UNIVERSITE PARIS 10 – PARIS OUEST NANTERRE LA DEFENSE

ECOLE DOCTORALE « ECONOMIE – ORGANISATIONS – SOCIETES »

THESE

Pour l'obtention du grade de
Docteur de l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense
Discipline : Sciences économiques

Présentée et soutenue publiquement le 2 mai 2012 par

Julien MENDEZ

Théories pré-keynésiennes de l'instabilité financière :

Marx, Veblen, Hawtrey

Thèse dirigée par M. Christian TUTIN, professeur à l'Université Paris Est Créteil

Jury :

Mme Muriel DAL-PONT, Université de Nice Sophia-Antipolis (rapporteur)

M. Jérôme de BOYER des ROCHES, Université de Paris Dauphine

M. Marc LAVOIE, Université d'Ottawa (rapporteur)

M. Antoine REBEYROL, Université de Paris Ouest Nanterre La Défense

M. Christian TUTIN, Université de Paris Est Créteil (directeur de thèse)

RESUMÉ

Théories pré-keynésiennes de l'instabilité financière : Marx, Veblen, Hawtrey

Cette thèse montre que l'on peut trouver chez Marx, Veblen et Hawtrey trois théories pré-keynésiennes de l'instabilité financière. Elle dégage, pour chacun d'eux, le cadre théorique qu'il met en place et qui lui permet de poser la question du rôle de la finance dans la dynamique économique. Elle analyse ensuite leurs écrits pour montrer que l'on peut en déduire des théories (incomplètes) de l'instabilité financière, c'est-à-dire que les perturbations économiques sont dues à la manière dont les entreprises se financent. Le chapitre I reconstruit la théorie marxienne des mécanismes financiers, ce qui permet, dans le chapitre II, de montrer le rôle central joué par la finance dans l'explication du cycle économique chez Marx. Le chapitre III dégage les éléments qui font de la théorie de Veblen une théorie du capitalisme financier, puis le chapitre IV discute cette dernière pour montrer qu'il s'agit d'une théorie de l'instabilité financière. Le chapitre V propose une représentation du modèle macroéconomique de Hawtrey, à partir de laquelle le chapitre VI dégage les conditions dans lesquelles le crédit est instable dans sa théorie. Le chapitre VII fait le lien entre les théories de ces auteurs et les faits économiques dont la connaissance a nourri leur réflexion : les théories de l'instabilité financière sont à la fois une explication, une représentation et un projet de régulation du capitalisme financier.

Mots-clés : Marx, Veblen, Hawtrey, instabilité financière, théorie du cycle.

ABSTRACT

Pre-keynesian theories of financial instability : Marx, Veblen, Hawtrey

The thesis demonstrates that three pre-keynesians theories of financial instability can be found in Marx, Veblen and Hawtrey. For each of these three authors, the argument is that the theoretical frame displayed allows him question the role of finance in the economic dynamic. Then, analysis of their main writings shows that theories of financial instability can be infered from them. In chapter I, the marxian theory of financial mechanisms is reconstituted paving the way to the demonstration of the central role played by finance in the explanation of the business cycle in Marx's theory in Chapter 2. In Chapter III, we show what elements in Veblen's theory constitutes a theory of finance capitalism. Then, the discussion in Chapter IV shows how it is a theory of financial instability. In Chapter V is displayed a representation of Hawtrey's macro-model. Chapter VI highlights the conditions under which credit is unstable in his theory. Chapter VII shows the links between the three authors' theories and the economic facts that nurtured their thinking. It shows that their theories of financial instability are an explanation, a representation and a project of regulation of financial capitalism.

Keywords: Marx, Veblen, Hawtrey, financial instability, business cycle.

Remerciements

Les derniers jours passés à la rédaction de cette thèse n'ont pas été seulement l'achèvement d'un travail de recherche qui m'a passionné pendant plusieurs années. Ils m'ont encore permis de mesurer à quel point ce travail a aussi été une aventure collective dans laquelle j'ai entraîné – parfois malgré eux – plusieurs personnes que je voudrais remercier.

Christian Tutin, mon directeur de thèse, est sans aucun doute la première d'entre elles. Cette thèse doit beaucoup à nos discussions régulières, à ses infatigables remarques et suggestions, à sa conviction que l'étude des auteurs anciens est indispensable pour comprendre la théorie et l'histoire économiques contemporaines. Je voudrais surtout le remercier pour sa présence et ses encouragements continus malgré mon calendrier parfois un peu capricieux.

J'ai eu la chance, dans la préparation de cette thèse, de bénéficier du soutien de plusieurs institutions. L'Université de Paris Ouest Nanterre La Défense, l'Université de Paris 1 Panthéon-Sorbonne et l'Institut d'Etudes Politiques de Lille ont fourni les financements indispensables à un tel projet. Le laboratoire PHARE, et en particulier les membres du sémaine H2M, ainsi que, d'une certaine manière, les Cahiers d'Economie Politique, ont été les stimulants intellectuels qui m'ont permis de franchir une à une les étapes de la recherche en histoire de la pensée. Les Comptoirs amicaux et la Direction Générale du Trésor ont aussi contribué, à leur façon, à la réalisation de cette thèse.

Amis, famille, je ne pourrai jamais rembourser la dette que j'ai contractée envers vous ! Comme la *Dame dans l'auto* qui répétait « je n'ai jamais vu la mer », j'ai opposé mille fois ma thèse en construction à vos mille projets. Que vous soyez ici remerciés pour votre soutien et votre patience. Clément, dans cette joyeuse bande, a accepté de quitter l'empirisme pour l'histoire de l'analyse suffisamment souvent pour que je le remercie tout spécialement.

Ma mère, mon père, mes frères, mes grands-parents ont été mes meilleurs supporters. Rien n'aurait été possible sans leur soutien. Merci !

Audrey, Salomé, votre présence, vos encouragements, votre compréhension ont été les fortifiants indispensables de ces dernières années. Recevez tout mon amour.

Table des matières

Introduction générale ***15***

a) Le problème analytique 18
b) Le problème historique 25
c) Marx, Veblen et Hawtrey 29
d) Plan de la thèse 31

<u>Chapitre I</u> - Finance et capital chez Karl Marx ***33***

Introduction **35**

1. A la recherche du capital financier chez Marx **38**
1.1. La notion de capital financier chez Marx 38
1.2. L'enjeu d'une distinction des concepts 40
1.3. Le crédit commercial 42

2. Le capital porteur d'intérêt **43**
2.1. Le capital porteur d'intérêt en dehors du procès de reproduction 44
a) Genèse du capital porteur d'intérêt 45
b) Valorisation du capital en dehors du procès de reproduction 46
c) Le profit et l'intérêt 47
2.2. L'intérêt et la division des capitalistes 49
a) Entrepreneurs et financiers 49
b) Nature du profit d'entreprise 51
2.3. La forme du capital financier : le capital fictif 52
a) Agrégation et consolidation des capitaux 53
b) Les différentes manifestations du capital fictif 54

3. La fonction financière du capital marchand **56**
3.1. La division du capital en capital industriel et capital marchand 57
3.2. Le commerce des marchandises et le commerce de l'argent 58
a) La spécialisation du capital marchand 58
b) Fonctions du capital du commerce de l'argent 59
c) Les banques et le commerce de l'argent 60
3.3. Une représentation en termes comptables 62

4. La finance, le commerce et les banques **65**
4.1. La confusion 65
a) La reconstruction permet d'opérer une clarification 65
b) Le problème de la traduction 66
4.2. Le capital bancaire 69
a) Le rôle des banques dans le développement du capital porteur d'intérêt 69
b) Les banques comme synthèse des deux formes du capital financier 70
c) Articulation historique entre le capital porteur d'intérêt et le capital marchand 72

Conclusion **74**

<u>Chapitre II</u> - Finance et cycle économique chez Karl Marx ***77***

Introduction **79**

1. Les fonctions du capital financier **82**

1.1. Les deux sphères du capital : le fictif et le réel 83
a) Le taux d'intérêt comme prix irrationnel du capital 83
b) Le capital par excellence 85
1.2. La fonction « universalisante » du capital financier 86
a) Le capital social indifférencié 86
b) La concurrence des capitaux sur les marchés financiers 87
1.3. La dynamique du capital financier 88
a) Accumulation réelle et accumulation financière 88
b) L'influence de la sphère financière sur l'échelle de la reproduction 89
c) La crise comme conséquence de la crise de reproduction 91
d) La crise financière autonome 92

2. Le marché du capital-argent et la détermination du taux d'intérêt 94
2.1. Le cycle économique selon Marx 94
a) La liquidation et la reprise 95
b) La prospérité et la crise 96
2.2. Demande de monnaie et demande de capital 97
a) La distinction entre monnaie et capital 98
b) La demande de capital 100
c) La demande de monnaie 101
2.3. Le marché du capital-argent 103
a) La détermination du taux d'intérêt 103
b) Le rôle des banques 105

3. Un modèle Marx-Goodwin du cycle du marché du capital-argent 106
3.1. Le modèle « Marx – Goodwin » 106
3.2. Le modèle proposé 108
3.3. Résultats et interprétation 112

Conclusion 114

<u>Chapitre III</u> - Thorstein Veblen : une théorie du capitalisme financier ? 117

Introduction 119

1. La finance dans une économie capitaliste 122
1.1. Le capital est un stock d'actifs financiers 122
a) Rupture institutionnelle, rupture théorique 123
b) Le débat avec Fisher sur la nature du capital 124
1.2. Les marchés financiers chez Veblen 125
a) Une définition extensive de la finance 125
b) Une théorie moderne de la finance 126
1.3. L'opposition irréductible entre *business* et industrie 127
a) La prédominance des hommes d'affaires : l'exemple de la dépression 128
b) Le parasitisme de l'industrie par la finance 129
c) La séparation de la direction et de la propriété des entreprises 130

2. La théorie financière des fluctuations économiques 131
2.1. Les hypothèses de Veblen 132
a) Hypothèse M d'illusion monétaire 133
b) Hypothèse P d'actualisation des revenus futurs 134
c) Hypothèse D d'endettement stratégique 135
d) Hypothèse I de passivité du taux d'intérêt 137

2.2. Le processus cumulatif 138
a) L'extension du crédit en raison de la hausse des prix 138
b) L'effet cumulatif de l'extension du crédit 139
2.3. Le retournement du cycle et la crise 141
a) La déflation par la dette 141
b) Les causes du retournement du cycle 144

Conclusion 147

Chapitre IV - L'instabilité financière chez Veblen 149

Introduction 151

1. L'instabilité financière chez Veblen 153
1.1. La question de la légitimité d'un projet de modélisation 153
1.2. Un *survey* critique des modèles proposés 155
1.3. Discussion des hypothèses de Veblen 157
a) Le taux d'intérêt réel ne joue aucun rôle (discussion des hypothèses M et I) 158
b) Les asymétries d'informations (discussion des hypothèses P et D) 161

2. Propositions pour une théorie veblenienne du cycle financier 162
2.1. Un modèle construit autour de l'instabilité financière 163
2.2. Le processus de retournement : un modèle à agents hétérogènes 165
a) Comportements et anticipations différentes des insiders et des outsiders 165
b) Hétérogénéité des hommes d'affaires et retournement du cycle 167
2.3. Une ébauche de modélisation 168
a) Les entreprises 169
b) Les hommes d'affaires 170
c) Le processus cumulatif 172
d) Le cycle économique 173

Conclusion 175

Chapitre V - La macroéconomie monétaire de Sir Ralph Hawtrey 177

Introduction 179

1. Théorie de la monnaie 184
1.1. Hawtrey sur la distinction entre monnaie et crédit 185
a) Genèse logique de la monnaie et fonctions du banquier 185
b) Hawtrey et Marx sur les banques et la monnaie 188
1.2. La version hawtreyenne de la théorie quantitative de la monnaie 190
a) Un modèle simplifié à l'état stationnaire 191
b) Interprétation de l'équation de détermination du niveau général des prix 194

2. Mécanismes d'ajustements dans le modèle macroéconomique 196
2.1. Ajustements et théorie quantitative de la monnaie 197
a) La théorie quantitative n'implique pas de proportionnalité 197
b) La formule quantitative n'implique pas de causalité 200
c) Hawtrey entre approche par les flux et approche par les stocks 205
2.2. Le processus d'expansion par les stocks 207
a) La place centrale des négociants 207
b) Le caractère cumulatif du processus 211

3. Marché des biens et marché financier 213

3.1. La distinction entre consommation et investissement chez Hawtrey 214
3.2. L'analyse du marché financier 216
a) Le marché des titres 217
b) L'ajustement épargne – investissement 218
c) La structure de la production 220
3.3. Le débat Keynes – Hawtrey autour du *Traité de la monnaie* 221
a) La méthode I-S et la méthode des revenus et dépenses des consommateurs 221
b) Canal de transmission et efficacité de la politique monétaire 222

Conclusion 224

Chapitre VI - L'instabilité économique chez Hawtrey 227

Introduction 229

1. Théorie des fluctuations économiques 230
1.1. Le processus d'expansion est-il cumulatif en l'absence de réaction des banques ? 231
a) Le cas général 232
b) Processus cumulatif en l'absence de moyen légal de paiement. 233
c) Processus cumulatif pour une demande réelle de monnaie constante 234
d) Le processus cumulatif d'expansion par les stocks 236
1.2. Le processus de retournement du cycle économique 237
a) La contrainte de liquidité bancaire 238
b) Complications internationales 240
c) Efficacité de la politique monétaire 241
1.3. Les conséquences réelles du cycle économique 243
a) Conséquences réelles du cycle en sous-emploi des capacités de production 243
b) Conséquences réelles du cycle au plein-emploi des capacités de production 246
c) Le personnage central : le négociant plutôt que le banquier 248

2. Instabilité du crédit 249
2.1. L'instabilité généralisée du modèle macroéconomique de Hawtrey 249
a) Ajustements et stabilité économique 250
b) L'équilibre général 252
c) Nature du taux d'intérêt d'équilibre 254
2.2. Rationalité 256
a) Les réactions des banques rationnelles sont inefficaces 256
b) Les banques sont rationnelles mais mal informées 258
c) La rationalité des banques est limitée 259
2.3. L'instabilité du crédit en l'absence d'étalon-or 259
a) L'instabilité du crédit en l'absence de monnaie légale 260
b) La stabilisation cyclique du crédit par l'étalon-or 260
c) Papier-monnaie inconvertible et banque centrale 262

3. Instabilité financière 264
3.1. La neutralité de la finance chez Hawtrey 264
a) La déformation des bilans 265
b) La dynamique hawtreyenne avec marchés financiers 267
c) La spéculation financière 268
3.2. Choisir Hawtrey : une justification a posteriori 270
a) Cristallisation et bricolage 270
b) Une théorie pré-keynésienne de l'instabilité financière 273

Conclusion **275**

<u>Chapitre VII</u> - Histoire, théorie et régulation du capitalisme financier chez Marx, Veblen et Hawtrey ***277***

Introduction **279**

1. L'explication des crises périodiques **281**

1.1. Marx et la crise de 1857 282

1.2. L'expansion américaine avant 1907 284

a) Hawtrey et le système monétaire américain en 1907 285

b) L'expansion du crédit 288

1.3. La « panique Roosevelt » de 1907 291

a) Le retournement du cycle économique 291

b) La crise monétaire et la crise financière 295

c) La crise économique 297

2. Théorie et régulation du capitalisme financier **298**

2.1. Des théories du capitalisme financier 298

a) Les bilans et l'interdépendance financière 299

b) Les entrepreneurs et leurs profits 301

c) Trois représentations de l'instabilité financière 303

2.2. Politique économique et régulation du capitalisme financier 304

a) Hawtrey et la création du FED 305

b) Après la panique : la finance new-yorkaise en accusation 309

c) Le capitalisme financier, stade suprême du capitalisme ? 312

Conclusion **313**

Conclusion générale ***315***

Bibliographie thématique ***329***

1. Karl Marx **331**

2. Thorstein Veblen **334**

3. Ralph Hawtrey **338**

4. Auteurs de comparaison **340**

5. Histoire économique **344**

Bibliographie générale ***347***

Annexe A - Le théorème de Modigliani & Miller et la neutralité de la finance ***367***

Annexe B - « A Growth Cycle » : un exposé ***383***

Annexe C - Etude des équations différentielles du chapitre II ***395***

Annexe D - Précisions sur Hawtrey ***399***

Théories pré-keynésiennes de l'instabilité financière : Marx, Veblen, Hawtrey

Introduction générale

Dès le début des années 1860, les économistes prennent conscience de la régularité des cycles économiques décennaux, notamment sous l'influence de Clément Juglar [1] (1862). Comme le relève Schumpeter (1927), la question du *business cycle* se présente aux classiques comme celle d'une récurrence des crises qui ne serait pas explicable par de simples « accidents » économiques. La tentative de comprendre cette réalité nouvelle amène le développement rapide de nombreuses théories du cycle dont l'objectif est d'expliquer ces fluctuations périodiques. Beaucoup d'auteurs tiennent ainsi compte du rôle du crédit dans leurs analyses bien que pour la plupart d'entre eux il ne soit pas la cause première du cycle lui-même. Si Adam Smith, John Stuart Mill ou Alfred Marshall vont plus loin dans la prise en compte de la question du financement des entreprises pour l'explication du cycle économique, peu d'auteurs établissent un lien entre le formidable développement des marchés financiers dans le dernier tiers du 19ème siècle et le cycle économique. Il est pourtant tentant de voir dans le dérèglement des mécanismes de *financement* – marchés de capitaux et crédit – une source d'instabilité.

Il est vrai que la disparition des cycles décennaux avec la fin du système monétaire international d'étalon-or après la Première Guerre mondiale, puis l'éclipse des marchés financiers entre les années 1930 et 1970 et, enfin, le contrôle strict du crédit après la Seconde Guerre mondiale ont fait oublier la question du lien entre cycles économiques et développement de la finance. Aujourd'hui pourtant, le retour des crises économiques, qui a accompagné une formidable expansion de la finance, a remis le sujet au cœur de la réflexion économique.

Le projet d'expliquer les fluctuations économiques par l'instabilité financière entre ainsi en résonnance avec l'actualité économique. On entendra par instabilité financière le fait que les mécanismes de financement de l'activité économique écartent l'économie de son « équilibre », qui n'est retrouvé que par la crise que ces

[1] Sur Clément Juglar, voir Dal-Pont et Hagemann (2007).

mécanismes de financement ont eux mêmes suscité. Un tel projet pose, nous le verrons, la question de la neutralité de la finance.

Cette thèse a ainsi une double problématique – historique et analytique.

a) Le problème analytique

Il est courant chez les économistes de comparer une économie avec monnaie à une économie naturelle, sans monnaie, qui préexisterait – historiquement ou, au moins, analytiquement – à l'apparition de la monnaie. Si l'intégration de cette dernière à l'économie « naturelle » n'en modifie pas les caractéristiques, alors la monnaie est dite neutre. Si au contraire les caractéristiques de cette économie naturelle sont modifiées, la monnaie n'est pas neutre. L'économie sans monnaie est une économie réelle, où n'existent que des quantités – produites, consommées – et des prix relatifs. La monnaie fait apparaître des grandeurs nominales là où n'existaient que des grandeurs réelles. Mais si ces dernières restent inchangées, alors la monnaie est neutre. Autrement dit, une monnaie neutre introduit des grandeurs nouvelles, mais celles qui existent à la fois avant et après l'introduction de la monnaie sont inchangées[2].

