconomie. Ce principe implique aussi que les dettes des uns sont les créances des autres ou encore, ce qui est équivalent, que les besoins de financement des uns sont les capacités de financement des autres.

Nous allons prendre la présentation du circuit en économie fermée sans Etat par Frédéric Poulon. Le circuit est alors un circuit à 3 pôles : banques et institutions financières (B), entreprises (E) et ménages (M) et les flux sont représentés par des flèches indiquant le sens de circulation de la monnaie. Si on appelle Y le revenu national net, W les salaires versés, R les revenus de la propriété, C la consommation des ménages, I l'investissement des entreprises, U le coût d'usage de la production (consommations intermédiaires et consommation de capital fixe), Sm l'épargne des ménages et F le besoin de financement des entreprises, on a :

$$W+R = C+S$$

$$F+U+C+I=U+I+W+R$$

$$S_m=F$$

Il vient :  $Y=C+I=W+R+(I-F)$

Et  $I=S_m+(I-F)$  où  $(I-F)$  représente le profit net non distribué des entreprises, ou encore leur autofinancement net, c'est-à-dire l'épargne nette des entreprises. On retrouve donc l'égalité entre l'investissement et l'ensemble de l'épargne.

Notons qu'il s'agit de flux nets des remboursements, notamment pour F (besoin de financement net des entreprises, c'est-à-dire net des remboursements de charges d'intérêt de la période) et  $S_m$  (épargne nette des crédits aux ménages).

Le circuit s'ouvre normalement par le crédit des banques aux entreprises F pour financer leurs achats de capital circulant et fixe et le paiement des salaires.

Les dépenses de capital circulant et fixe sont inter-entreprises et sont donc un reflux immédiat de la monnaie dépensée vers les entreprises. Les salaires et revenus des ménages vont ensuite soit refluer en consommation, soit être épargnés.

Certains circuitistes comme Graziani (1989) considèrent que le crédit ne peut financer que le versement des salaires. Même si on ne voit guère pourquoi, cela permet de montrer le véritable enjeu du circuit pour ces théoriciens : le reflux des dépenses des ménages et la question de la réalisation du profit.

En effet, une partie des revenus versés aux ménages refluent en dépenses de consommation, tandis que l'autre est épargnée. Pour Graziani par exemple, si l'intégralité du revenu est consommée, alors les reflux sont égaux aux dépenses des entreprises et les entreprises peuvent rembourser le crédit initial et elles n'enregistrent ni perte ni profit.

En revanche, si une partie seulement est consommée, les reflux seraient inférieurs aux dépenses des entreprises, qui ne réaliseraient alors pas de profit et seraient structurellement endettées. Ce paradoxe du profit a été très débattu par les circuitistes et trouve ses racines dans l'histoire longue de l'analyse économique.

En effet, ce problème date au moins de Marx (1963[1885]). Pour Marx (1985[1867]), la circulation simple se réduit à vendre une marchandise (M) contre de l'argent (A), pour acheter avec cet argent une ou des marchandise(s) de même valeur (M'), selon la formule suivante :

$$M-A-M'$$

Mais ce qui caractérise le circuit de la production capitaliste, c'est que le capitaliste avance de l'argent (A), pour acheter des marchandises (M) qu'il revendra à une valeur supérieure (A').

$$A-M-A' ; A' > A$$

Cette plus-value ou survaleur (*Mehrwert*) comme il l'appelle, surgit des échanges alors que les échanges se font entre valeurs équivalentes, il y a là un mystère. Il avait compris que du point de vue individuel, l'extraction d'une plus-value supposait la production (P), dans laquelle la force de travail achetée allait produire une valeur supérieure à son propre salaire. Reste qu'au niveau macroéconomique, Marx dans le livre II se rend compte qu'au niveau macroéconomique, il ne peut pas y avoir plus d'argent au début du circuit qu'à la fin (alors que cela est possible à l'échelle individuelle bien entendu) : **comment se monétise alors la plus-value à l'échelle globale ?**

La solution qu'il donnait était qu'en fait les capitalistes avançaient dans le crédit la valeur de la plus-value. Si la solution n'est pas celle qui est aujourd'hui acceptée, on peut au moins dire que Marx avait mis le doigt sur un problème.

Les circuitistes contemporains ont proposé des solutions pour comprendre ce paradoxe, qui sont différentes, mais si on doit résumer, on pourrait dire que la solution la plus satisfaisante consiste à remarquer que le crédit est en général remboursé sur plusieurs périodes, et que la monnaie créée fait des allers-retours entre les ménages et les entreprises avant d'être entièrement épargnée (c'est l'effet multiplicateur).

Donc c'est la vitesse de rotation de la monnaie relativement au temps de remboursement des dettes et le temps de rotation du capital fixe qui vont déterminer si les entreprises parviennent à extraire du profit ( $I > F$ ), accumuler ainsi du capital et pouvoir renouveler ensuite des crédits pour croître, ou si elles accumulent des pertes ( $I < F$ ) et sont virtuellement en faillite, ce qui est caractéristique de la crise (Poulon, 1982 ; 2015). Dans le cas de  $I < F$ , les banques vont restreindre leurs crédits et l'économie va entrer en récession du fait de la baisse de l'investissement.

## L'instabilité financière chez Minsky

Hyman Minsky (1919-1996) était un économiste postkeynésien américain. Il réalisa une thèse en science économique sous la direction de Joseph Schumpeter ; il fut également l'assistant de Alvin Hansen, l'homme qui a popularisé la théorie keynésienne aux Etats-Unis. Il va se spécialiser sur les questions de macroéconomie financière et d'analyse des cycles et crises. Sa théorie des crises financières a retrouvé une grande attention lors de la crise des *subprimes*, qui a bien des égards fut considérée comme « un moment Minsky ».