Pouvons-nous suivre le même raisonnement en ce qui concerne la finance ? Il est possible d'imaginer encore une économie naturelle dans laquelle le capital s'accumule là où il porte ses fruits : le profit d'une entreprise est réinvesti dans la même entreprise. Il n'y a pas de finance dans cette économie d'autofinancement : l'acte d'épargne se confond avec l'acte d'investissement. Au contraire, lorsque celui qui épargne n'est pas celui qui investit, lorsque l'épargne et l'investissement deviennent deux actes différents et séparés, il existe alors un mécanisme de placement de l'épargne accumulée et de financement des entreprises. Nous l'appelons *finance*. Ces mécanismes peuvent être directs - par les relations interpersonnelles ou à travers un marché financier - ou intermédié par les banques. Il peut s'agir de fonds propres ou de crédit. Il s'agit toujours de processus qui s'intercalent entre l'épargne et l'investissement. A ces processus nous pouvons ajouter les institutions qui les rendent possibles – la bourse et la banque.

[2] On note cependant que l'existence de la monnaie peut, en facilitant les échanges, inciter à la production de certains biens, etc. mais on peut obtenir le même résultat avec une agence centrale de compensation.

On peut sans trop de difficulté faire l'hypothèse que la finance suppose la monnaie. La question de la neutralité de la finance se pose donc ainsi : qu'y a-t-il de changé lorsqu'on intègre la finance à une économie monétaire d'autofinancement ? C'est dans cette perspective que l'on peut considérer la théorie de Keynes, telle qu'il l'expose aussi bien dans le *Traité de la monnaie* (1930) que dans la *Théorie Générale* (1936). Ainsi Tutin (2003a) souligne-t-il que chez Keynes ce sont les marchés financiers, en tant que marchés de stocks, qui imposent une contrainte globale au flux d'investissement courant et qu'ainsi, « au-delà de la neutralité monétaire, il s'agit pour lui de s'attaquer à la neutralité de la finance ». L'accent mis sur le rôle de la sphère financière est le principal élément que Minsky retient de la macroéconomie keynésienne et qui lui permet de montrer que ce sont les mécanismes de financement des entreprises qui sont à l'origine de l'instabilité économique.

L'idée que la finance joue un rôle spécifique dans le cycle économique est cependant bien antérieure à Keynes. La plupart des auteurs classiques étaient ainsi tout à fait conscients des modifications que les variables financières peuvent entraîner dans le fonctionnement de l'économie dans son ensemble. L'intégration de la finance, en tant que mécanisme qui s'intercale entre le processus d'épargne et le processus d'investissement, est susceptible d'entraîner des phénomènes spécifiques dans une économie monétaire. Ce n'est pas tant le marché des fonds prêtables – ou le marché de l'épargne – en tant que tel qui est visé, puisque sur ce marché l'équilibre entre l'épargne et l'investissement réel est assuré par les variations du taux d'intérêt. C'est plutôt le *crédit*, que les auteurs classiques voyaient comme un mode de financement susceptible de perturber le fonctionnement d'une économie monétaire.

L'analyse du crédit était alors liée à celle de la monnaie puisque, d'une manière ou d'une autre, le développement du premier doit entraîner l'accroissement soit de la quantité de monnaie, soit de sa vitesse de sa circulation. La problématique du crédit se présentait ainsi à eux comme celle du financement de l'activité économique en ce qu'il conduit à une création de monnaie. Dès lors, la plupart des auteurs pré-keynésiens n'ont pas posé la question de la neutralité de la finance séparément de celle de la neutralité de la monnaie[3]. La question est de savoir si la quantité de

[3] Pour un aperçu de la problématique de la neutralité de la monnaie dans l'histoire des theories monétaires, voir Tutin (2009).

monnaie circulante peut augmenter et, dans ce cas, quelle est son influence sur le niveau générale des prix.

Pour John Stuart Mill[4] (1873, p. 47-50), le problème se présente comme celui du *cycle du crédit*. Un mouvement spéculatif quelconque augmente la demande de crédit, ce qui accroît la quantité de monnaie et, conformément à la théorie quantitative de la monnaie, conduit à une augmentation des prix qui renforce le mouvement spéculatif. Ici, le rôle de la finance se résout dans celui de la monnaie. La cause du développement du crédit c'est la spéculation, qui conduit à l'*overtrading*, et sa conséquence est l'inflation. Laidler (1991, p. 90) note ainsi que par delà la grande variété des contributions aux explications monétaires du cycle, toutes mettent l'accent sur la spéculation qui s'exerce pendant la phase d'expansion.

Le retournement du cycle est déterminé par la structure du bilan des banques, c'est-à-dire par leur capacité à honorer la convertibilité de leurs billets et dépôts en or en cas de montée soudaine des demandes de conversion. Le développement du crédit entraîne ainsi, immédiatement ou de manière différée, une fragilisation croissante des banques, qui voient se dégrader leur liquidité à mesure que diminue le taux de couverture de leurs engagements à vue par leurs réserves. Cette moindre liquidité des banques doit dégénérer en *run* dès lors qu'un évènement quelconque donne de manière exogène le signal du retournement. Ce choc négatif de confiance entraîne la décroissance du crédit commercial et du crédit bancaire. Les entreprises sont alors confrontées à une plus grande difficulté à emprunter et par conséquent à un besoin croissant de liquidités. Ce besoin croissant de liquidités renforce à son tour la contraction du crédit puisque les entreprises ne peuvent les trouver qu'en refusant du crédit commercial et en récupérant des liquidités auprès des banques.

Entreprises et banques se trouvent toutes, ainsi, confrontées à une diminution de leur liquidité alors que leurs engagements restent les mêmes. La prospérité vient se briser sur la crise financière lorsque l'ensemble des agents économiques entreprend de vendre ses actifs pour rétablir sa liquidité. Si les banques de premier rang ne réagissent pas en agissant comme prêteur en dernier ressort, la dépression dure tant que les bilans ne sont pas purgés ; ils ne peuvent l'être que par la faillite.

[4] Nous nous référons à J. S. Mill en nous basant sur Laidler (1988, p. 86) qui affirme que « Mill's account of the credit cycle, which when the first edition of the *Principles* appeared in 1848 represented a moderate Banking School (and hence minority) view of the phenomenon, had by the 1870s become quite representative of mainstream Classical opinion ».

Les auteurs classiques s'intéressent ainsi au *credit cycle* plus qu'au *business cycle* et se concentrent sur la question de la fluctuation du volume de crédit, de la quantité de monnaie et des prix (Laidler, 1991, p. 41) Bien que certains auteurs envisagent que le cycle du crédit puisse avoir des conséquences sur l'économie réelle, c'est là un sujet secondaire pour eux[5]. Même pour ceux qui refusent d'expliquer la crise par l'émission excessive de billets et qui lui trouvent des origines exogènes réelles, le cycle du crédit a toujours une composante monétaire. Si la monnaie n'est pas la cause des fluctuations, elle a au moins pour rôle de les amplifier et de les propager.

Le sujet principal n'est pas tant le cycle – et encore moins les variations de la production et de l'emploi[6] – que la crise financière, c'est-à-dire le moment du retournement, qui est le principal sujet de préoccupation au 19ème siècle (Laidler, 1988, p. 83). Elle est le plus souvent perçue comme étant générée par l'émission excessive de billets pendant la période de croissance du crédit sur la base de la spéculation. Elle se déclenche par le drainage des espèces, aussi bien à l'intérieur qu'à extérieur du pays. Le débat entre les tenants du *Currency Principle* et la *Banking School* porte ainsi, assez largement, sur la cause de cette séquence d'évènements qui mènent à la crise.

De même, les questions du rôle de la finance et des crises financières ne sont pas étrangères aux théoriciens néoclassiques. Marshall développe ainsi une théorie complète du cycle fondée sur les variations du crédit. Le cycle a pour point de départ une cause réelle exogène et implique le développement de la spéculation et la hausse des prix. Marshall, comme les classiques, voit dans la spéculation l'élément moteur (Eshag, 1963, p. 61). Wicksell (1898) et Fisher[7] (1911) élaborent des théories du cycle[8] sur les mêmes bases mais dont ils renforcent la solidité. Plutôt que la spéculation en elle-même, c'est la différence entre un taux d'intérêt de marché et un taux d'intérêt naturel qui est la cause de l'expansion du crédit ou, au contraire, de sa contraction. Ici encore, la question de la neutralité de la monnaie n'est pas séparée de celle de la neutralité de la finance. Ce sont des causes extérieures aux mécanismes de

[5] Les fluctuations de l'output, bien que discutées, n'était pas systématiquement intégrée jusqu'à ce ce que Marshall le fasse en 1887 (Laidler, 1988, p. 84).
[6] On trouve cependant l'idée que les fluctuations sont aussi réelles chez Jevons, Mill puis surtout Marx.
[7] S'il est admis que Fisher constitue une référence pour le rôle de la finance dans le cycle économique, cela tient davantage à ses écrits des années 1930 (Fisher, 1932 et 1933), qui se situent en dehors de notre période.
[8] Voir Rebeyrol (1988).

financement de l'activité économique (variation de la productivité du capital, illusion monétaire, etc.) qui provoquent les mouvements cumulatifs et le retournement du cycle doit être recherché dans une cause exogène à la structure financière des entreprises.

Même si l'on trouve des analyses proches de l'idée d'épargne forcée chez certains économistes classiques, il reviendra aux économistes du 20ème siècle, en particulier Mises, Hayek et Robertson, de montrer le rôle central joué par cette dernière durant la période ascendante du cycle économique (Laidler, 1991, p. 19 et 1988, p. 91-2). Néanmoins, ces théories n'impliquent pas, elles non plus, de questionnement spécifique sur la neutralité de la finance. De même, le retournement du cycle a bien une cause réelle dans les théories qui mettent l'accent sur la déformation de la structure de la production comme facteur de déstabilisation (Schumpeter, 1954, p. 485). Enfin, un grand nombre de théories sur la période 1870-1914 ont peu à voir avec la macroéconomie monétaire, comme les analyses de la sous-consommation (Laidler, 1991, p. 89).

De manière générale, l'instabilité financière n'est pas la cause du cycle économique, mais sa conséquence qu'il convient d'écarter par des politiques économiques adéquates. Il reste néanmoins vrai que la question de la finance n'est pas étrangère aux orthodoxies classique et néo-classique[9]. Mais le cycle du crédit vient s'ajouter à une économie « normale » et il trouve sa source dans la non neutralité de la monnaie ou dans des facteurs exogènes.

Les rôles de la monnaie et de la finance se confondent largement dans la plupart des théories évoquées, cette dernière ayant souvent été prise en compte à travers son influence sur la monnaie. Ce n'est donc pas tant la bourse qui a intéressé ces auteurs, celle-ci n'étant que le transfert d'une monnaie préexistante d'un agent à un autre, mais le crédit bancaire en ce qu'il est doué de la capacité d'agir sur la quantité de monnaie. Ici, la finance n'est pas neutre mais ce n'est qu'une question de définition : elle n'est pas neutre si on présuppose la monnaie, en ce sens que le crédit modifie les prix monétaires. La finance suit le sort de la monnaie : les deux sont conjointement neutres ou non-neutres.

Dans cette optique « orthodoxe », Modigliani et Miller (1958) tiennent explicitement compte de la structure financière des entreprises. Mais c'est pour

[9] Voir Boyer (2003, chap. 3) pour l'histoire du développement de l'orthodoxie ricardienne.

arriver à la conclusion qu'elle ne compte pas : la valeur d'une entreprise est indépendante de la structure de son financement [10] dès lors qu'il n'y a pas d'imperfections de marché et que la fiscalité ne crée pas de distorsion. Lorsque la finance est considérée en tant que telle, c'est donc pour lui dénier tout rôle explicatif des grandeurs économiques. Ici, assurément, la finance est neutre.

*

Les choses se présentent de manière différente chez trois auteurs au moins, dont les théories constitueront les trois « terrains » de cette thèse. Karl Marx (1818-1883), Thorstein Veblen (1857-1929) et Ralph Hawtrey (1879-1975) vont ainsi plus loin dans la prise en compte de la finance pour l'explication des cycles économiques. Tout d'abord, parce qu'ils avancent que l'expansion du crédit n'est pas due à un phénomène spéculatif. Elle trouve au contraire sa source dans les comportements économiques réels des agents, c'est-à-dire leurs décisions d'investissement, leurs stratégies industrielles ou encore leurs décisions quant aux niveaux (réels) de leurs stocks. Dès lors, la finance et le crédit ne se contentent pas d'amplifier des mouvements de prix préexistants : c'est l'existence même de mécanismes de financement de l'activité qui génère des fluctuations économiques. De plus, bien que tous trois admettent assez largement que la variation des prix est un phénomène central du cycle, ce dernier ne peut pas se réduire à cette variation. D'autres variables occupent une place au moins aussi importantes : niveau des stocks, levier financier, taille des entreprises, niveau de la production et de l'emploi. Pour ces trois auteurs, le capital réel employé par chaque entreprise varie au cours du cycle et cette variation caractérise le cycle autant que celle des prix.

Ensuite, Marx, Veblen et Hawtrey cherchent tous trois à mettre en évidence un processus de retournement endogène du cycle économique. Ce sont les mécanismes de financement qui ont conduit l'économie hors de son équilibre, ce sont aussi eux qui doivent l'y ramener en provoquant le retournement du cycle. A cet égard, la structure financière des entreprises joue un rôle majeur. Pour les trois auteurs, la modification de cette structure financière est à la fois le résultat de l'instabilité financière et sa cause.

Enfin, tous trois déploient des efforts spécifiques pour dégager le rôle spécifique de la finance en tant qu'il diffère de celui joué par la monnaie. Marx,

[10] Voir l'annexe A pour une présentation.

Veblen et Hawtrey se distinguent ainsi de leurs contemporains parce qu'ils posent la question de la finance séparément de celle de la monnaie. Nous n'affirmons pas, à ce stade, que ces trois auteurs réalisent leur objectif, seulement qu'ils posent la question *différemment*. Or, pour poser spécifiquement la question de la neutralité de la finance, en ce qu'elle a de distincte de celle de la neutralité de la monnaie, il fallait d'abord parvenir à distinguer monnaie et finance, c'est-à-dire non seulement dégager ce qui est spécifique dans la finance et n'est pas contenu dans la monnaie, mais encore unifier cette sphère de la finance, avec le crédit et les marchés financiers. L'enjeu est de rendre compte du phénomène financier en ce qu'il est différent du phénomène monétaire.

La monnaie dissocie les motifs d'achat et de vente, mais ici il n'est question que d'*échange*. Dans la finance, au contraire, il ne s'agit pas d'échanges mais de *transferts*[11]. Ce n'est pas une valeur contre une valeur, mais une valeur contre une promesse. Si l'on écarte le don, ce transfert prend la forme du *prêt*. Bien qu'il puisse s'agir de prêts en nature de biens et de services, remboursés sous la même forme, dans une économie monétaire le remboursement prend généralement la forme de monnaie. Marx, Veblen et Hawtrey ne posent pas explicitement la question de la neutralité de la finance, mais ils s'attachent tous trois explicitement et de manière détaillée à définir la finance séparément de la monnaie, d'une part, et du capital, d'autre part. Tous trois remarquent que l'attention de l'économiste doit passer de l'*actif* au *passif* des agents économiques, car dès lors que le prêt existe et se pratique le passif des agents n'est plus constitué de leurs seuls fonds propres mais aussi de dettes. Ce sont ces considérations qui amènent Marx à définir le *capital fictif*, qui conduisent Veblen à soutenir qu'une nouvelle conception du capital est nécessaire et qui incitent Hawtrey à se focaliser sur les dettes plutôt que sur la monnaie en tant qu'elle est un moyen de circulation.

Nous pouvons appeler *finance* l'ensemble de ces transferts. Il apparaît ainsi clairement que Marx et Hawtrey ont raison de distinguer les différentes fonctions du banquier comme commerçant de monnaie et comme prêteur, bien que dans le crédit

[11] Ce qui suggère d'ailleurs de faire le lien entre les mécanismes de financement et les transferts de capitaux dans la théorie classique de la gravitation. Nous verrons d'ailleurs dans le chapitre II que cette idée n'est pas étrangère à Marx. Sur ce sujet, voir Rosier (1985, p. 107 et p. 123).

bancaire il s'agisse à la fois d'un transfert et de la création de monnaie[12]. Le résultat de ces transferts – de la *finance* – est, d'une part, la séparation entre l'accumulation de l'épargne et le financement de l'activité économique et, d'autre part, l'interdépendance des bilans des agents économiques. Nous en arrivons ainsi à l'idée que les perturbations économiques sont dues à la manière dont les entreprises se financent.

Le rôle que joue la finance dans les théories de Marx, Veblen et Hawtrey a été analysé, selon plusieurs points de vue, par la littérature secondaire. Les références nécessaires seront données pour chaque auteur dans les chapitres qui lui sont consacrés.

b) Le problème historique

Les théories de l'instabilité financière posent non seulement des questions analytiques, que nous venons de préciser, mais encore des questions historiques. Il s'agit d'histoire des faits tout d'abord, puisque nous pouvons avancer que les théories du cycle basées sur le rôle de la finance ont émergé précisément au moment où cycles, marchés financiers et théories du cycle se développaient conjointement.

Il s'agit d'histoire de la pensée ensuite. Au cours de la période contemporaine, des auteurs comme Minsky ont mis l'accent sur le rôle de la déformation de la structure financière des entreprises pour expliquer les crises économiques[13]. Minsky (1978, p. 30) veut ainsi proposer « an investment theory of the business cycle and a financial theory of investment ». Cette « théorie financière de l'investissement » s'inspirait elle-même du chapitre 12 de la *Théorie Générale* (Keynes, 1936) qui pouvait être interprété comme montrant l'existence de contraintes à l'investissement déterminées sur les marchés financiers (Tutin, 2003a). La fonction d'investissement, dépendante de ces marchés, est alors instable et la volatilité de l'investissement peut expliquer les fluctuations économiques :

> La scission entre la propriété et la gestion du capital qui prévaut actuellement et l'extension prise par les marchés financiers organisés ont fait intervenir un nouveau facteur d'une grande importance, qui facilite parfois l'investissement, mais qui parfois

[12] Nous soutiendrons d'ailleurs régulièrement que ce double aspect de l'activité du banquier est la source de certaine confusion et constitue un obstacle essentiel et la formulation de théories de l'instabilité financière.

[13] Voir Lavoie (1986) pour une formalisation simplifiée de l'hypothèse de fragilité financière minskyenne.

> aussi contribue à aggraver l'instabilité du système. En l'absence de bourse des valeurs, il n'y a pas de motif pour qu'on essaye de réévaluer fréquemment les investissements où l'on s'est engagé. Mais le Stock Exchange réévalue tous les jours un grand nombre d'investissements, et ses réévaluations fournissent à chaque individu (mais non à la communauté dans son ensemble) une occasion fréquente de réviser ses engagements (Keynes, 1936, p. 165).

La *Théorie Générale* est ainsi une théorie des fluctuations de la production et de l'emploi trouvant leur origine sur les marchés financiers. Le problème vient ici de la précarité de l'évaluation faite sur ces marchés ; c'est bien l'existence d'un mécanisme de financement de l'investissement qui provoque l'instabilité économique. De même, plusieurs théories néo-keynésiennes expliquent les fluctuations économiques non pas directement par le rôle joué par les marchés financiers mais par l'existence d'imperfections sur ces marchés.

Tutin (2003a) considère ainsi que le *Traité de la monnaie* (Keynes, 1930) et la *Théorie Générale* (Keynes, 1936) peuvent être considérées comme deux versions successives d'une même théorie du blocage financier de l'accumulation du capital. L'accent mis sur la sphère financière serait aujourd'hui ce qui reste de cette théorie. Par suite, il semble possible de considérer que les théories de l'instabilité financière trouvent leur origine dans ces deux ouvrages de Keynes. L'objectif de cette thèse est, dès lors, de montrer que les théories de l'instabilité financière sont antérieures à Keynes et que l'on peut trouver, avant lui, des théories de l'instabilité financière développées. Elle porte, par conséquent, sur la période pré-keynésienne, la référence à Keynes devant ici se comprendre en lien avec l'interprétation que nous venons de donner de sa théorie.

Quelques auteurs ont déjà essayé de trouver chez des auteurs antérieurs à Minsky ou Tobin les origines des théories de l'instabilité financière ou, plutôt, les origines des théories des fluctuations économiques dans lesquelles les variables financières jouent un rôle central. Ils ne sont cependant pas nombreux à l'avoir fait explicitement. Ainsi, Toporowski (2005) se propose-t-il de passer en revue les théories dans lesquelles la finance joue un rôle perturbateur de l'économie. Il distingue les théories de la « finance d'équilibre » dans lesquelles l'équilibre du marché financier est déterminé conjointement et en relation avec le marché des biens (théories de l'équilibre général, Tobin), les théories de la « finance réflexive » dans lesquelles les conditions financières sont déterminées par les conditions réelles

(Marx, Schumpeter[14]) et les théories de la « finance critique » qu'il définit de manière assez large comme les théories dans lesquelles la finance perturbe systématiquement le fonctionnement de l'économie capitaliste et aggrave les fluctuations de l'économie réelle. Ce sont ces dernières qu'il étudie, se concentrant, en dehors des théories keynésiennes ou inspirées par Keynes, sur Veblen, Luxemburg, Hawtrey et Fisher. Cependant, Marx est absent et ses études de Veblen et Hawtrey ne visent pas à montrer qu'elles peuvent constituer des théories de l'instabilité financière. Toporowski estime néanmoins que la théorie de Veblen est « the first break with classical political economy over finance » et qu'il anticipe à la fois Hawtrey et Keynes.

Dimand (2004) avait déjà montré dans un stimulant article que les théories de Minsky et Tobin sont, d'une certaine manière, les échos de celles de Veblen et Fisher. Si Dimand met à juste titre l'accent sur les liens entre Veblen et Fisher[15], l'objet de son analyse est plus étroit que le nôtre. Barjou (2000) avait essayé de montrer quel est le rôle des variables financières dans l'analyse pré-keynésienne des processus cumulatifs en se concentrant sur les théories de Wicksksell, Fisher et Hawtrey. Comme Dimand, elle privilégie la comparaison de ces auteurs avec les théories plus récentes des courants néo et post-keynésiens. Bolbol et Lovewell (2001) ont comparé Tobin, Veblen et Marx alors que Medlen (2003) s'est concentré sur les deux premiers. Plusieurs auteurs ont, par ailleurs, étudié des éléments particuliers des théories de Marx, Veblen ou Hawtrey, sans pour autant poursuivre le même objectif que celui de cette thèse. Nous y faisons référence dans les chapitres concernés. Nous pouvons cependant souligner ici l'ouvrage de Raines et Leathers (2000) qui proposent une histoire des théories « spéculatives » des marchés financiers, dans laquelle ils consacrent en particulier un chapitre à Veblen et un autre à Keynes.

Comme nous l'avons mis en évidence dans cette introduction, l'idée que les mécanismes de financement de l'économie – en particulier le crédit bancaire - jouent un rôle dans l'explication des crises ou des fluctuations économiques a été assez largement partagée dans la période pré-keynésienne. Il y a ainsi toutes les raisons de croire que Schumpeter vise aussi cette idée lorsqu'il écrit que :

[14] Sur Schumpeter, voir Dal-Pont et Hagemann (2007).
[15] Qu'il avait d'ailleurs déjà mis en évidence dans Dimand (1998).

> *Tous* les faits et les idées essentiels concernant l'analyse du cycle économique avaient fait surface en 1914 : les trente années suivantes ont apporté, certes, une marée de matériaux statistiques et historiques, et plusieurs nouvelles techniques statistiques et historiques ; par voie de clarification et d'élaboration, on peut dire qu'elles ont fait de cette matière une branche à part entière de la science économique. Mais elles n'ont ajouté aucun principe ou aucun fait qui n'ait été connu auparavant (Schumpeter, 1954, p. 482).

Cette thèse ne pourra passer en revue tous les auteurs de la période pré-keynésienne mais se concentrera sur trois d'entre eux qui, nous l'avons dit, vont plus loin que les autres dans leur prise en compte du rôle de la finance et dont les théories peuvent être qualifiées de théories de l'instabilité financière. Les théories de Marx et Veblen se présentent ainsi comme deux moments particuliers du développement des théories de l'instabilité financière et ces deux auteurs apparaissent à certains égards dans l'histoire de la pensée économique de leur période, comme des *francs-tireurs*.

Les liens entre Hawtrey et ses prédécesseurs et contemporains semblent en revanche plus forts et le choix d'étudier sa théorie dans cette thèse nécessite de plus amples justifications. Cette théorie nous apparaît en effet comme un point d'arrivée et un point de départ. Un point d'arrivée sur lequel débouche l'orthodoxie monétaire classique et néoclassique puisque ce n'est qu'avec lui que cette tradition prend pleinement en compte l'importance de la finance, non seulement comme un élément du « paysage », mais comme un facteur déterminant de la dynamique économique. Il est aussi un point de départ pour la macroéconomie keynésienne, car si Keynes voit clairement en Hawtrey sont grand père[16], beaucoup de commentateurs partagent son point de vue[17], même si le second rejette cette association. La théorie de Hawtrey peut ainsi être vue comme la cristallisation des idées de non neutralité de la finance qui étaient jusque là diffuses dans la pensée monétaire classique et néoclassique. Il serait ainsi celui qui tire le plus loin – c'est en tout cas la position que nous soutiendrons - les conséquences du crédit, jusqu'à en faire la cause même du cycle et admettre qu'il modifie les niveaux de la production et de l'emploi.

C'est pourquoi nous pensons qu'une étude des théories pré-keynésiennes de l'instabilité financière doit s'achever avec la publication de *Currency and Credit* par Hawtrey en 1919. La publication de cet ouvrage constituera donc notre borne

[16] Keynes (1937)
[17] Voir chapitres V et VI.

temporelle[18]. Ce n'est cependant qu'après avoir étudié sa théorie au regard de notre objectif que nous pourrons apporter une justification de cette lecture.

c) Marx, Veblen et Hawtrey

Ni Marx, ni Veblen, ni Hawtrey ne prétendent offrir une théorie de l'instabilité financière. Ils n'affirment pas non plus fonder leurs théories sur l'idée que la finance n'est pas neutre. Ainsi Marx écrit-il que :

> The superficiality of political economy shows itself in the fact that it looks upon the expansion and contraction of credit, which is a mere symptom of the periodic changes of the industrial cycle, as their causes (Marx, 1867, p. 633).

Pourtant, sa position n'est pas aussi claire dans le livre III du *Capital*, comme nous le montrerons[19]. Mais chacun de ces trois auteurs a développé un appareil analytique – plus ou moins explicite, plus ou moins systématique et plus ou moins achevé – pour tenir compte du rôle de la finance dans le cycle économique. Chacun s'inscrit ainsi dans un cadre conceptuel innovant qui lui permet de poser la question de la finance. Ces trois cadres conceptuels sont proches sous bien des aspects. En particulier, les trois auteurs passent par une représentation comptable claire – explicite ou implicite – des bilans des différents acteurs économiques. Les bilans jouent d'ailleurs toujours un rôle fondamental et les théories se focalisent sur leur composante passive plutôt que sur leur composante active. Marx, Veblen et Hawtrey cherchent tous trois à rendre cohérents leurs représentations des flux et des stocks monétaires. De manière générale, il s'agit de tenir compte des éléments modernes du capitalisme tels qu'ils les ont sous les yeux ou tels qu'ils sont en train d'émerger.

Marx introduit ainsi la finance dans sa théorie dans les quatrième et cinquième sections du livre III du *Capital* lorsqu'il cherche à montrer comment un capital particulier peut ne pas être avancé dans le procès de production et pourtant percevoir un profit. Pour expliquer ce paradoxe, il est amené à proposer une série de nouveaux concepts et à préciser comment ils s'articulent entre eux. Si la littérature secondaire a souvent relevé que le « capital fictif » que Marx introduit alors dans son analyse mène nécessairement à une théorie du capital financier, elle n'a pas dégagé de façon systématique la cohérence de cette théorie proposée par Marx. La mise en évidence

[18] Nous ne nous interdirons pas, cependant, d'utiliser les écrits postérieurs de Hawtrey lorsqu'ils permettent de comprendre, préciser ou éclairer les positions qu'il défend dans cet ouvrage.
[19] Voir chapitre II.

de cette cohérence est nécessaire pour rendre compte, à partir de ces concepts, des évolutions parallèles des sphères industrielle et financière de la valorisation du capital, de la détermination du taux d'intérêt et, finalement, de la théorie du cycle proposée ici par Marx. Nous nous efforcerons donc de reconstruire sa théorie des mécanismes financiers, puis de montrer en quoi il propose une théorie de l'instabilité financière.

Veblen définit explicitement son objet comme le *business capital* et la *corporate finance*, se plaçant ainsi d'emblée dans le cadre d'une théorie du capitalisme financier. Cela l'amène à proposer une analyse des marchés financiers et des liens qui existent entre le monde de l'industrie et celui des affaires. Il peut alors montrer que la recherche du profit par les hommes d'affaires donne naissance à des processus cumulatifs d'inflation et de déflation du crédit et des prix. La mise en évidence du rôle que jouent ainsi les variables financières et les mécanismes de financement ainsi que la critique des hypothèses et des insuffisances de la théorie de Veblen sont alors le point de départ qui nous permet de montrer qu'il s'agit là d'une véritable théorie de l'instabilité financière.

Hawtrey, enfin, propose une théorie très aboutie de la monnaie et du crédit qui le conduit à dégager un modèle macroéconomique dans lequel les stocks des négociants jouent un rôle central. Il montre comment des processus cumulatifs d'expansion ou, au contraire, de récession, peuvent prendre place dans le cadre de ce modèle et il précise les liens entre ses différentes variables. Nous discuterons sa théorie selon deux axes. D'une part, nous essaierons de préciser les conditions de validité de son affirmation selon laquelle les processus qu'il décrit sont cumulatifs et nous mettrons en évidence les causes de l'instabilité qui est selon lui inhérente au crédit. Il s'agira, d'autre part, de replacer la théorie de Hawtrey dans le cadre général de la finance – plutôt que dans celui plus étroit du crédit – afin de montrer qu'il propose, lui aussi, une théorie de l'instabilité financière.

Marx, Veblen et Hawtrey proposent ainsi, chacun à leur manière, une théorie des crises ou du cycle - autosuffisante ou complémentaire à une autre théorie – qui les explique par les questions du financement telles que nous les avons posées dans cette introduction. Si bien que nous pouvons avancer que ces trois auteurs proposent de véritables théories pré-keynésiennes de l'instabilité financière, bien que parfois inachevées et partiellement implicites. C'est ce que nous nous proposons de démontrer dans cette thèse.

Nous devons enfin signaler, pour d'éviter toute incompréhension, deux éléments de la méthodologie que nous employons dans l'analyse de ces théories :

- Le premier est que nous ne nous limitons pas aux intentions déclarées des auteurs ni à la conception qu'ils se font eux-mêmes de leurs propres théories. Nous ne nous interdisons pas de proposer un développement logique de leur pensée au motif qu'ils l'auraient rejeté. Nous privilégions ainsi la cohérence d'une théorie sur les intentions de son auteur.
- Nous ne prétendons pas tenir compte de toutes les subtilités et de tous les détails de chaque théorie. Au contraire, nous opérons une sélection – et parfois une simplification - dans les idées avancées par chaque auteur, de sorte à pouvoir reconstruire ce qui participe d'une théorie de l'instabilité financière.

d) Plan de la thèse

Pour chaque auteur, nous consacrons un chapitre à mettre en évidence sa façon de poser la question du rôle de la finance dans les crises et le cycle économique et un chapitre à montrer quelle théorie de l'instabilité financière nous pouvons en déduire. Le chapitre I est ainsi consacré à reconstruire la théorie marxienne des marchés financiers. Cette étude préalable permet, dans le chapitre II, de montrer le rôle central joué par la finance dans l'explication du cycle économique chez Marx. Le chapitre III a pour but de dégager tous les éléments qui font de la théorie de Veblen une théorie du capitalisme financier. Il sera alors possible, dans le chapitre IV, de discuter cette théorie pour montrer qu'il s'agit d'une théorie de l'instabilité financière. Le chapitre V propose une représentation du modèle macroéconomique de Hawtrey, tournée vers la mise en évidence de la place que la finance y occupe. A partir de cette représentation, le chapitre VI dégage les conditions dans lesquelles le crédit est instable dans la théorie de cet auteur et montre que l'on peut généraliser ses propositions à la finance en général.

Le chapitre VII occupe une place singulière dans ce plan puisqu'il a pour objectif de faire le lien entre les théories des trois auteurs et les faits économiques dont la connaissance a nourri leur réflexion. Il montre que leurs théories de l'instabilité financière sont à la fois une explication, une représentation et un projet de régulation du capitalisme financier.

Chapitre I

Finance et capital chez Karl Marx

Introduction

Après avoir exposé sa théorie de la monnaie dans le livre premier du *Capital* (Marx, 1875, chap. 3), Marx consacre une large partie du livre III à la question de la finance, du crédit et des banques. Assistant au retour périodique des crises économiques et constatant le développement des marchés financiers et des banques, il a très tôt identifié le rôle spécifique de ces institutions et y a consacré une part significative de ses travaux[20].

Si, comme la littérature l'a régulièrement souligné, on ne trouve pas chez Marx de théorie achevée sur ces sujets, il a cependant laissé de nombreuses ébauches dans des textes où se mêlent réflexions personnelles, notes critiques ou encore simples notes de lectures plus ou moins organisées. Engels écrivait ainsi dans la préface au livre III du *Capital* :

> On n'a […] pas ici d'esquisse complète, ni même de schéma dont il aurait suffit d'étoffer les points essentiels, mais seulement un début d'élaboration qui se perd à maintes reprises en une masse désordonnée de notes, de remarques et de documentation sous forme d'extraits (Engels, 1894, p. 10).

L'essentiel de ces indications parcellaires se trouve dans les quatrième (Marx, 1894a) et cinquième sections du livre III du *Capital* (Marx, 1894b) et dans les *Théories sur la plus-value* (Marx, 1905-1910). Les *Grundrisse*[21] contiennent aussi des développements importants. La cinquième section est de toute évidence la moins rédigée et la moins organisée de toutes celles composant le livre III. Formellement au moins, Marx pose dans ces écrits de manière indépendante les deux questions de la *monnaie* et de la *finance*, l'analyse de la seconde étant séparée de la première.

[20] Dans la version proposée par les Editions sociales (Marx, 1894b), la section cinq occupe ainsi 33% du livre II et 14% de l'ensemble du *Capital*, hors préfaces, notes et annexes. A titre de comparaison, la section trois sur la loi de la baisse tendancielle du taux de profit occupe environ cinq fois moins de pages.

[21] Les *Fondements de la critique de l'économie politique* sont un manuscrit de Marx rédigé entre 1857 et 1858 et découvert en 1932. Ils ont été publiés pour la première fois en 1939 sous le titre *Grundrisse der Kritik der Politischen Oekonomie.* Des extraits en ont aussi été publiés en français sous le titre *Principes d'une critique de l'économie politique* (Marx, 1968).

De ce fait, la lecture et l'interprétation de ces écrits sur la finance ne vont pas sans difficulté. Trois problèmes particuliers peuvent être dégagés. Le premier est qu'une partie de la littérature attribuée à Marx dont nous disposons n'a pas été composée par lui. Ainsi, l'édition la plus courante du livre III du *Capital* a été préparée et éditée par Friedrich Engels à partir des différents manuscrits laissés par Marx (1894a et 1894b). D'autres éditeurs, comme Maximilien Rubel pour La Pléiade, ont estimé nécessaire de proposer une autre sélection des manuscrits (Marx, 1894c). De même, les *Théories sur la plus-value* ont d'abord été éditées par Karl Kautsky entre 1905 et 1910 et la version proposée par les Editions sociales diffère de celle de ce dernier[22]. Il est probable que si Marx avait lui-même préparé l'édition de ces textes, il aurait pu effectuer une autre sélection et, en tous cas, modifier ou arranger de manière différente ses manuscrits. Malgré la proximité des éditeurs avec Marx, et malgré la confiance que ce dernier a placé en certains d'entre eux, il nous est impossible d'affirmer que les textes publiés auraient reçu son agrément.

Le caractère fragmentaire des textes qui nous intéressent constitue le deuxième problème. Il s'agit en effet de manuscrits restés pour la plupart inachevés, dont il existe plusieurs versions qui peuvent assez largement différer entre elles, et non de textes définitifs. Certains chapitres[23] sont constitués en grande partie de relevés de citations et toutes ces citations ne sont pas toujours commentées[24].

Enfin, le troisième et dernier problème auquel nous devons faire face peut être considéré comme la conséquence des deux premiers : les réflexions de Marx paraissent parfois contradictoires ou, en tout cas, difficilement compatibles entre elles. L'auteur semble ainsi hésiter, d'une page ou d'un chapitre à l'autre, sur l'importance à accorder à la banque, au crédit et à la finance. Il donne à penser à plusieurs reprises que ses considérations sur ces sujets n'ont été introduites que pour rendre compte – de manière quasiment factuelle - des crises périodiques qu'il a sous

[22] Les *Théories sur la plus-value* ont été tirées d'un manuscrit de Marx des années 1861-1863, dont elles composent la majeure partie. Elles ont aussi été publiées en France sous le titre *Histoire des doctrines économiques.*

[23] Notamment le chapitre 25 sur le crédit et le capital fictif, le chapitre 26 sur l'accumulation de capital-argent et son influence sur le taux d'intérêt, le chapitre 33 sur les moyens de circulation dans le système du crédit et le chapitre 34 sur le « currency principle » et la législation bancaire anglaise de 1844 (Marx, 1894b).

[24] Schefold (1998, p. 127-8) note d'ailleurs que les manuscrits du livre III montrent que l'analyse du capital porteur d'intérêt ne devait contenir originellement que quelques aspects importants de ce capital pour une représentation de la théorie de la plus-value. Ce n'est qu'ensuite que Marx y a inclus une analyse du système de crédit, puis du capital fictif, du lien entre l'accumulation du capital monétaire et celle du capital réel et, finalement, une analyse de la fonction du capital monétaire dans le cycle économique.

les yeux. Aucune modification majeure ne serait apportée par ces analyses du livre III à l'analyse générale qu'il fait du capitalisme. Au contraire, seul un souci de réalisme l'aurait incité à s'intéresser à ces sujets, sans qu'il considère qu'ils modifiaient la nature et les lois du mode de production capitaliste telles qu'il les avait exposées. Le capital financier comme le capital fictif ne serait alors qu'une fausse apparence du capital, quelque chose de transitoire et d'illusoire, au statut très secondaire par rapport au concept de capital en général. Cependant, de nombreuses autres remarques de Marx doivent inciter à rejeter cette conception de la finance comme inessentielle dans l'analyse marxienne du capital.

*

Ces trois difficultés ne sont pas sans incidence sur la méthode que l'on doit suivre pour évaluer la place de Marx dans l'histoire des théories du cycle économique dans lesquelles la finance n'est pas neutre. La reconstruction de la théorie de la finance de Marx devient en effet un pré-requis indispensable.

C'est pourquoi nous proposons, dans ce chapitre, une reconstruction cohérente de la manière dont l'auteur du *Capital* introduit la finance dans sa théorie économique. Une telle démarche nous conduit à une hypothèse : Marx établit, dans le livre III du *Capital* ainsi que dans quelques autres textes, ce que l'on peut appeler une « théorie des mécanismes financiers[25] » cohérente. Il existe une construction logique qui, de la définition des trois formes du capital (le capital productif, le capital-marchandise et le capital-argent) dans le livre II aux sections 4 et 5 du livre III, aboutit à la prise en compte de la banque, du crédit et de la finance dans la théorie économique de Marx. Ce n'est qu'une fois clarifié ce cadre conceptuel que nous pourrons, dans le chapitre suivant, le relier à l'analyse des crises économiques et de l'instabilité financière.