Sa théorie est largement un développement des travaux de la Théorie Générale de Keynes, dans lequel ce dernier a consacré plusieurs passages à la question du rôle des marchés financiers et à l'analyse des cycles, et la manière dont les deux s'articulent. Pour Minsky (1977), il faut distinguer différentes structures financières, correspondant à des niveaux de risques différents :

- **La finance couverte** (hedge finance) est une situation où les revenus courants permettent de faire face aux échéances, donc au remboursement du capital et aux charges d'intérêt
- **La finance spéculative** (speculative finance) désigne la situation où les revenus courants permettent seulement de payer les intérêts mais pas de rembourser le principal ; dans ce cas, l'agent dans cette situation est amené à s'endetter toujours plus pour faire face à ses échéances ;

- **La finance Ponzi** (Ponzi finance) est la situation la plus précaire. Elle trouve son nom dans celui d'un arnaqueur italo-américain qui construisait des montages frauduleux consistant à rémunérer les premiers entrants avec les fonds des nouveaux entrants dans le montage, ce qu'on appelle aujourd'hui des pyramides de Ponzi, et qui suppose une augmentation exponentielle des nouveaux investisseurs dans le montage. Pour faire cela, il promettait des rendements élevés. La finance Ponzi pour Minsky désigne une situation où un agent économique ne peut ni payer ses intérêts, ni rembourser le principal et ne compte que sur la revente de ses actifs à terme pour y faire face, ou sur la levée de nouveaux fonds pour rembourser les anciens. Comme dans les pyramides de Ponzi, c'est une situation où le risque de défaillance et d'effondrement rapide est très élevé.

La théorie de Minsky va consister à dire qu'il existe un paradoxe de la tranquillité ou de la prospérité : quand l'économie est dans une situation couverte, c'est-à-dire qu'il y a une large majorité d'unités en finance couverte, le système va se fragiliser financièrement de manière endogène.

En effet, lorsque la situation financière est saine, les agents non financiers accumulent des dépôts. Les banques et agents financiers qui sont en concurrence pour attirer les fonds et sont intéressés à leur valorisation vont alors proposer des innovations financières pour inciter les agents non financiers à convertir leurs dépôts en diverses valeurs mobilières afin de financer des investissements.

Ces innovations financières diminuent la préférence pour la liquidité ce qui a tendance à réduire les taux d'intérêt et permettre l'augmentation de l'investissement en capital fixe et le développement du crédit. Qui plus est, la situation étant prospère, les entreprises sont optimistes ce qui concourt à favoriser l'investissement.

L'investissement stimule à son tour la consommation, le PIB et l'emploi. C'est une période de boom, l'endettement, les prix d'actifs et le crédit se développent rapidement, avec des dynamiques auto-entretenues : le crédit favorise la hausse des prix d'actifs, mais cette hausse des prix d'actifs incite à développer des effets de levier et à s'endetter encore plus. Dès lors, de plus en plus d'agents économiques passent en situation spéculative et voient leur bilan se détériorer.

Petit à petit, les prises de risques étant croissantes, l'inflation finissant par arriver à proximité du plein-emploi et l'efficacité marginale du capital finissant toujours par fléchir à un moment ou l'autre, les taux d'intérêt vont avoir tendance à augmenter. Les agents en situation Ponzi vont se retrouver pris à la gorge et faire faillite.

Mais la faillite de ces agents, s'ils sont nombreux ou de taille importante, va précipiter dans leur chute leurs prêteurs : c'est le moment Minsky, où la pyramide des engagements s'effondre comme un château de cartes, la faillite de l'un entraînant la faillite de l'autre de proche en proche. Les prix d'actifs chutent brutalement et on observe une course à la liquidité où chaque agent essaie de se débarrasser de ses engagements pour retrouver de la monnaie : la préférence pour la liquidité devient infinie.

L'investissement se met alors à chuter violemment, ainsi que la consommation par effet de richesse, le PIB et l'emploi. Bientôt, ce sont les prix des biens et services qui sont affectés, ce qui renchérit la valeur des dettes réelles, et donc étrangle encore les emprunteurs ce qui amène de nouvelles faillites en série : c'est le mécanisme de déflation par la dette de Fisher (1933) qui se met en place, typique de la Grande Dépression. Tout ceci fait rudement penser aussi à la crise de *subprimes*, où les banques et organismes financiers ont mis en circulation des titres de crédits hypothécaires structurés en prêtant à des ménages insolubles, ce qui a généré les faillites en série que l'on a connus puis la récession qui a suivies.

Il se trouve que Minsky avait prophétisé des scénarii de ce type dès la fin des années 1970 et au début des années 1980 avec la libéralisation financière, alors même qu'il n'était pas écouté à l'époque, et qu'il fut redécouvert au-delà des cercles postkeynésiens après 2009.

On notera au passage ici une petite différence entre Minsky et les théories de la monnaie endogène : chez Minsky, il n'y a pas d'horizontalisme strict, car à mesure que l'économie et les prises de risques se développent, les taux d'intérêt vont augmenter.

## Références

### Comment citer ce cours ?

Histoire de la pensée économique, Matthieu Montalban, AUNEGe (<http://auneg.fr>), CC – BY NC ND (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).



Cette œuvre est mise à disposition dans le respect de la législation française protégeant le droit d'auteur, selon les termes du contrat de licence Creative Commons Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>). En cas de conflit entre la législation française et les termes de ce contrat de licence, la clause non conforme à la législation française est réputée non écrite. Si la clause constitue un élément déterminant de l'engagement des parties ou de l'une d'elles, sa nullité emporte celle du contrat de licence tout entier.