Après avoir présenté notre interprétation du cadre conceptuel de Marx en lien avec la littérature existante (1), nous la justifierons en étudiant successivement le capital porteur d'intérêt, qui conduit à introduire la notion de capital fictif (2) et le capital du commerce de l'argent (3). Nous terminerons ce chapitre en utilisant nos résultats pour tenter de lever certaines confusions identifiées dans la littérature autour de l'analyse du capital bancaire (4).

[25] L'expression « théorie des mécanismes financiers » vient de Duménil et Lévy (2006a et 2006b). Nous l'adoptons ici.

1. A la recherche du capital financier chez Marx

L'étude du capital financier chez Marx se heurte d'emblée à une contradiction : en effet, si l'expression est souvent employée par ses commentateurs, elle n'est cependant pas présente dans ses écrits. Elle semble ainsi trouver son origine dans l'ouvrage de Rudolf Hilferding sur *Le capital financier* (1910). On pourrait néanmoins imagineridentifier chez Marx un concept qui correspondrait au capital financier. Notre thèse est que tel n'est pas le cas et que plusieurs concepts renvoyant à la finance doivent être distingués pour mettre en évidence sa théorie des mécanismes financiers.

Nous nous proposons donc, dans cette première section, de montrer que la notion de capital financier renvoie à plusieurs concepts marxiens différents (1.1) qu'il importe de distinguer (1.2). A cet égard, le crédit commercial, étudié par Marx dès le livre I du *Capital*, n'est pas sans lien avec son étude de la finance dans le livre III (1.3).

1.1. La notion de capital financier chez Marx

La majeure partie de la littérature secondaire envisage les développements de Marx sur les banques, le crédit et la finance comme une analyse du « capital financier[26] », c'est-à-dire du capital tel qu'il apparaît lorsqu'on introduit la finance. Pourtant, Marx n'emploie jamais cette expression : il n'y a aucune occurrence de l'expression *Finanz Kapital* dans les écrits que nous avons cités en introduction.

Une partie de la littérature a associé cette expression au *Geldhandlungskapital* voire au *Geldkapital*[27] de la quatrième section du livre III, suivant en cela les Editions sociales qui ont traduit par « Le capital financier » le titre du chapitre 19 qui était intitulé, en allemand, « *Gelhandlungskapital* ». De plus, les traductions des termes *Geldkapital* (capital-argent), *Geldhandlungskapital* (capital du commerce de l'argent), *Kaufmannskapital* (capital marchand) ou encore *Geldkapitalisten* (capitaliste financier) ne sont pas systématiques ni homogènes, non seulement d'un ouvrage à l'autre, mais même entre les différents passages d'un même ouvrage. Ces difficultés liées aux traductions ne sont pas étrangères à la confusion dont sont

[26] Par exemple, Mendez (2004) !
[27] Correctement traduits par « capital du commerce de l'argent » et « capital-argent ».

entourées les analyses « financières » de Marx. L'importance internationale prise par les interprétations de certains commentateurs français[28] a pu contribuer à exporter cette confusion.

Une autre partie de la littérature a associé le capital financier au capital de prêt que Marx traite dans la cinquième section du livre III, comme par exemple de Boyer (2003, chap. 4) qui concentre son analyse sur cette section, ou encore de Brunhoff et Foley (2006).

Une dernière partie de la littérature a suivi l'usage du terme proposé par Hilferding (1910) et Lénine (1917) considérant que leur conception du « capital financier » est dans la lignée des analyses proposées par Marx dans le livre III du *Capital*. Or, leur définition du capital financier s'éloigne sensiblement de l'objet de l'analyse de Marx puisqu'ils désignent par cette expression la fusion du capital bancaire et du capital industriel, dominée par les grandes banques[29]. Or, en partant de ce sens moderne du capital financier, ils supposent tous deux réglée la question de la théorie de la finance de Marx. C'est justement parce que nous pensons que cette question n'est pas réglée que nous écartons ces deux auteurs de notre analyse.

Dès lors, si l'on désigne par « capital financier » le résultat de l'introduction de la finance dans la théorie de Marx, c'est un ensemble de concepts aux liens complexes dont il s'agit : capital du commerce de l'argent, capital porteur d'intérêts et capital fictif. L'enjeu central est que le concept de capital financier semble défini en deux endroits différents du livre III. Dans la quatrième section – en général peu étudiée[30] - Marx distingue le capital en fonction dans la production (le capital industriel) du capital en fonction dans la circulation (le capital marchand). Et le capital marchand se divise à son tour en capital commercial et capital du commerce de l'argent.

D'autre part, dans la cinquième section, ainsi que dans d'autres manuscrits publiés[31], Marx introduit le concept du capital porteur d'intérêt qui lui permet

[28] On peut ainsi noter l'impact de l'ouvrage de Suzanne de Brunhoff, *La monnaie chez Marx* (1967), sur la marxologie internationale.
[29] Hilferding (1910) écrit que « ce capital bancaire – c'est-à-dire ce capital-argent – qui, en réalité, se transforme de la sorte en capital industriel, je l'appelle 'capital financier' ». Lénine (1917, p. 95-6), de son côté, note que « Concentration de la production avec, comme conséquence, les monopoles, fusion ou interpénétration des banques et de l'industrie, voilà l'histoire de la formation du capital financier et le contenu de cette notion ».
[30] Comme le remarque par exemple Schefold (1998, p. 134-5). En revanche, la théorie du taux d'intérêt a fait l'objet d'une large littérature secondaire.
[31] Essentiellement dans les *Théories sur la plus-value* (Marx, 1905-1910).

d'étudier le capital financier proprement dit, c'est-à-dire le capital-argent prêté à intérêt par les capitalistes financiers et les banques. Ces deux concepts – le capital du commerce de l'argent et le capital porteur d'intérêt – peuvent tous deux prétendre à l'appellation de « capital financier ». De plus, les banques sont présentes à ces deux niveaux d'analyse, ce qui peut inciter à les confondre en un seul. Nous pensons pourtant que les deux concepts diffèrent largement l'un de l'autre et occupent des places déterminées et distinctes dans la théorie générale de Marx.

Cependant, la plupart des auteurs n'établissent pas une distinction de cette sorte entre ces deux sens du capital financier. En effet, soit ils ne considèrent que l'un ou l'autre de ces deux sens – se focalisant sur la quatrième ou la cinquième section du livre III – soit ils analysent les deux définitions données par Marx comme une seule et même définition du capital financier. De Brunhoff (1967), par exemple, n'établit pas de distinction entre ces deux sens et traite les quatrième et cinquième sections du livre III comme une analyse unique du capital financier. De même, David Harvey (1982) méconnaît cette distinction alors que Itoh et Lapavitsas (1999) semblent ne concevoir le capital porteur d'intérêt que comme celui qui naît du crédit fait par le banquier, c'est-à-dire celui qui est basé sur le commerce de l'argent. A l'opposé, Faccarello (2000) et Duménil et Lévy (2006b) distinguent bien ces deux sens.

1.2. L'enjeu d'une distinction des concepts

Jusqu'à la troisième section du livre III, le capital se présente simplement dans la théorie de Marx : au cours du cycle A - M…P…M' - A' il prend successivement les formes du capital-argent, du capital productif et du capital-marchandise et, parcourant le procès de sa reproduction, il s'accroît du profit. C'est parce qu'il entre dans le procès de production au cours de sa reproduction qu'il peut prétendre au profit.

Il existe pourtant des capitaux qui ne concourent pas à la production mais obtiennent un profit. L'introduction successive du capital marchand, du capital porteur d'intérêt et du capital fictif au cours des quatrième et cinquième sections du livre III a pour but d'expliquer ce paradoxe. Le capital obtient en effet un profit lorsqu'il est avancé pour des opérations purement commerciales qui excluent toute activité productive (quatrième section). Il doit aussi obtenir une rémunération lorsque, loin de toute activité productive ou commerciale, il est transféré sans autre

contrepartie qu'une promesse de remboursement (cinquième section). Le capital fictif est alors le produit de ce mode de valorisation du capital.

En suivant Duménil et Lévy (2006a et 2006b) on peut ainsi considérer que la question est, d'une manière générale, celle des mécanismes financiers. Une telle expression est plus générale que celle de « capital financier » et permet d'inclure l'ensemble des développements de Marx sur la banque, le crédit, les marchés financiers et, en un mot, la finance.

De ce point de vue, le *capital bancaire* est plus complexe qu'il n'y paraît à première vue. A côté des rentiers, les banques jouent un rôle de premier ordre dans le développement du capital porteur d'intérêt et Marx leur accorde une place importante dans la cinquième section du livre III du *Capital*. Les banques sont d'abord des commerçants d'argent et le capital bancaire est d'abord un capital du commerce d'argent. A ce titre, elles centralisent le capital-argent de tous les autres capitalistes industriels et commerciaux. Mais le développement des techniques bancaires conduit à rendre oisives et inutiles une grande partie des réserves monétaires déposées par les clients de la banque auprès de celle-ci. Elle peut utiliser ce capital-argent pour escompter des traites ; il est alors employé comme capital porteur d'intérêt et ce processus est à la base du crédit bancaire[32].

Contre la majorité de la littérature secondaire, qui établit une confusion entre ces deux définitions du capital financier et, par conséquent, ne parvient pas à rendre compte de la spécificité des banques dans la théorie de Marx, nous soutenons que ce dernier donne deux définitions distinctes, dont la mise en évidence et l'articulation constituent des préalables pour comprendre le capital bancaire. C'est encore cette distinction qui permet de rendre compte de la spécificité et de la place particulière du concept de capital fictif. Dès lors, si nous suivrons la quasi-totalité de la littérature dans l'idée que les quatrième et cinquième sections du livre III ont une importance majeure car elles introduisent le rôle de la finance dans la théorie de Marx, nous montrerons, contre elle, que ces sections ne dégagent pas un concept unique de capital financier. Le cadre conceptuel de Marx est plus complexe et seule une reconstruction peut permettre de l'appréhender.

[32] Lénine note ainsi que « les banques ont pour fonction première, fondamentale, de servir d'intermédiaire dans les paiements [définition de la quatrième section]. Ce faisant, elles transforment le capital-argent inactif en capital actif, c'est-à-dire générateur de profit et, réunissant les revenus de toute espèce, les mettent à la disposition de la classe des capitalistes [définition de la cinquième section] » (Lénine, 1917, p. 69).

1.3. Le crédit commercial

Il serait cependant inexact d'affirmer qu'il n'est pas question de crédit dans le *Capital* avant le livre III. Marx consacre en effet plusieurs développements au crédit commercial, en particulier dans le livre I (Marx, 1875, p. 140-7). Bien que l'analyse de la monnaie dans le *Capital*, à laquelle une très large littérature a été consacrée[33], ne soit pas l'objet de ce chapitre, c'est par la monnaie que Marx commence. Elle joue en effet un rôle de moyen de paiement[34], servant alors à payer une dette qui est née dans la circulation des marchandises. La fonction de la monnaie comme moyen de paiement a ainsi comme contrepartie le crédit commercial.

Le crédit commercial est un *transfert* de valeur et non un échange d'équivalents, mais c'est du capital-marchandise qui est transféré sans contrepartie en valeur. Dès lors, le crédit commercial permet à chaque capitaliste d'anticiper la vente de sa production et de tendre ainsi au maximum les capacités de la reproduction du capital. Il est un substitut à la monnaie qui n'est pas encore disponible, la marchandise n'ayant pas encore accompli son « saut périlleux ». A ce titre, il peut à son tour circuler comme monnaie[35]. Lorsque les traites s'annulent par compensation, « elles jouent absolument le rôle de monnaie ».

La quantité de monnaie est déterminée par les besoins objectifs de la production et du commerce et s'adapte spontanément à ces derniers par des arrangements commerciaux qui consistent à transférer du capital-marchandise sans contrepartie. La quantité de monnaie ne dépend que des besoins du commerce et c'est le crédit qui règle sa vitesse de circulation (Marx, 1894c, p. 1233-6). Par conséquent, ce dernier est un substitut monétaire créé de manière endogène dans la circulation des marchandises, de sorte que la production n'est pas limitée par la quantité de monnaie disponible mais seulement par le capital (au sens physique) disponible. Par ce moyen, des affaires de plus en plus importantes peuvent être conduites avec une somme réduite de numéraire (Marx, 1894c, p. 157).

Bien que le crédit commercial satisfasse avant tout un besoin de monnaie, Marx en fait le fondement sur lequel s'appuie le développement du système de

[33] Voir en particulier De Brunhoff (1967, 1ère partie).
[34] Outre ses fonctions de moyen de circulation et de thésaurisation.
[35] De Brunhoff (1998, p. 177) montre que le crédit commercial est une nouvelle forme de la circulation des marchandises qui tire son origine de la fonction de moyen de paiement que joue la monnaie.

crédit. Il y a deux raisons à cela. La première est que d'un point de vue historique le système de crédit se développe d'abord par l'escompte des effets de commerce. Dans cet escompte, la banque avance du capital-argent et opère ainsi un transfert financier. C'est néanmoins de la liquidité que demande le porteur de l'effet : la conversion du crédit de son client en crédit de la banque.

La seconde raison est que d'un point de vue analytique, avant même d'avoir intégré dans son analyse la possibilité du transfert financier, la simple étude de la monnaie dès le chapitre II du livre I du *Capital* implique déjà la possibilité de la finance. Mais dans la mesure où dans le crédit commercial il n'y a pas d'avance de capital-argent, c'est-à-dire aucun transfert financier, le crédit commercial ne renvoie pas à la catégorie générale et mal définie du capital financier. Le crédit commercial ne se situe d'ailleurs pas en dehors du procès de reproduction, comme nous le verrons pour le capital porteur d'intérêt. Dans le crédit commercial au contraire, n'a de crédit que celui qui produit ou vend des marchandises et anticipe ainsi le retour d'un capital-argent ; ne peut en consentir que celui qui a des marchandises à vendre.

*

Ainsi, l'expression « capital financier », pourtant souvent employée, est ambiguë et ne permet pas de rendre compte des concepts utilisés par Marx pour introduire la finance dans son analyse, ni de l'articulation de ceux-ci entre eux. Or, la distinction entre les différents concepts qu'il utilise nous semble nécessaire pour exposer sa théorie et pour définir le capital bancaire. De même, le lien entre les développements du livre III sur la finance et le crédit commercial présenté dès le livre I a été précisé.

Le capital porteur d'intérêt, le capital du commerce de l'argent et le capital bancaire peuvent maintenant être analysés les uns après les autres afin de reconstruire la théorie de Marx.

2. Le capital porteur d'intérêt

Jusqu'à la cinquième section du livre III, Marx n'a envisagé le capital que d'une manière univoque. Le capital est une somme de valeurs qui, en parcourant le cycle de sa propre reproduction, se transforme en une somme de valeurs plus grande (Marx, 1885, section 1). Cet accroissement du capital est lié à la phase pendant

laquelle il opère comme capital productif, puisque c'est uniquement là que le capitaliste peut extorquer de la valeur non payée aux ouvriers (Marx, 1875, chap. 7).

Au début de la cinquième section du livre III, en revanche, Marx introduit un nouveau mode de valorisation du capital, qui est celui du capital porteur d'intérêt. Ici, le capital est prêté puis remboursé augmenté d'un intérêt, accomplissant ainsi le cycle A-A'. La circulation de ce capital est un *transfert* de valeur, c'est-à-dire un échange valeur contre promesse, qui semble une dérogation à l'échange d'équivalents qui caractérisait jusque là la circulation du capital. Pour le capitaliste, la valorisation de son capital a lieu à la fois en dehors de la production et en dehors de la circulation des marchandises. Néanmoins, alors qu'il n'y a pas eu échange de valeurs équivalentes, celui qui a prêté son capital contre la promesse d'un intérêt semble être resté propriétaire d'un capital, sous la forme d'un titre, qui a une valeur propre, qu'il peut à son tour céder et qui lui rapporte un intérêt. La valorisation du capital dans la sphère financière passe ainsi par l'accumulation de capitaux fictifs qui semblent jouer un rôle économique déterminant.

Or, puisque jusque là, pour Marx, le capital était étroitement associé à la reproduction, il lui faut expliquer comment le capital financier peut se valoriser en dehors du procès de reproduction, c'est-à-dire dans la sphère financière, et définir le capital fictif. Pour cela, il doit expliquer comment la théorie du capital qu'il a présentée antérieurement permet un tel mode de valorisation. C'est à la reconstruction de ces explications qu'est consacrée cette section afin d'obtenir des définitions claires du capital porteur d'intérêt et du capital fictif.

Pour cela, nous montrerons tout d'abord que le capital porteur d'intérêt se définit à l'extérieur du procès de reproduction du capital (2.1) et qu'il entraîne l'apparition de la catégorie de l'intérêt ainsi que la division des capitalistes en deux groupes (2.2). Nous pourrons alors montrer que le capital fictif est la forme spécifique du capital financier (2.3).

2.1. Le capital porteur d'intérêt en dehors du procès de reproduction

Pour Marx, l'enjeu est de montrer comment le capital peut se valoriser en dehors du procès de reproduction du capital. C'est l'analyse du capital en général qui permet de déduire la genèse du capital porteur d'intérêt, dont la valorisation a

nécessairement lieu en dehors du procès de reproduction du capital, et sans modifier ce dernier.

a) Genèse du capital porteur d'intérêt

La genèse du capital porteur d'intérêt est assez clairement exposée dans le chapitre 21 du livre III du *Capital*. Le raisonnement qui permet de passer du capital en général au capital porteur d'intérêt se fait en quatre étapes :

- Dans le mode de production capitaliste, il est toujours possible de convertir une somme d'argent quelconque en capital (Marx, 1875, section 2) ; toute somme d'argent est ainsi un « capital virtuel » (Marx, 1894c, p. 1107).
- Chaque capitaliste individuel reçoit non pas la plus-value engendrée par son propre capital mais le profit moyen ; la propriété fondamentale du capital est ainsi d'engendrer le profit moyen.
- Par suite, l'argent, en plus de sa valeur d'usage en tant qu'argent, possède la valeur d'usage de pouvoir fonctionner comme capital et d'engendrer le profit moyen[36] (Marx, 1894c, p. 1115-6).
- Enfin, puisque l'argent a une valeur d'usage, il devient une marchandise en sa qualité de capital potentiel[37] (Marx, 1894b, p. 7).

Meacci (1998) remarque justement qu'il s'agit ici d'une analyse du capital comme marchandise alors que, dans la prochaine section, comme nous le verrons, il s'agira d'une analyse du capital comme fonction. La cession de la marchandise particulière qu'est le capital-argent revêt la forme spécifique du prêt[38]. Mais dans cet acte de prêt, le prêteur perd, avec son argent, la possibilité de le transformer en capital et de tirer un profit de ce capital. L'emprunteur, de son côté, gagne cette possibilité. Il faut donc que l'emprunteur rémunère le prêteur comme contrepartie du

[36] Pour Marx, prêter de la monnaie c'est donc prêter sa valeur d'usage, de même que chez Walras, l'intérêt paye le « service » du capital (Schefold, 1998, p. 135).

[37] Et si une somme d'argent peut être prêtée comme capital monétaire, c'est parce que sa double propriété qui est d'une part de pouvoir se transformer en capital et, d'autre part, d'engendrer le profit moyen comme capital, n'est en aucune manière liée à la personne de son propriétaire (Marx, 1894c, p. 1107). Ce que l'argent peut faire dans les mains d'un capitaliste – se transformer en capital et en tant que tel engendrer le profit moyen – il peut le faire dans les mains de n'importe qu'elle autre capitaliste pourvu que le premier l'ait prêté au second.

[38] Ainsi, « le capital est une marchandise particulière dont l'aliénation s'effectue selon un mode particulier » (Marx, 1894b, p. 17). Cela vient du fait que la valeur d'usage de l'argent, comme moyen de circulation ou comme capital potentiel, ne disparaît pas lorsqu'elle est consommée. A ce titre la marchandise « argent en tant que capital » est assez analogue à la marchandise « force de travail » (Marx, 1894c, p. 1115), à la différence cependant que dans un cas le capitaliste actif paie la force de travail alors que dans l'autre il restitue le capital.

coût d'opportunité de ce dernier. Cette rémunération est l'intérêt, qui est le prix du capital-argent en tant que marchandise, ou encore le prix de la valeur d'usage du « capital monétaire en tant que marchandise » pour une période déterminée.

Deux caractéristiques du concept du capital porteur d'intérêt découlent directement de cette genèse théorique. La première est qu'il en ressort que Marx a défini le capital porteur d'intérêt comme capital fonctionnant en dehors du procès de la reproduction. La seconde est que le profit et l'intérêt ne peuvent pas être mis sur le même plan.

b) Valorisation du capital en dehors du procès de reproduction

Le cycle du capital porteur d'intérêt est ainsi A-A' sans aucune intermédiation d'aucune sorte entre les deux pôles A et A'. Le capitaliste financier prête l'argent puis l'argent lui revient augmenté de l'intérêt à la fin de la période conventionnelle. Il n'y a pas, dans la relation entre le capitaliste actif qui emprunte et le capitaliste financier qui prête, conversion du capital-argent en une autre forme de capital (Marx, 1905, t. 3, p. 540). Pourtant, ce capital est bien valorisé soit dans la production soit dans la circulation, mais par le capitaliste actif. C'est seulement entre les mains de ce dernier que le capital prêté accomplit sa fonction de capital. Le capitaliste financier, au contraire, n'accomplit aucun des actes liés à cette fonction, « au lieu d'acheter ou de vendre, il prête » (Marx, 1894c, p. 1114). Marx a ainsi opéré une distinction à l'intérieur du concept du capital entre celui qui se valorise dans la production et la circulation et celui qui se valorise dans la sphère financière, c'est-à-dire en dehors du cycle de la reproduction. A cette distinction répond une division à l'intérieur de la classe capitaliste entre, d'une part, les capitalistes actifs et, d'autre part, les capitalistes financiers.

Le mouvement du capital-argent, du capitaliste financier vers le capitaliste actif puis du second vers le premier, n'est que la conséquence du contrat que ces deux genres particuliers de capitalistes ont conclu, et il n'est pas nécessaire que le capital réalise ce mouvement pour fonctionner comme capital. Le cycle du capital est donc devenu :

$$A - A - M \ldots P \ldots M' - A' - A'$$

Dans cette formule, les deux phases A-A et A'-A' ne traduisent que les transferts du capital-argent prêté entre les deux capitalistes, et ces transferts sont la conséquence de leur accord.

On a donc des capitaux industriels ou marchands (ce point sera détaillé dans la prochaine section) qui sont avancés dans le procès de reproduction et qui refluent sous la forme monétaire, augmentés du profit moyen. Dans ce procès de reproduction, ils prennent les formes du capital-argent, du capital productif et du capital-marchandise ou certaines de ces formes seulement. Il n'est pas encore question de crédit. Le capital porteur d'intérêt apparaît là où des capitalistes décident de ne pas avancer eux-mêmes leur capital-argent dans le procès de reproduction et là où il existe des capitalistes qui, parce qu'ils se sont spécialisés dans le commerce de l'argent, disposent de masses importantes de monnaie transformables en capital.

Il existe donc, du côté des capitalistes, un arbitrage entre faire valoir directement son capital ou le prêter. Chaque capital particulier a le choix entre deux modes de valorisation : ou bien il est engagé par son propriétaire dans l'industrie ou le commerce et il en retire le profit moyen ; ou bien il est prêté par son propriétaire à un autre capitaliste qui aura la charge de le faire valoir dans l'industrie ou le commerce, et il en retire l'intérêt. Dès lors, la condition du développement du capital porteur d'intérêt est l'existence de capitaux monétaires oisifs ou rendus oisifs dans l'intention d'être convertis en capital porteur d'intérêt. Pour Marx, la possibilité de prêter son capital monétaire contre un intérêt a pour corollaire le choix effectué par une classe de rentiers de placer son capital sous cette forme plutôt que de le faire valoir directement dans la production ou la circulation.

c) *Le profit et l'intérêt*

La genèse théorique proposée par Marx a une autre conséquence : la distinction entre le capital actif (industriel ou marchand) et le capital porteur d'intérêt montre que profit et intérêt ne peuvent pas être mis sur le même plan. Pour Marx, le fait qu'un capitaliste financier prête son capital-argent ne crée aucune valeur et l'intérêt n'est qu'un prélèvement opéré sur le profit (Marx, 1894c, p. 1117).

Il n'y a en effet pas d'arbitrage, au niveau macro-économique, entre la production et la finance. Certes, chaque capitaliste particulier peut choisir d'investir son capital dans l'une ou dans l'autre mais tout le capital porteur d'intérêt est prêté

aux capitalistes actifs et le niveau de la production est le même quels que soient les choix individuels. Il est par conséquent impossible de considérer que le capital social se partage entre capital industriel et capital financier[39]. Marx cite Ramsay à l'appui de sa thèse : « Les rentiers n'auraient qu'à se transformer en capitalistes industriels. Ceci est sans importance pour la richesse nationale » (cité par Marx, 1905, t. 3, p. 421).

Par conséquent, le même capital apparaît avec une double destination : l'une comme capital de prêt entre les mains du prêteur, l'autre comme capital industriel ou commercial entre les mains du capitaliste actif. Mais il ne sert qu'une fois, ne produit du profit qu'une fois. Dans le procès de production lui-même le caractère du capital, en tant que capital de prêt, ne joue aucun rôle (Marx, 1894c, p. 1126). Il n'y a dès lors aucune raison pour que la masse de plus-value que le capitaliste actif tire du capital porteur d'intérêt qu'il a emprunté soit différente de celle qu'il tire de son propre capital car, dans la production comme dans la circulation, il est indifférent que le capital en fonction provienne des fonds propres ou d'un emprunt du capitaliste qui le fait fonctionner. Pour un même capital social, la masse du capital porteur d'intérêt, c'est-à-dire la partie du capital social qui n'est pas avancée directement dans la reproduction par son propriétaire mais qui est préalablement prêtée à un capitaliste actif, n'a d'influence ni sur la masse ni sur le taux du profit (Marx, 1894c, p. 1126). Ce que Marx affirme ici c'est que le taux de profit ne dépend pas du levier financier mis en œuvre par l'entrepreneur[40] (Marx, 1905, t. 3, p. 560).

Il s'ensuit que l'intérêt que le capitaliste actif paie au capitaliste financier doit être prélevé sur le profit (Marx, 1894c, p. 1116) :

> Cette part du profit qu'il lui paie s'appelle intérêt et n'est donc rien d'autre qu'une appellation, une rubrique particulière pour une partie du profit que le capitaliste actif doit payer au propriétaire du capital, au lieu de la mettre dans sa poche (Marx, 1894b, p. 8).

Elle est rétrocédée par l'emprunteur au prêteur en rémunération de l'emprunt. L'intérêt est déterminé par le profit, et le profit réalisé à l'aide d'un capital d'emprunt

[39] Nous ne pouvons donc pas souscrire à l'affirmation de De Brunhoff et Foley (2006, p. 197) selon laquelle le capital « splits into financial capital and industrial capital. The first receives surplus value in the form of interest and the second in the form of profit of enterprise. This distinction corresponds to different capitalist functions, discharged by different agents ». Si la seconde phrase est tout à faite juste, il n'en est pas de même de la première. On retrouve la même problématique chez Veblen ainsi que dans la littérature secondaire sur la théorie économique de ce dernier ; voir chapitres III et IV pour une discussion.

[40] Voir l'annexe A pour une discussion de cette question à partir de Modigliani et Miller (1958).

se divise en profit proprement dit et intérêt (Marx, 1939, t. 2, p. 401-2). Ce dernier n'apparaît pas comme un revenu engendré par la reproduction, comme le sont le profit et le salaire, mais comme un revenu secondaire, dérivé du profit[41].

2.2. L'intérêt et la division des capitalistes

Avec le concept de capital porteur d'intérêt, Marx introduit une distinction entre les capitalistes actifs qui œuvrent dans la production ou dans la circulation et les capitalistes financiers qui prêtent leur argent comme capital aux premiers. Cependant, ce qui oppose ces différents agents n'est pas seulement leur place dans l'économie, mais la rémunération spécifique qui est la leur. Dans la reproduction, les industriels et les marchands reçoivent le profit moyen, alors que le capital porteur d'intérêt a le taux d'intérêt pour rémunération. Le capitaliste financier dont la fonction est le capital porteur d'intérêt ne s'oppose pas aux autres capitalistes à l'intérieur de la production ou de la circulation mais, avec l'ensemble des autres capitalistes financiers, il affronte l'ensemble des capitalistes actifs. Pour Marx, le capital financier est ainsi un rapport social[42] entre deux sous-groupes d'une même classe : les capitalistes actifs et les capitalistes financiers. Le taux d'intérêt est la variable qui règle ce rapport.

a) Entrepreneurs et financiers

Le taux de profit étant donné par ailleurs, le taux d'intérêt résulte de la concurrence que se livrent capitalistes actifs[43] et capitalistes financiers pour le

[41] Cependant, le capital-argent n'est pas systématiquement emprunté afin d'être investi dans la production et générer un profit sur lequel l'intérêt pourra être prélevé. Soit celui qui emprunte de l'argent en tant que capital l'utilise comme capital, réalise un profit et en rétrocède une fraction à celui qui prête sous la forme de l'intérêt. Soit il s'agit d'un prodigue qui consomme ou donne l'argent prêté et lorsqu'il paye il ne fait qu'augmenter le revenu du prêteur au détriment du sien ; aucune valeur n'a été créée dans ce cas (Marx, 1905, t. 1, p. 81). Mais, dans un cas comme dans l'autre, il faut une source première de revenu d'où faire dériver l'intérêt. De plus, on note que, même lorsque l'argent n'est pas emprunté comme capital, la demande de fonds correspondante participe à la détermination du taux d'intérêt ; voir le chapitre II à ce sujet.

[42] De même que pour Marx le capital est un rapport social entre capitalistes et travailleurs dont le taux de la plus-value est la variable. Le capital porteur d'intérêt, en tant que rapport social, présente donc un caractère particulier puisqu'il opère à l'intérieur même d'une classe sociale qui, jusque là, paraissait homogène.

[43] Marx parle alternativement de « capitalistes actifs » et de « capitalistes industriels ». Il faut entendre par cette dernière expression les capitalistes industriels primitifs, c'est-à-dire tels qu'ils ont été étudiés jusqu'à la quatrième section du livre III du *Capital*, indépendamment de leur division en industriels et marchands.

partage du profit potentiellement engendré par le capital prêté. Dans les *Grundrisse*, Marx précise :

> La véritable différence entre profit et intérêt réside dans l'existence d'une classe de financiers capitalistes qui s'oppose à la classe industrielle des capitalistes. Cette dualité de classe suppose au préalable que la plus-value produite par le capital se soit scindée en deux (Marx, 1939, t.2, p. 403).

Le profit étant déterminé préalablement à son partage en intérêt et profit d'entreprise, ce dernier dépend de la proportion suivant laquelle ce profit est partagé entre le prêteur et l'emprunteur (Marx, 1894c, p. 1121-2). Tant que l'argent fonctionne comme capital, chacun de ces deux types de capitalistes ne dispose que de son profit ou de son intérêt et cherche donc à élever au maximum sa part du profit (Marx, 1894c, p. 1131). Pour Marx, le taux d'intérêt est réglé par ce rapport de force.

Le capitaliste financier et le capitaliste industriel sont des individus jouant des rôles différents avec le même capital : le premier le prête et le second l'emploie dans la production (Marx, 1894c, p. 1133). Le reliquat du profit une fois déduit l'intérêt, c'est à dire le profit résiduel, représente donc la part du profit relatif non pas à la propriété du capital – puisqu'en tant que telle elle revient au capitaliste financier – mais à l'activité du capital. C'est pour cela que Marx nomme cette part résiduelle du profit, le *profit d'entreprise*. Le profit que l'entrepreneur tire de l'emploi du capital emprunté se divise ainsi quantitativement en intérêt et profit d'entreprise[44]. L'intérêt est le revenu du capital en dehors du procès de reproduction et le profit d'entreprise le revenu de l'activité du capital dans la reproduction.

L'intérêt est ainsi un revenu spécifique qui détermine le rapport entre deux figures du *Capital* introduites dans le livre III - l'entrepreneur et le capitaliste financier :

> Si les capitalistes financiers et les capitalistes industriels forment deux classes particulières, c'est que le profit est en mesure de se ramifier en deux sortes de revenus. Ces deux catégories de capitalistes n'expriment rien d'autre que ce fait. Cette scission doit se réaliser et le profit se subdiviser en ces deux formes distinctes des revenus, pour que ces deux classes particulières puissent se développer (Marx, 1939, t. 2, p. 401).

[44] On laisse ici de côté le passage de la division quantitative à la division qualitative du profit en intérêt et profit d'entreprise, que l'on trouve clairement exposé chez Marx (1894b, chap. 23). Voir aussi Marx (1939, t. 2, p. 402-2).

On peut soutenir que le capitaliste actif qui fait face au capitaliste financier est un entrepreneur, même s'il peut être surprenant de trouver chez Marx un tel agent, à la fois non propriétaire des moyens de production et pourtant capitaliste au sens fonctionnel du terme. Pour lui, cependant, le capitaliste actif accomplit bien les fonctions d'un entrepreneur :

> La part du profit qui échoit au capitaliste actif prend maintenant la forme du profit d'entreprise, résultant uniquement des opérations et des fonctions qu'il accomplit avec le capital dans le processus de reproduction, donc, en particulier, des fonctions qu'il remplit comme entrepreneur dans l'industrie et le commerce (Marx, 1894c, p. 1135).

L'entrepreneur est ainsi la principale figure nouvelle que, dans le fil du *Capital*, Marx introduit dans la cinquième section du livre III. Il achève la distinction entre intérêt – revenu de la simple propriété du capital – et profit d'entreprise – revenu du capital en activité (Marx, 1905, t. 3, p. 546). Aussi l'entrepreneur ne se présente-t-il pas, au premier abord, comme un capitaliste mais comme un travailleur d'un genre particulier. Pour Rubel (1968), Marx développe ici une « ébauche d'une théorie de l'entreprise » avec un éclairage sociologique. Le montant de son capital propre, le taux de profit moyen et le taux d'intérêt sont les trois paramètres en fonction desquels l'entrepreneur se détermine. En tant qu' « agent réel de la production capitaliste » (Marx, 1905, t. 3, p. 564), son rôle principal est ainsi de mettre en œuvre un levier financier. Ce point sera déterminant dans le prochain chapitre.

b) Nature du profit d'entreprise

La nature du profit d'entreprise est la question qui se pose alors. Il doit nécessairement exister un écart, en moyenne, entre le taux de profit et le taux d'intérêt ; c'est une condition de l'existence du capital porteur d'intérêt. Mais si un tel écart existe, pourquoi les capitalistes financiers acceptent-ils de prêter leurs capitaux pour un taux d'intérêt inférieur au taux de profit qu'ils pourraient obtenir s'ils faisaient valoir directement ces capitaux dans la production ou le commerce ? Par cette conception du taux d'intérêt, Marx s'oppose clairement à la tradition classique et néo-classique pour qui taux de profit et taux d'intérêt, bien que déterminés de manière différentes, doivent être égaux en tendance.

Il avance tour à tour plusieurs hypothèses pour expliquer l'origine de cet écart, qu'il finit toutes par rejeter. Premièrement, le profit d'entreprise n'est pas le salaire du capitaliste actif, Marx suivant en cela l'argument de Smith[45]. Deuxièmement, il est impossible de ramener le profit d'entreprise au risque car celui-ci peut-être éliminé par l'assurance (Marx, 1905, t. 3, p. 418-9). Troisièmement, Marx avance l'idée que l'exploitation du travail productif exige un effort :

> Représenter le capital en fonction n'est pas une sinécure comme l'est la représentation du capital productif d'intérêt […] Que ce soit lui qui exploite le travail productif ou que d'autres le fassent en son nom, cette exploitation exige un effort (Marx, 1894c, p. 1141).

Mais cet effort ne saurait renvoyer au travail de l'entrepreneur puisque Marx a éliminé le profit d'entreprise comme salaire. Quatrièmement, le profit d'entreprise ne peut pas provenir du caractère capitaliste de l'entrepreneur car « ce caractère est déjà escompté dans l'intérêt » (Marx, 1905, t. 3, p. 581-2).

Finalement, Marx échoue à expliquer l'origine du profit d'entreprise alors même que son existence est indispensable à sa théorie du capital porteur d'intérêt. En réalité, on peut penser qu'il entrevoit la solution sans parvenir à l'énoncer : les capitalistes financiers acceptent une moindre rémunération de leur capital parce qu'ils n'assument pas les mêmes contraintes que les entrepreneurs, c'est-à-dire la responsabilité du travail d'autrui et le risque. Le profit d'entreprise serait donc une rémunération de l'acceptation de la prise de risque et de l'exploitation du travail d'autrui et mesurerait l'aversion à ces deux éléments. Si Marx a une théorie de l'entrepreneur, celle-ci est bien incomplète.

2.3. La forme du capital financier : le capital fictif

Marx, nous l'avons dit, souligne explicitement que le fait qu'un volume donné de capital soit prêté comme capital porteur d'intérêt avant d'être employé dans la production ou le commerce ou qu'au contraire il soit directement employé ainsi par son propriétaire est sans incidence sur la masse de capital engagée dans le procès de reproduction et, par conséquent, sur la masse et le taux du profit. Ainsi, le

[45] Le profit d'entreprise n'est pas le salaire de direction et de surveillance car le premier est proportionnel au capital avancé alors que le second ne l'est pas (Marx, 1905, t. 3, p. 77). L'entrepreneur qui est son propre directeur ne fait donc qu'économiser un salaire de directeur (Marx, 1905, t. 3, p. 416-7).

doublement de la masse du capital porteur d'intérêt[46] ne modifie ni la masse de la plus-value ni le taux général de profit, seulement la masse - et éventuellement le taux - de l'intérêt.

Un problème subsiste pourtant puisque le passage d'un autofinancement des capitalistes à un financement par la dette ou le marché financier semble avoir augmenté la masse du capital social : il existe maintenant un capital porteur d'intérêt à côté des capitaux réels avancés par les capitalistes actifs dans le procès de reproduction. Comment le capital social peut-il être augmenté par le prêt de capital-argent ? C'est ce problème spécifique que Marx résout, selon nous, à l'aide du concept de capital fictif.

a) Agrégation et consolidation des capitaux

Lorsqu'un capitaliste financier prête du capital-argent à un capitaliste industriel il reçoit un titre en échange, par exemple s'il souscrit à une émission d'obligations de l'entreprise. Le total du bilan du capitaliste financier n'a pas varié mais son actif a été modifié puisque la monnaie qu'il détenait a été remplacée par des titres pour le même montant. En revanche, le total du bilan de l'entreprise a augmenté du montant de la souscription : on trouve de la monnaie supplémentaire à l'actif et une dette au passif. Ainsi, le prêt de capital-argent a augmenté l'actif agrégé des capitalistes[47].

Marx semble accorder une grande importance à cette question. Il est en effet central pour lui d'expliquer comment le capital peut être augmenté par le simple prêt d'argent. Le capital de l'entreprise se trouve accru du montant de l'émission et celuil du capitaliste financier est resté le même : tant que le cours du titre n'a pas varié, il ne s'est pas appauvri. Dès lors, Marx doit expliquer comment de la valeur peut être créée sans qu'aucun travail ne soit fourni et sans qu'aucune activité productive n'ait eu lieu. La solution consiste évidemment à postuler que le capital additionnel apparu avec le prêt est un capital sans valeur[48] - un capital fictif[49]. Autrement dit, le titre que

[46] A condition, bien sûr, que ce doublement n'entraîne pas la mobilisation de capitaux qui étaient auparavant oisifs. Dans ce cas, c'est l'augmentation des capitaux industriels et marchands qui pourrait accroître le profit et non le développement de la finance.

[47] On appelle actif agrégé l'actif obtenu par la simple addition du montant des actifs des différents agents.

[48] La valeur est ici fictive car elle n'est pas déterminée d'après la loi de la valeur travail exposée par Marx. Le capital est ici une non-valeur au sens de Marx (De Brunhoff, 1998, p. 176)

[49] Marx se place ici à la suite de Sismondi qui évoquait le « capital imaginaire » (Schefold, 1998, p. 141) ; il est d'ailleurs question chez Marx de « richesse imaginaire » (Marx, 1894c, p. 1201).

le capitaliste financier reçoit en échange du montant de sa souscription est un capital fictif car une convention juridique entre un prêteur et un emprunteur, qui ne fait que modifier le titulaire d'un capital, ne peut pas engendrer un capital réel.

On remarque cependant que le total de l'actif consolidé des capitalistes est resté inchangé, c'est-à-dire le total de l'actif une fois compensées entre elles les dettes et les créances réciproques des capitalistes actifs et financiers. La différence entre le total de l'actif agrégé et le total de l'actif consolidé définit précisément le montant du capital fictif existant. La consolidation montre ainsi que le capital réel correspond au capital productif, au capital-marchandise et au capital-argent proprement dit[50].

Aussi peut-on parler de capital fictif en ce sens que ce capital n'existe que par la distinction entre les différents capitalistes et plus particulièrement celle entre capitalistes actifs et capitalistes financiers. C'est l'intermédiation des marchés financiers et des banques entre la propriété du capital et son investissement qui a créé un nouveau capital et ce capital fictif ne fait que traduire l'état des relations entres les différents groupes de capitalistes. Il n'est que la conséquence des transferts de valeur opérés entre capitalistes, ce que nous avons déjà défini comme *finance* dans l'introduction générale.

b) Les différentes manifestations du capital fictif

Le capital fictif correspond aux différents titres portant autant de droits sur des revenus futurs (titres financiers, titres bancaires, créances commerciales et dépôts bancaires). Ces titres représentent bien des actifs réels : ceux que le débiteur possède à son actif. Un titre, c'est-à-dire du capital porteur d'intérêt, est donc fictif car il n'est pas lui-même une valeur. Et le capital fictif peut l'être à double titre. Le capital que le titre représente peut lui-même être fictif[51]. Ainsi, la dette d'Etat représente un capital fictif[52], illusoire (Marx, 1894b, p. 127). Le titre de la dette publique est

[50] Nous avons déjà développé cette idée dans Mendez (2004). Duménil et Lévy (2006b, p. 192) ont par ailleurs remarqué que « Marx suggère implicitement une forme de consolidation, au sens comptable du terme, où ne subsisteraient que les fractions du capital revêtant les formes P, M et A du circuit. Est 'fictif' tout ce qui disparaît dans cette consolidation ».

[51] Ainsi, pour Meacci (1998) ou encore Zerbato (1999) le capital fictif a deux sens : d'une part, le capital porteur d'intérêt est fictif lorsque le capital-argent avancé n'est pas employé comme capital industriel ou capital marchand ; d'autre part, tout titre est un capital fictif dans la mesure où la valeur-capital est maintenant entre les mains de l'emprunteur.

[52] Voir Hilferding (1910, p. 166) sur le caractère fictif du capital représenté par les obligations d'Etat.

assurément du capital fictif au sens de Marx. Mais le capital qu'il représente est lui-même fictif ou, plus exactement, il ne représente aucun capital mais une dépense. La contrepartie à l'actif du débiteur (l'Etat) est une perte, une dépense. Marx n'a clairement en vue que l'Etat régalien dont les paiements ne sont que des dépenses (salaires des fonctionnaires ou des soldats, intérêts de la dette, etc.). Ici, l'Etat a détruit du capital comme le salarié détruit la marchandise qu'il achète en la consommant. La conséquence du développement financier est ainsi que le capitaliste financier considère son droit à des revenus futurs comme un capital dont la valeur est précisément leur valeur actualisée[53], alors même que tout revenu annuel n'est pas, en réalité, l'intérêt d'un capital[54] (Marx, 1894c, p. 1192).

De manière générale, l'actif supplémentaire qui est créé lors d'une opération de prêt est toujours du capital fictif. Il en est ainsi pour les actions, les obligations publiques ou privées, mais aussi les traites commerciales et les dépôts bancaires. On remarque à cet égard que la création d'un dépôt bancaire est toujours, en même temps, création d'un capital fictif puisque la banque augmente simultanément son actif et son passif alors que l'actif du déposant a seulement changé de forme : un solde bancaire créditeur a remplacé la monnaie déposée ou la marchandise vendue[55]. Finalement, la masse du capital-argent est constituée pour sa plus grande partie par du capital fictif.

L'idée générale que nous défendons ici est que l'introduction par Marx de cette notion de « capital fictif » ne vise pas une dénonciation idéologique qui pointerait les excès et le parasitisme de la finance, mais le mode de réconciliation entre le capital porteur d'intérêt et la loi de la valeur, s'appuyant sur une vérité comptable[56]. Le capital fictif traduit alors de manière simple et assez incontestable le fait que l'accumulation du capital porteur d'intérêt par le prêt ne constitue pas en soi une

[53] « On appelle capitalisation la constitution du capital fictif. On capitalise n'importe quelle recette se répétant régulièrement en calculant, sur la base du taux d'intérêt moyen, le capital qui, prêté à ce taux, rapporterait cette somme » (Marx, 1894c, p. 1193).

[54] De même, le salaire n'est pas, pour Marx, le revenu d'un capital humain : « Il arrive ici que l'on regarde le salaire comme intérêt, et, par voie de conséquence, la force de travail comme le capital qui rapporte cet intérêt » (Marx, 1894c, p. 1192-3). Mais l'ouvrier doit travailler pour obtenir cet intérêt et il ne peut pas vendre la valeur-capital de sa force de travail, la convertir en argent, en la transférant à autrui.

[55] On note que lorsque la banque fait un prêt à un client sous la forme d'un dépôt, deux capitaux fictifs existent tant que le dépôt n'a pas été employé. Le bilan de la banque s'est en effet accru du montant du prêt et le bilan de l'emprunteur du montant du dépôt.

[56] Marx écrit ainsi que « tous ces papiers ne sont pas réellement du capital ni des éléments du capital ; en eux-mêmes, ils ne sont pas des valeurs » (Marx, 1894c, p. 1188).

accumulation réelle de capital ; le développement de la finance a pour corollaire celui du capital fictif.

*

Dans la cinquième section du livre III du *Capital*, le capital financier se présente donc comme capital porteur d'intérêt, c'est-à-dire comme capital qui n'est pas directement avancé par les capitalistes financiers dans la production et le commerce mais qui est prêté aux capitalistes actifs. Ce sont ces derniers qui se chargent d'engager ces capitaux empruntés dans le procès de reproduction, obtenant un profit qui doit être partagé entre intérêt et profit d'entreprise. Le capital porteur d'intérêt permet donc de rendre compte de deux aspects du capitalisme. D'une part, il existe deux groupes de capitalistes en conflit pour le partage du profit. D'autre part, les transferts de valeur opérés avec le capital porteur d'intérêt donnent naissance à un volume considérable de capital fictif. La définition de ce dernier est, selon nous, assez triviale ; elle ne vise qu'à réconcilier les formes que prend le capital dans la sphère financière avec la loi de valeur.

C'est cependant le capital du commerce de l'argent, analysé par Marx dans la quatrième section du livre III, qui a été appelé « capital financier » dans la traduction des Editions sociales. Il s'agit ici d'un capital marchand qui assure une fonction financière.

3. La fonction financière du capital marchand

Bien que le capital porteur d'intérêt ait pour son propriétaire la caractéristique de se valoriser en dehors de la reproduction, il n'est pas possible de le définir comme le capital spécifique qui se valorise indépendamment du procès de production. Marx s'attache en effet à montrer, dans la quatrième section du livre III du *Capital*, c'est-à-dire avant même d'analyser le capital porteur d'intérêt et d'introduire ainsi la finance dans sa théorie, que le capital marchand se valorise lui aussi en dehors de la production. Il n'est en effet pas question de prêt à intérêt dans le capital marchand, mais de la simple spécialisation de capitaux dans les fonctions commerciales alors que d'autres se spécialisent dans les fonctions industrielles.

Or, le capital marchand joue un rôle financier indépendamment du prêt à intérêt. Le capital engagé dans la reproduction peut ainsi se diviser en capital industriel et capital marchand, ce dernier se divisant à son tour en capital du

commerce de marchandises et capital du commerce de l'argent. Nous soutenons donc que le capital financier défini par Marx dans la quatrième section du livre III est de nature tout à fait distincte du capital porteur d'intérêt. Son analyse est cependant indispensable pour comprendre le capital bancaire.

Nous montrerons comment le capital se divise en capital industriel et capital marchand (3.1) puis comment se dernier se divise à son tour en capital du commerce des marchandises et capital du commerce de l'argent (3.2). Une représentation de ces concepts en termes comptables permettra alors de les clarifier (3.3).

3.1. La division du capital en capital industriel et capital marchand

Dans la quatrième section du livre III du *Capital*, Marx part des formes capital-productif, capital-marchandise et capital-argent qu'il a développées dans le livre II[57] pour en tirer les concepts de capital industriel et de capital marchand. Il a en effet exposé dans ce livre le procès cyclique du capital, qui peut se résumer par la célèbre formule :

$$A - M \ldots P \ldots M' - A' \qquad \text{avec } A' > A$$

Le capital prend trois formes différentes durant ce procès. Dans la sphère de la circulation, il prend la forme capital-argent, qui est celle sous laquelle il a été avancé, et la forme capital-marchandise, qu'il prend au sortir de la production. Dans la sphère de la production, il a la forme du capital productif, c'est-à-dire la forme sous laquelle il est doué de la capacité de fonctionner comme créateur de valeur (Marx, 1894a, chap. I). Dans toutes les branches de la production le capital revêt successivement tout ou partie de ces trois formes.

Ainsi, chaque capitaliste particulier doit œuvrer dans deux sphères différentes pour valoriser son capital : il doit produire des marchandises dans la sphère de la production et convertir ces dernières en argent puis son argent en marchandises dans la sphère de la circulation. La division entre le capital industriel et le capital marchand correspond justement à une spécialisation des différents capitalistes, les uns dans la production, les autres dans la circulation des marchandises. Le « trafic » des marchandises et de l'argent devient la fonction particulière de certains capitalistes - les capitalistes marchands.

[57] Plus exactement dans la première section, intitulée « Les métamorphoses du capital et leur cycle » (Marx, 1885a).

Le capital marchand ne crée pas de plus-value mais il assure une fonction qui, en son absence, aurait dû être assurée par le capital industriel. A ce titre, il participe à la détermination du taux général de profit et concourt au partage de la plus-value produite par les capitalistes industriels. Ainsi, le capital marchand comme le capital industriel rapportent chacun le profit moyen.

3.2. Le commerce des marchandises et le commerce de l'argent

A son tour, le capital marchand se divise en capital du commerce des marchandises (ou capital commercial) et capital du commerce de l'argent. Une partie des capitalistes marchands se spécialise ainsi dans le commerce des marchandises alors qu'une autre se spécialise dans la garde et la gestion de l'argent. Cette dernière fonction constitue les commerçants d'argent en banquiers.

a) La spécialisation du capital marchand

Sur le marché, c'est-à-dire dans la sphère de la circulation, le capital existe sous la forme du capital-argent et du capital-marchandise, dont chacune a pour but de se transformer en l'autre. Aussi, lorsque le capital-marchandise devient la fonction particulière d'un groupe particulier de capitalistes, c'est-à-dire lorsqu'il devient autonome, il donne naissance au capital commercial. De la même manière, lorsque le capital-argent devient autonome, il donne naissance au capital du commerce de l'argent.

Le commerçant détenteur du capital commercial est un capitaliste, au même titre que le capitaliste industriel : il avance une somme d'argent pour acheter une certaine quantité de marchandises et la revendre avec profit[58]. Son capital réalise donc le cycle :

$$A - M - A' \qquad \text{avec } A' > A$$

Le capital-marchandise, qui était « une simple forme d'être du capital industriel » (Marx, 1894a, p. 281) devient la forme d'être du capital commercial. La fonction de vente s'est déplacée de l'industriel au commerçant (Marx, 1894c, p. 1049).

[58] « En tant que capitaliste, le commerçant apparaît tout d'abord, sur le marché, comme représentant d'une certaine somme d'argent qu'il avance en qualité de capitaliste » (Marx, 1894c, p. 1049).

Ainsi, le capital-marchandise en devenant la fonction du capital commercial, et le capital-argent en devenant celle du capital du commerce de l'argent, sont devenus des sortes de capitaux autonomes appartenant à des branches d'affaires séparées. Le capital marchand a pour fonction d'assurer le procès de circulation du capital industriel, mais du point de vue du capital social dans son ensemble rien n'a changé : ni le volume total du capital-marchandise ni celui du capital-argent ne se trouvent modifiés [59]. Cette spécialisation doit cependant s'accompagner d'économies de capital qui permettent de réduire les stocks de capital-marchandise et de capital-argent qui doivent être conservés pour un niveau donné de la production. Sous réserve de ces économies, le commerçant représente sur le marché le même capital-marchandise et le même capital-argent que le producteur avant son intervention.

b) Fonctions du capital du commerce de l'argent

De même que le capital commercial assure la circulation des marchandises, le capital du commerce d'argent assure la circulation de l'argent des entreprises industrielles et commerciales :

> L'argent effectue des mouvements purement techniques dans le procès du capital industriel et […] du capital commercial. La transformation de ce capital en capital financier est justement opérée par ces mouvements qui, rendus autonomes, deviennent la fonction d'un capital particulier (Marx, 1894a, p. 324).

En effet, une fraction des capitaux industriels et marchands est en permanence maintenue sous la forme de capital-argent. Les industriels et les commerçants doivent ainsi procéder aux opérations techniques de leurs encaissements et de leurs paiements, à leur compensation et leur comptabilisation, ainsi qu'à la conservation de leurs différents fonds de réserves sous forme de trésors[60] – fonds de paiement, fonds d'accumulation et fonds d'amortissements, (Marx, 1894c, p. 1085). Ce sont ces opérations[61] qui sont assurées par le capital du commerce de l'argent :

[59] Ou plus exactement, le fait que le capital-marchandise soit devenu la fonction particulière du capital commercial en tant que capital autonome n'implique pas en soi que le volume du capital-marchandise doive diminuer. Cependant, si cette spécialisation d'une partie du capital industriel primitif en capital commercial a lieu, c'est bien parce que cette spécialisation permet de diminuer le capital nécessaire au fonctionnement de la circulation des marchandises, c'est-à-dire de raccourcir la phase de la circulation. Il s'ensuit que la diminution du volume du capital-marchandise est la raison de la spécialisation du capital commercial en tant que tel.
[60] C'est-à-dire de leur capital-argent thésaurisé.
[61] Pour plus de précisions voir Marx (1885, chap. 2) et Hilferding (1910, chap. 4).

> Le déboursement et l'encaissement de l'argent, les opérations de compensation, l'établissement des comptes courants, la garde de l'argent, etc., toutes ces choses, séparées des actes qui exigent de telles opérations techniques, font du capital avancé pour ces fonctions le capital financier[62] (Marx, 1894a, p. 325).

La division du travail s'approfondit ainsi un peu plus lorsque ces opérations deviennent la fonction d'un groupe particulier de capitalistes. Leur capital forme le capital du commerce de l'argent, improprement appelé « capital financier » dans certaines traductions françaises du *Capital*.

Comme le relève De Brunhoff (1967, p. 65-7), le problème financier qui est posé ici est celui de l'avance du capital-argent A dans le circuit A-M…P…M'-A' ; la manière dont le capital-argent joue un rôle dans la circulation du capital. Elle remarque d'ailleurs qu'il ne s'agit que du problème « de l'ajustement de la quantité de capital-argent aux besoins de la production et de la reproduction du capital » (*ibid.*, p. 69). Le capital du commerce de l'argent a précisément pour fonction la gestion de ce capital-argent.

c) Les banques et le commerce de l'argent

Comme nous l'avons dit, le capital du commerce de l'argent opère dans la sphère de la circulation. Il est ainsi une fraction des capitaux industriels et commerciaux maintenue en permanence sous la forme d'argent et qui devient autonome. Pourtant :

> Il est évident que la masse de capital-argent avec laquelle les banquiers[63] opèrent n'est que le capital des commerçants et des industriels engagés dans le processus de circulation et que leurs opérations sont, en fait, celles des capitalistes auxquels ils servent d'intermédiaire (Marx, 1894c, p. 1091).

Ici, la fonction des banques est ramenée à leur seule fonction de circulation de la monnaie, c'est-à-dire une fonction commerciale. Le bilan du banquier commerçant d'argent est très simple : de la monnaie à l'actif, son capital et des dépôts au passif. Il n'y a encore ni crédit ni création monétaire. Le capital du commerce de l'argent assure ici des fonctions que le capital industriel devrait de toute manière effectuer

[62] Au sens de capital du commerce de l'argent.
[63] Lorsqu'il est question du capital financier dans le premier sens que lui donne Marx, les termes « capitaliste financier » ou « banque » sont synonymes. En effet, les fonctions qu'assure ici le capital du commerçant d'argent sont celles qu'une banque accomplit par rapport à la circulation monétaire.

sans l'autonomisation du capital marchand. Dès lors, les capitalistes du commerce de l'argent – qui sont des banques ne connaissant pas encore le crédit – doivent recevoir le profit moyen comme rémunération, bien que pour Marx elles ne créent pas de valeur :

> Comme la phase de circulation du capital industriel constitue, au même titre que la production, une phase du processus de reproduction, il faut que le capital qui fonctionne de manière autonome dans le processus de circulation [c'est à dire le capital marchand] rapporte le profit annuel moyen, tout aussi bien que le capital qui fonctionne dans les différentes branches de la production (Marx, 1894c, p. 1056).

Et cela de la même manière que ce capital rapportait le profit moyen lorsqu'il était une fraction du capital industriel. En somme, le capital du commerce de l'argent participe à la détermination du taux général de profit en proportion de la fraction du capital social qu'il représente (Marx, 1894c, p. 1059). Les commerçants d'argent sont en concurrence avec les capitalistes industriels, mais pas davantage que les industriels entre eux : chacun tente d'obtenir plus que le profit moyen mais la concurrence entre les capitaux ramène toujours leur profit particulier à ce niveau moyen.

Puisque le profit du capital du commerce de l'argent ne provient pas de ce que le commerce d'argent crée de la valeur, il doit venir d'une partie de la plus-value produite par le capitaliste industriel et transférée dans la circulation (Marx, 1894a, p. 292). Il faut donc que les industriels et les commerçants trouvent un intérêt quelconque à ce que le capital financier exerce pour eux les fonctions que l'on a détaillées, et qu'il leur paye des commissions en rémunération de ces fonctions. En effet, la spécialisation du capital du commerce de l'argent lui permet de mettre en œuvre les opérations techniques de la circulation monétaire en les concentrant, les abrégeant et les simplifiant ; bref, de réaliser des économies dans les frais de la circulation. Aussi, le taux de profit serait-il moins élevé sans le capital marchand en général et le capital du commerce de l'argent en particulier, car les capitalistes industriels devraient consacrer une fraction de leur capital plus élevée que le capital marchand pour remplir la même fonction dans la circulation (Marx, 1894c, p. 1062-4).

3.3. Une représentation en termes comptables

Même lorsqu'il introduit le capital du commerce de l'argent dans la quatrième section du livre III du *Capital*, Marx n'apporte finalement aucun changement à son concept de capital. Certes, le cycle du capital du commerce d'argent est A-A' mais il opère encore dans la circulation. Le capital du capitaliste commerçant d'argent – le banquier – tel qu'il est défini dans la quatrième section a toujours la forme du capital-argent car la transformation ne s'opère que dans les caractéristiques de cet argent (monnaies différentes, etc.) et dans les soldes des comptes des clients de la banque.

Chaque capital particulier – industriel ou marchand – prend successivement ou simultanément tout ou partie des trois formes du capital-argent, du capital-marchandise et du capital productif. Marx précise le lien entre ces dernières:

> Capital-argent, capital-marchandise, capital productif ne désignent donc pas ici des sortes autonomes du capital, dont les fonctions formeraient le contenu de branches d'affaires séparées et également autonomes. Ils ne désignent que des formes fonctionnelles particulières du capital industriel, qui les prend toutes les trois successivement (Marx, 1885, p. 49).

En somme, la distinction entre capital-argent, capital-marchandise et capital productif n'est pas de même nature que celle entre capital du commerce de l'argent, capital commercial et capital industriel. Ces trois premières formes sont toutes des formes du capital industriel. Mais les cycles de chaque industrie n'étant pas nécessairement coordonnés entre eux, et chaque capitaliste pouvant avoir des fractions de son capital sous chacune des différentes formes, une fraction du capital social[64] se trouve toujours sous chacune de ces trois formes simultanément. Et finalement :

> Une fraction du capital, mais constamment changeante, constamment reproduite, existe comme capital-marchandise qui se convertit en argent ; une autre, comme capital-argent qui se convertit en capital productif ; une troisième, comme capital productif qui se convertit en capital-marchandise. (Marx, 1885, p. 96)

Marx n'utilise pas, dans ses développements, les catégories comptables, et notamment la distinction entre l'actif et le passif. Dans ses ouvrages, le mot

[64] « Le capital social est la somme des capitaux individuels (y compris les capitaux par actions et le capital d'Etat » (Marx, 1894c, p. 87).

« capital » peut ainsi désigner parfois un élément de l'actif, parfois un élément du passif, parfois encore autre chose. Le langage comptable nous permet cependant de proposer une représentation simple de la théorie des mécanismes financiers de Marx[65].

Le capital-argent est l'une des formes transitoires d'existence du capital des industriels ou des marchands, comme le sont le capital productif et le capital-marchandise :

> Dans son sens primitif, le capital-argent n'est toujours qu'une forme transitoire du capital, différant des autres formes de celui-ci : capital-marchandise et capital productif (Marx, 1894b, p. 126).

Capital-argent, capital-marchandise et capital productif sont les trois actifs – et les trois seuls – de l'économie. Le bilan de toute entreprise capitaliste ne présente, à l'actif, qu'une combinaison de ces trois formes du capital. Mais le procès de reproduction dans lequel le capital tout entier de l'entreprise est engagé peut être industriel, lorsque le capital parcourt le chemin A-M…P…M'-A' ou commercial lorsqu'il parcourt A-M-A' ou encore du commerce de l'argent lorsqu'il effectue A-A'. Autrement dit, un atome de capital industriel existe successivement sous la forme de capital productif, de capital-marchandise et de capital-argent et, à tout instant, le capital social dans son ensemble se répartit toujours entre ces trois formes matérielles.

Actif	Passif
Capital productif	Capital industriel
Capital-marchandise	
Capital-argent	

Cependant, les traductions étant souvent approximatives[66], la confusion vient vite si l'on n'a pas en tête ce schéma. Gilbert Badia, par exemple, écrit dans une note des *Lettres sur le Capital* que « par capital productif, Marx entend le capital industriel qu'il oppose au capital commercial, au capital-argent, ou au capital-

[65] Cette idée a déjà été développée dans Duménil (1975), dans Mendez (2004) et enfin dans Duménil et Lévy (2006b).
[66] Voir la section suivante pour une discussion de ce point.

marchandise » (*in* Engels, 1964, p. 212). En cela, il opère une confusion entre des catégories relevant de l'actif des entreprises et des catégories relevant de leur passif.

Dans la quatrième section du livre III du *Capital* Marx a donc montré comment certains capitaux peuvent ne pas parcourir le cycle A – M … P … M' – A' et pourtant concourir à la détermination du taux général de profit et au partage de la plus-value totale. Cependant, le capital du commerce des marchandises et le capital du commerce de l'argent ne sont que des cas particuliers du capital industriel et il est tout à fait possible, dans la suite de l'analyse, de ne plus faire référence à cette distinction. Face au capital porteur d'intérêt que Marx étudie dans la cinquième section, ces différents capitaux forment le capital industriel en général, c'est-à-dire le capital qui concourt à la détermination du taux général de profit.

*

Le capital du commerce de l'argent et le capital porteur d'intérêt ne peuvent donc pas être confondus. Alors que le premier est l'une des activités que le capital peut accomplir dans la reproduction – à côté du commerce des marchandises et de l'industrie – le second est une modalité de financement de l'ensemble de ces activités. Là où le premier concourt à la détermination du taux de profit et obtient le taux de profit moyen, le second reçoit comme rémunération, sous la forme de l'intérêt, une part du profit total généré par l'activité du capital industriel et du capital marchand. Dès lors, pour une masse de capital donnée engagée dans la reproduction, une augmentation de la masse du capital du commerce de l'argent compensée par une diminution des masses du capital industriel et du capital du commerce des marchandises, doit entraîner, toutes choses égales par ailleurs, une diminution de la masse et du taux de profit. Au contraire, une augmentation du financement par le capital porteur d'intérêt, compensée par une diminution de l'autofinancement ne modifie ni la masse ni le taux de profit, mais engendre une nouvelle répartition de ce profit entre capitalistes actifs et capitalistes financiers.

La place des banques est alors ambigüe. Elles assurent en effet aussi bien la gestion du capital-argent des autres capitalistes, opérant comme commerçants d'argent, et le prêt de capital à intérêt, opérant ainsi comme capitalistes financiers. La notion de capital bancaire reste donc à définir.

4. La finance, le commerce et les banques

Les trois sections précédentes nous ont permis d'articuler les différents concepts que l'on retrouve chez Marx renvoyant au capital financier. Nous pouvons, dès lors, reformuler la théorie d'ensemble et essayer d'identifier l'origine des confusions entretenues dans la littérature secondaire (3.1). Nous pourrons alors montrer que le capital bancaire a des liens spécifiques avec le capital porteur d'intérêt et le capital du commerce de l'argent, dont la complexité explique en partie cette confusion (3.2).

4.1. La confusion

La reconstruction à laquelle nous avons procédé permet de clarifier l'articulation des différents concepts. Nous pouvons ainsi analyser les confusions commises, selon nous, dans la littérature secondaire et montrer le rôle important que les erreurs de traduction ont joué pour les entretenir.

a) La reconstruction permet d'opérer une clarification

Le schéma que nous avons reconstruit suggère une série de conditions réciproques entre les différents concepts mobilisées. Le capital porteur d'intérêt suppose en effet que le capital soit avancé sous forme monétaire par le capitaliste financier au capitaliste actif et qu'il reflue ensuite de celui-ci vers celui-là sous la même forme. A son tour, ce double mouvement a deux conditions. D'une part, que le capitaliste financier possède son capital sous forme de monnaie. D'autre part que, dans le cycle du capital industriel, le capital-argent soit avancé, accomplisse le cycle de sa valorisation qui se résume par la formule A – A' et reflue ensuite sous forme monétaire avec une valeur augmentée du profit. Cette double condition définit le capital-argent et son corollaire, le commerce d'argent. Ce dernier point suppose que les marchandises s'échangent entre elles dans la circulation, c'est-à-dire qu'elles se convertissent en argent et que ce dernier se convertisse lui-même en marchandises. Cette dernière condition permet enfin de définir la monnaie.

Le passage de la monnaie au capital-argent est le passage d'une économie marchande à une économie capitaliste, alors que le passage du capital-argent au capital porteur d'intérêt est le passage d'une économie capitaliste monétaire à une

économie capitaliste de crédit – ce que d'aucuns appelleraient « capitalisme financier ». A cet égard, de Brunhoff (1967, p. 176) dégage clairement le passage du capital-argent au capital porteur d'intérêt et affirme justement que « le crédit ne peut être étudié qu'après la monnaie et après le capital-argent ». Elle n'a cependant pas noté les conditions d'un tel passage : que le capital-argent existe préalablement comme fonction du capital du commerce de l'argent ou qu'une partie des industriels préfère prêter contre intérêt plutôt que de faire valoir directement son capital pour le profit moyen.

Dès lors, le capital avancé par un capitaliste actif est la somme de son capital propre et du capital qu'il a emprunté. Ce dernier constitue un capital porteur d'intérêt pour le capitaliste financier prêteur. Le capitaliste actif avance l'ensemble de ce capital dans l'industrie, le commerce des marchandises ou le commerce de l'argent et son capital prend alternativement tout ou partie des trois formes du capital (capital productif, capital-marchandise et capital-argent). Il reçoit par conséquent un profit moyen calculé sur son capital industriel ou marchand, dont il rétrocède une partie au capitaliste financier sous la forme d'intérêts calculés sur le capital porteur d'intérêt de ce dernier. Le capitaliste actif conserve le solde comme son profit d'entreprise, mais dans son esprit il divise ce solde lui-même en intérêt sur son capital propre et profit d'entreprise proprement dit, relatif à l'ensemble du capital avancé.

Comme cela a été écrit en introduction de ce chapitre, Harvey (1982, p. 69) méconnaît cette distinction lorsqu'il écrit, par exemple, que « profit is […] split into the components of profit on mechant's capital, interest on money capital, rent on lend and profit of enterprise ». La distinction disparaît complètement lorsqu'il écrit que « the difference between capital in money or productive form ultimately leads to the separation between interest on money capital and profit of enterprise » (Harvey, 1982, p. 72) ; ce qui est erroné puisque le capital marchand et le capital porteur d'intérêt peuvent exister l'un sans l'autre.

b) Le problème de la traduction

En ce qui concerne les auteurs français, nous pensons que les problèmes de traduction ont joué un grand rôle dans la mauvaise compréhension des deux sens du

capital financier et de leur articulation[67]. En effet, dans la traduction des Editions sociales l'expression de « capital financier » est utilisée pour traduire le capital du commerce de l'argent de la quatrième section du livre III[68] alors que les capitalistes qui prêtent leur capital-argent contre un intérêt sont appelés « capitalistes financiers », définissant le capital porteur d'intérêt comme étant lui aussi un capital financier.

Pourtant, des termes bien distincts sont utilisés en allemand et en anglais pour ces différentes catégories. Ainsi est-il question dans la quatrième section du capital marchand (*Kaufmannskapital*) qui se divise en capital commercial [69] *(Warenhandlungskapital)* et capital du commerce de l'argent *(Geldhandlungskapital)*. Dans la cinquième section, en revanche, le capital porteur d'intérêt (*zinstragende Kapital*) est la forme que prend le capital des *money capitalists (Gelkapital)* lorsqu'ils prêtent leur capital-argent (*money-capital*) contre un intérêt. Dès lors, la lecture du livre III en anglais ou en allemand n'entraîne pas cette assimilation totale entre le capital du commerce de l'argent et le capital porteur d'intérêt, même si cela n'a pas empêché les confusions de la part de certains commentateurs.

Ce sont ces erreurs de traduction qui ont conduit Suzanne de Brunhoff, pensons-nous, à assimiler le capital financier de la quatrième section au capital porteur d'intérêt de la cinquième. Ainsi écrit-elle que le « capital financier » de la cinquième section a été défini à la fin de la quatrième section (de Brunhoff, 1967, p. 105). Plus loin, elle définit le capital marchand comme étant le capital commercial et le capital porteur d'intérêt ».

Nous donnons ci-dessous, en exemple, deux citations proposées par de Brunhoff qui montrent qu'elle a été induite en erreur par cette traduction défaillante[70]. La première citation n'est pas compréhensible car elle assimile le capital marchand au capital commercial et confond le « capital financier » et le capital-argent. La seconde assimile le capital porteur d'intérêt au capital du commerce de l'argent.

[67] Ces problèmes de traduction ont déjà été soulignés par Duménil (1975), Mendez (2004) et Duménil et Lévy (2006b).
[68] En revanche, la traduction de La Pléiade est correcte. Mais c'est en général à l'édition des Editions Sociales que les auteurs font référence.
[69] Il existe en outre une confusion entre capital marchand et capital commercial : ces termes semblent synonymes en français alors que la différence entre les deux termes allemands est claire. A ce sujet, voir Meacci (1998, p. 192).
[70] La comparaison est faite avec l'anglais pour plus de facilité.

Traduction française	Traduction anglaise
L'apparition, dans le procès de circulation du capital industriel, du capital commercial […] et du capital financier, comme objets que manipule une espèce particulière de capitalistes	The appearance in the process of circulation of industrial capitalist of merchant's capital […] and of money capital as an object of manipulation by a special kind of capitalists.
le capital porteur d'intérêt […] fait partie avec le capital commercial, son frère jumeau, des formes antédiluviennes du capital (De Brunhoff, 1967, p. 109).	Interest-bearing capital [*Zinstragende Kapital*] (…) belongs together with its twin brother, merchant's capital [*Kaufmännischen Kapital*], to the antediluvian forms of capital.

Cette confusion est entretenue par le fait que Marx emploie souvent les termes « capital industriel » pour signifier l'ensemble du capital actif, c'est-à-dire le capital industriel proprement dit, à l'œuvre dans la production, et le capital marchand, à l'œuvre dans la circulation - ce dernier étant à son tour divisé en capital commercial et capital du commerce de l'argent. Ainsi, lorsqu'il est question de capital industriel, y compris parfois dans la cinquième section du livre III ou dans les *Théories sur la plus-value* (1905), il est en réalité question du capital industriel, du capital commercial et du capital du commerce de l'argent. Dès lors, ce dernier est renvoyé, à tort, en face du capital industriel, avec le capital porteur d'intérêt. Pourtant, le même capital est bien divisé deux fois selon des modalités différentes : il faut d'abord que le capital soit divisé entre entrepreneurs et financiers, avant d'être avancé dans la reproduction et y prendre place comme capital de la production ou capital de la circulation[71].

Enfin, capital du commerce de l'argent et capital porteur d'intérêt ont en commun une dernière caractéristique : tous deux prennent la forme du capital-argent. Mais alors que le capital du commerce de l'argent est ce capital avancé par un capitaliste dont la fonction est la gestion de l'argent des industriels et des

[71] Marx n'établit pas lui-même clairement cette articulation mais on en trouve une ébauche dans les *Théories sur la plus-value* : le capital porteur d'intérêt est une forme « dérivée » du capital industriel ; le capital commercial (et donc aussi le capital du commerce de l'argent) sont des formes « secondaires » du capital industriel, « c'est à dire en tant que capital dans une fonction particulière qui appartient à son procès de circulation » (Marx, 1905, t. 3, p. 554).

commerçants, le capital porteur d'intérêt est ce capital-argent que le capitaliste financier prête au capitaliste actif afin qu'il l'avance dans l'industrie, dans le commerce des marchandises ou dans le commerce de l'argent.

4.2. Le capital bancaire

Parce qu'il comprend aussi bien le capital du commerce de l'argent que le capital porteur d'intérêt, le capital bancaire a joué un rôle significatif dans la confusion entre ces deux définitions du capital financier. Les banques sont en effet des entreprises capitalistes qui, opérant dans la circulation, centralisent le capital-argent des différents capitalistes. Elles se mettent alors en mesure de prêter le capital ainsi économisé et, ce faisant, elles donnent naissance à du capital fictif. L'articulation des deux concepts renvoie donc à la double fonction des banques, comme agent des circulations d'une part, et comme prêteuses de capital d'autre part. Si les deux concepts peuvent se comprendre indépendamment l'un de l'autre, ils existent le plus souvent conjointement dans les banques. L'étude du crédit bancaire, qui n'est faite par Marx que dans la cinquième section du livre III, mais que l'on ne peut concevoir qu'en posant la quatrième section comme prémisses, donne par conséquent une base à cette confusion.

Les banques jouent un rôle important dans le développement du capital porteur d'intérêt et opèrent la synthèse des deux formes du capital financier. Nous pourrons cependant interroger ce schéma logique au regard du développement historique des banques.

a) Le rôle des banques dans le développement du capital porteur d'intérêt

Les encaisses des banques, que le développement des techniques bancaires a rendues oisives, peuvent être transformées en capital porteur d'intérêt ; leur existence devient alors un levier important du développement de ce dernier. L'intervention des banques est ainsi liée aux dépôts qu'elles détiennent de leur fonction initiale de commerçant d'argent. Il ne s'agit cependant pas ici des sommes confiées sous gestion aux banques, mais des dépôts courants effectués d'abord par les industriels et les commerçants, ensuite par les particuliers, en vue d'effectuer leurs encaissements et leurs règlements et de conserver en sécurité leurs réserves monétaires.

L'existence des banques et la concentration ainsi que l'économie du capital-argent qu'elles opèrent est donc une condition essentielle du développement du capital porteur d'intérêt. Réciproquement, la possibilité de prêter le capital à intérêt procure aux banques une source de revenus importante qui, à son tour, les pousse à accroître la quantité de monnaie qu'elles détiennent. Ainsi, en développant la collecte de l'épargne, elles transforment les fonds de réserve individuels de toutes les classes de la société en un capital monétaire qu'elles peuvent jeter dans la production en le prêtant contre intérêt (Marx, 1894c, p. 1124). Le crédit bancaire contribue ainsi à partager le capital entre le capital qui se valorise directement dans la production et celui qui se valorise primitivement par le prêt.

Mais le rôle des banques ne s'arrête pas là. En plus de fournir une grande quantité de capital-argent prêté à intérêt au moyen des réserves accumulées dans le cadre de leurs autres fonctions, et de collecter une épargne supplémentaire qu'elles transforment en capital porteur d'intérêt, elles jouent un troisième et dernier rôle dans le développement de ce dernier. Lorsque le système de crédit se développe, les banquiers acquièrent une position centrale :

> Nous avons vu que la garde des fonds de réserve des hommes d'affaires, les opérations techniques de l'encaissement et du paiement d'argent, des paiements internationaux […] se trouvent concentrés entre les mains des banquiers. Conjointement à ce commerce d'argent se développe l'autre aspect du système de crédit : la gérance du capital porteur d'intérêt ou du capital-argent, en tant que fonction particulière des banquiers. Emprunter et prêter de l'argent devient leur affaire particulière. Ils se présentent comme intermédiaires entre le prêteur véritable et l'emprunteur de capital-argent (Marx, 1894b, p. 66-7).

En prenant sous gestion le capital des capitalistes financiers, en s'occupant pour leur compte de le placer à intérêt et en concentrant ainsi le capital porteur d'intérêt, elles procurent une nouvelle incitation à la fois à l'offre et à la demande de capital de prêt.

b) Les banques comme synthèse des deux formes du capital financier

Trois éléments sont donc des préalables nécessaires au développement des banques. Premièrement, il faut une division de la classe capitaliste entre capitalistes actifs et rentiers. Deuxièmement, il faut un développement préalable des banques sur la base du capital du commerce d'argent, qui les amène à concentrer entre leurs

mains du capital-argent. Troisièmement, il faut que le capital de prêt corresponde à une nécessité du développement industriel qui est celle de sa concentration et de son caractère de plus en plus capitalistique.

La distinction effectuée par Marx entre le capital du commerce de l'argent et le capital porteur d'intérêt s'avère ainsi indispensable pour caractériser les banques. Le banquier effectue la synthèse entre les quatrième et cinquième sections du livre III du *Capital* en développant le crédit tout en assurant ou au moins en facilitant la circulation de la monnaie. Ses opérations sont doubles, il s'agit à la fois de réceptionner les fonds du public et de les mettre à sa disposition à travers des techniques de paiement sophistiquées, et d'affecter les fonds recueillis au crédit. Cette première activité se développe parce qu'elle répond au besoin d'économie et de sécurité dans les opérations monétaires ; la deuxième parce qu'elle répond au besoin de financement monétaire des affaires. Pour Duménil et Lévy (2006b, p. 200), « l'intersection des analyses des sections du *Capital* qui traitent du capital du commerce de l'argent et du capital de financement […] est [ainsi] une expression de la dualité de la fonction des institutions financières ».

Le banquier est un capitaliste qui, au lieu de prêter son capital contre un intérêt et de devenir ainsi un capitaliste financier, choisit de faire valoir lui-même son capital dans le commerce de l'argent. Cette activité lui permet de recevoir un profit proportionnel au capital qu'il a avancé - à son capital bancaire. Mais cette activité le conduit à détenir en permanence une masse à peu près constante de capital-argent. Il peut dès lors la prêter et la transformer en capital porteur d'intérêt. Comme l'argent qu'il prête lui revient sous forme de nouveaux dépôts, ses prêts augmentent la masse de capital-argent qu'il détient et lui permettent d'accorder des prêts au-delà de la limite de son capital bancaire[72]. Enfin, il acquiert une expérience et une expertise par son activité, qui conduisent la plupart des capitalistes financiers à lui confier la gestion de leur capital-argent.

Il est vrai que le capital financier se présente sous la forme unitaire du capital bancaire dans la plus grande partie de la cinquième section du livre III, mais on ne peut méconnaître la distinction que nous avons opérée entre capital du commerce de l'argent et capital porteur d'intérêt sans risquer contresens et fausses interprétations.

[72] Marx a ici en tête la possibilité de la banque de créer ses propres dépôts en prêtant (Marx, 1894c, p. 1241).

c) *Articulation historique entre le capital porteur d'intérêt et le capital marchand*

Marx développe une véritable genèse conceptuelle du capital financier et de la banque, au travers d'un processus par étape[73] qui, à partir du concept le plus général de capital procède par complexification progressive pour aboutir aux différentes formes du capital financier et au capital bancaire. Ce dernier se développe sur la base du capital du commerce de l'argent :

> Nous considérons ici le commerce de l'argent sous sa forme simple, c'est-à-dire séparée du système de crédit ; comme tel, il n'intervient donc que dans la technique d'une des phases de la circulation des marchandises, à savoir la circulation de l'argent, ainsi que les diverses fonctions de l'argent qui en résultent (Marx, 1894b, p. 306).

Il est pleinement développé lorsqu'à cette première fonction s'ajoute le capital porteur d'intérêt. Une telle genèse conceptuelle ne semble cependant pas correspondre à la genèse historique du capital bancaire. Ce décalage a pu, là encore, alimenter la confusion sur la théorie de Marx.

D'un côté, il est clair que les banques sont historiquement dérivées du commerce[74]. C'est notamment dans les foires qu'apparaissent les premiers changeurs qui fournissent aux marchands les monnaies locales dont ils ont besoin. Au Moyen-âge, les places commerciales importantes sont aussi les principales places bancaires, où la compensation des créances a lieu parallèlement au négoce des marchands. De même, les innovations dans les techniques financières qui prennent place en Europe et au Moyen-Orient autour du 12ème siècle sont largement le fait de marchands dont une partie se spécialise progressivement dans la banque : ils tiennent des comptes bancaires et acceptent les dépôts, font le commerce des lettres de change et réalisent des opérations de crédit et d'assurance. Ces premiers banquiers sont avant tout des commerçants d'argent et c'est sur la base des dépôts qu'ils détiennent que se développe progressivement leur activité de prêteurs à intérêt, comme le suggère Marx.

Le caractère hybride de la lettre de change, qui est à la fois une technique de paiement et une opération de prêt à intérêt vient relativiser cette genèse historique.

[73] Pour une approche de la critique marxienne comme déduction dialectique des concepts les uns des autres, voir Faccarello (2000).
[74] Sur l'histoire de la naissance et du développement des banques, voir par exemple Le Goff (1956) et Bonin (1992). Sur l'histoire du développement des techniques bancaires et financières voir par exemple Bichot (1984).

Mais on peut estimer, comme Wray (1990, p. 19), que la lettre de change n'était payable à terme que pour des raisons pratiques liées à l'éloignement du lieu de l'émission et du lieu du paiement, et non parce qu'il s'agissait de crédit.

Plus complexe est le développement du capital usuraire – c'est-à-dire d'une forme antique de capital de prêt (Marx, 1894b, p. 253) – concomitamment et non postérieurement au capital commercial :

> Le capital productif d'intérêts, ou pour le désigner sous sa forme antique, le capital usuraire, fait partie avec le capital commercial, son frère jumeau, des formes antédiluviennes du capital qui précèdent de loin le mode de production capitaliste et se retrouvent dans les structures sociales les plus diverses au point de vue économique (Marx, 1894b, p. 253).

Car le capital usuraire ne suppose pas l'existence de banques, au contraire. Nous avons cependant montré que le capital porteur d'intérêt, s'il peut se développer dans le capital bancaire, sur la base du commerce de l'argent, peut aussi se développer de manière autonome, dans la personne des capitalistes financiers. C'est seulement dans le cadre du capital bancaire que l'on ne peut pas concevoir l'un sans l'autre. Un tel développement est d'ailleurs nécessaire pour faire entrer les marchés financiers dans ce schéma. Le développement primitif[75] du capital usuraire ne nous semble donc pas de nature à remettre en cause notre analyse.

*

Nous sommes partis, au début de cette section, de notre interprétation de l'articulation entre les différentes définitions que Marx semble donner du capital financier et nous avons essayé de situer l'origine des confusions que l'on constate dans la littérature secondaire. Nous l'avons tout d'abord trouvée dans les problèmes de traduction qui ont, selon nous, induit en erreur les commentateurs les plus influents.

Nous avons ensuite centré notre analyse sur le capital bancaire et montré que dans ce dernier se trouvent réunis à la fois le capital du commerce de l'argent et le capital porteur d'intérêt. Si cela fait du banquier le personnage synthétique du capital financier marxien, il est vraisemblable que ce caractère composite du capital bancaire

[75] Marx (1894b, p. 260) en conclue que « ce qui distingue le capital porteur d'intérêt, en tant qu'élément essentiel du mode de production capitaliste, du capital usuraire, ce n'est nullement la nature ou le caractère de ce capital lui-même. C'est simplement que les conditions dans lesquelles il fonctionne ont changé et, partant, la figure de l'emprunteur qui affronte le prêteur d'argent s'est aussi complètement modifiée ».

ait ajouté à la confusion que nous avons dénoncée. Elle nous a cependant permis d'articuler entre eux les différents concepts étudiés. Enfin, la difficulté de retrouver dans l'histoire la genèse conceptuelle du capital bancaire proposée par Marx a aussi joué un rôle.

Conclusion

Marx n'ayant pas pu ou pas réussi à exposer sa théorie des mécanismes financiers, sa compréhension nécessite avant tout la mise à plat de ses concepts. C'est ce que nous avons essayé de faire dans ce chapitre en nous livrant à une reconstruction de sa théorie. Contre l'interprétation dominante, nous avons montré qu'il n'existe pas chez Marx un concept unitaire du capital financier. Au contraire, le capital du commerce de l'argent de la quatrième section du livre III et le capital porteur d'intérêt de la cinquième section sont des concepts différents qu'il convient de distinguer. Leur analyse permet de définir le capital fictif et le capital bancaire.

Dans ce but, nous avons exposé la genèse marxienne du capital porteur d'intérêt puis nous avons mis en évidence la fonction financière du capital marchand dans le procès de reproduction, dans la mesure où il assure la gestion de la monnaie. Cela nous a permis d'obtenir plusieurs résultats intermédiaires :

- Il n'existe pas, dans la théorie de Marx, d'arbitrage entre finance et industrie dans le sens ou le capital qui se valoriserait dans la sphère financière serait exclu de la sphère industrielle.
- L'intégration de la finance conduit à définir deux groupes de capitalistes aux intérêts divergents.
- Une représentation comptable adéquate permet de préciser les définitions des différentes notions avancées par Marx.
- Les erreurs de traduction et la multiplicité des rôles du capital bancaire ont joué un rôle décisif dans la confusion qui règne dans la littérature secondaire sur le capital financier.

Cette analyse nous a permis de caractériser deux personnages que Marx introduit dans sa théorie au cours du livre III. D'une part, l'entrepreneur, dont nous avons précisé le statut. Cela nous a amené à montrer que Marx échoue à expliquer l'origine du profit d'entreprise alors même qu'il est indispensable à sa théorie. D'autre part, la banque, qui réconcilie et synthétise les deux définitions du capital

financier dans le capital bancaire. Le banquier est une figure tout à fait particulière du *Capital* puisqu'il est à la fois un commerçant d'argent et un capitaliste financier. Mais cela, nous l'avons vu, ne remet pas en cause notre analyse et il n'y a pas à ce sujet de contradiction dans le livre III.

Enfin, le capital fictif permet la réconciliation entre le capital porteur d'intérêt et la loi de la valeur. Si sa définition est donc assez triviale, il implique cependant en lui-même les marchés financiers. Le prochain chapitre nous permettra de montrer comment Marx peut mobiliser cette théorie pour expliquer le rôle de la finance dans les cycles et les crises économiques.

Chapitre II

Finance et cycle économique chez Karl Marx

Introduction

Le chapitre précédent nous a permis de dégager une théorie marxienne cohérente des mécanismes financiers. Les différents concepts et notions mobilisés par Marx, en particulier dans le livre III du *Capital*, ont reçu des définitions précises et leur articulation les uns aux autres a été précisée. Cette reconstruction a abouti à deux résultats. Le premier est que les concepts de capital porteur d'intérêt et de capital du commerce d'argent permettent d'expliquer comment un capital peut obtenir un profit – ou un intérêt – sans pourtant participer à la production. Le second est que nous avons abouti à une compréhension analytique de la forme du capital dans la sphère financière - le capital fictif.

Le mode de production capitaliste se présente dès lors sous un aspect dual. Dans le livre III du *Capital*, Marx prend en compte la possibilité, pour un capitaliste, de prêter le capital qu'il détient à un autre capitaliste plutôt que de le faire valoir lui-même dans l'industrie ou dans le commerce. Il divise ainsi la classe capitaliste en deux sous-classes : capitalistes actifs et capitalistes financiers. Le marché financier est le lieu où ces deux groupes s'affrontent pour le partage du profit. D'un côté, le capital est avancé dans le procès de reproduction, génère de la plus-value par l'exploitation du travail salarié et s'accroît ainsi du profit. D'un autre côté, le prêt de capital contre intérêt engendre un capital fictif qui, bien que séparé de la production et semblant avoir une vie propre et automne, s'accroît malgré tout de l'intérêt.

Plusieurs auteurs ont fait de cette analyse leur point de départ pour tirer de la théorie des mécanismes financiers de Marx une opposition entre l'industrie et la finance. Le développement historique du capital fictif conduirait alors la seconde à dominer ou parasiter la première. Une telle interprétation est légitime puisque Marx pose lui-même en partie la question de cette manière. A cet égard, l'expression « capital fictif » semble déjà une condamnation : ce qui n'a pas d'existence réelle ne saurait avoir de légitimité et, par conséquent, ne peut se prévaloir d'aucun droit à prélever l'intérêt sur la plus-value. Pourtant, s'il est vrai qu'il existe pour Marx une

concurrence entre les deux groupes pour le partage du profit, cela ne peut pas être interprété comme une concurrence entre l'industrie et la finance. Comme nous l'avons montré dans le précédent chapitre, tout le capital se trouve, au final, avancé dans l'industrie ou le commerce.

L'objet de l'analyse de Marx est l'influence de la finance sur les cycles et les crises économiques. Dès lors, afin de dégager les implications économiques de la théorie qu'il a ébauchée, l'analyse doit partir du concept de capital fictif. Dans la mesure où ce dernier est la valeur capitalisée d'un intérêt et, pour son propriétaire, n'est rien d'autre que le droit à percevoir cet intérêt, l'étude du taux d'intérêt et du marché sur lequel il est déterminé est un enjeu central. L'analyse spécifique du taux d'intérêt chez Marx n'a pas été un sujet majeur de la marxologie[76]. On la trouve cependant chez Hilferding (1910), Fan-Hung (1939), Harris (1976), Panico (1980), Crotty (1985), Fine (1985), Lianos (1987), Schefold (1998) et Hein (2006).

Il convient, encore une fois, de rappeler que la théorie de Marx, telle qu'elle apparaît dans ses écrits, est incomplète et inachevée. Schefold (1998, p. 127-8) estime d'ailleurs que la cinquième section du livre III du *Capital* ne devait contenir originellement que quelques aspects importants de l'analyse du capital porteur d'intérêt. Ce n'est qu'ensuite que Marx y aurait inclus une analyse du système de crédit, puis du capital fictif, du lien entre l'accumulation du capital monétaire et du capital réel et, finalement, une analyse de la fonction du capital monétaire dans le cycle économique[77].

L'objectif du présent chapitre rejoint celui de la thèse dans son ensemble : il s'agit de montrer en quoi la théorie de Marx constitue une théorie de l'instabilité financière. Bien entendu, ce dernier relie de manière étroite les phénomènes financiers au procès de reproduction du capital. Pour cela, nous chercherons à obtenir quatre résultats intermédiaires qui, ensemble, forment une démonstration originale du rôle de la finance dans le cycle économique d'après Marx :

[76] L'analyse marxienne du cycle économique fondée sur des luttes entre groupes sociaux a très peu porté sur la lutte entre entrepreneurs et financiers, pour se concentrer sur le partage du produit net entre salariés et capitalistes. Ainsi, Boddy et Crotty (1975) se concentrent sur le rôle de la politique macroéconomique de l'Etat dans le conflit pour le partage du revenu entre salaires et profits. De même, Sherman (1979) et Ramirez (1990) analysent le cycle économique du point de vue de la variation de ce partage. A l'opposé, Crotty (1985) souligne la nécessité de tenir compte de la distinction entre les taux de profit brut et net, ce dernier étant assimilé au profit d'entreprise. De même, Fine et Harris (1979, p.87) tiennent compte de la multiplicité des luttes de classe.

[77] La difficulté liée à l'état des textes laissés par Marx est étudiée plus en détail dans le chapitre I.

1) Si Marx définit bien deux sphères de valorisation du capital – l'une industrielle, l'autre financière – c'est pour en déduire que le développement de la sphère financière est inévitable et tend à généraliser peu à peu le capital fictif. Par le développement de la finance, le capitalisme devient financier et le capital devient un concept universel et homogène. C'est ce que nous appelons la fonction « universalisante » du capital financier. Puisque c'est le capital fictif et son corollaire – le taux d'intérêt – qui permettent de distinguer ces deux sphères, la critique de ces concepts sera la méthode employée pour cette démonstration.
2) Avec le développement du capital fictif, les crises du capitalisme changent de forme et les crises monétaires et financières deviennent centrales. L'analyse du capital fictif permet de montrer, d'une part, que ces crises sont inévitables et, d'autre part, qu'elles entretiennent des liens complexes avec la crise réelle. Malgré quelques hésitations et ambigüités, Marx établit un lien entre procès de reproduction et crise financière.
3) Il existe cependant une tendance au développement de crises spécifiques qui, nous le montrerons, sont des crises du marché du capital-argent. Marx développe ainsi une représentation originale de ce dernier, que nous essaierons de caractériser et qui nous amènera à préciser le mode de détermination du taux d'intérêt dans sa théorie.
4) Enfin, une formalisation basée sur le modèle Marx-Goodwin [78] nous permettra de préciser la portée de ces affirmations, notamment en montrant que l'on peut donner une représentation de la théorie reconstruite de Marx qui mette en évidence le rôle de la finance dans le cycle économique.

Nous emploierons par facilité l'expression « capital financier » tout au long de ce chapitre alors même, nous l'avons dit, qu'elle est étrangère au *Capital*. Cette expression est en effet devenue générique chez les commentateurs de Marx ainsi que dans le discours économique courant. Il convient cependant de le définir précisément : par « capital financier » nous entendons ce capital qui est engagé dans le procès de reproduction comme capital porteur d'intérêt ou capital bancaire et, dès

[78] Lorsqu'il sera fait référence au « modèle de Goodwin » sans précision de date, il s'agira du modèle proposé par Goodwin en 1967.

lors, prend la forme du capital fictif[79]. C'est le capital avancé par les capitalistes financiers et les banquiers non pas directement dans la production, mais comme *transfert*.

*

Dans une première section, nous mettrons en évidence, à partir de l'analyse du capital fictif et du taux d'intérêt, le rôle du capital financier dans la dynamique et l'universalisation du capital (1). Les sphères industrielle et financière ainsi définies et leurs relations réciproques caractérisées, nous pourrons montrer que le taux d'intérêt est défini sur un marché particulier – le marché du capital-argent (2). Enfin, nous proposerons de formaliser le cycle du marché du capital-argent en nous basant sur le modèle proposé par Goodwin (1967) ; les liens entre ce cycle du marché du capital-argent et le cycle économique « réel » seront bien entendu dégagés (3).

1. Les fonctions du capital financier

La dualité du mode de production capitaliste lorsqu'on envisage le rôle de la finance se manifeste par l'existence de deux sphères de valorisation du capital qui, nous l'avons vu, ne sont pas exclusives l'une de l'autre. Le taux d'intérêt, prix unique du capital qui ne trouve pas son origine dans les conditions de la production, a pour corollaire l'existence et la valorisation autonomes du capital financier, qui dès lors apparaît, au fur et à mesure de son développement, comme le capital par excellence.

La sphère financière acquiert ainsi une certaine autonomie par rapport à la sphère industrielle pour deux raisons. La première est qu'elle tend progressivement à devenir l'unique sphère de valorisation du capital, tout capital devant alors prendre la forme du capital financier. Dans les représentations des agents, l'origine industrielle du capital s'efface peu à peu face à l'universalité du capital financier. La seconde raison est que les mouvements du capital financier, qui sont dans une certaine mesure autonomes par rapport à ceux du capital industriel, entretiennent des liens complexes avec ce dernier. L'accumulation de capital fictif n'est plus qu'un indicateur imparfait de l'accumulation de capital réel, à laquelle elle impose une dynamique nouvelle.

[79] Etant entendu ici qu'il peut s'agir d'un capital fictif - défini comme la capitalisation d'un revenu récurrent - qui pour son titulaire implique l'avance virtuelle d'un capital porteur d'intérêt ou d'un capital bancaire.

Après avoir montré que l'existence de deux sphères de valorisation du capital tend à faire du capital financier le capital par excellence (1.1), nous nous attacherons à souligner la fonction « universalisante » du capital financier (1.2). Nous pourrons alors mettre en évidence les liens complexes que l'accumulation du capital fictif et l'accumulation du capital réel entretiennent entre eux (1.3).

1.1. Les deux sphères du capital : le fictif et le réel

L'existence de deux sphères de valorisation du capital se manifeste dans les formes tout à fait distinctes que prend la rémunération du capital dans chacune d'elle : celle du taux de profit dans la première et du taux d'intérêt dans la seconde. Il n'existe pas de taux d'intérêt naturel et par conséquent la valorisation du capital fictif est indépendante du procès de reproduction. Ces deux taux sont dès lors de nature tout à fait différente : le taux d'intérêt apparaît comme le prix unique et irrationnel du capital, fondant l'homogénéité du capital financier par opposition à l'hétérogénéité du capital industriel. Avec le développement de la sphère financière, le capital financier se présente ainsi comme le capital par excellence.

a) Le taux d'intérêt comme prix irrationnel du capital

Nous avons vu dans le chapitre précédent que le taux d'intérêt est le résultat de la concurrence entre capitalistes actifs et capitalistes financiers pour le partage du profit. L'intérêt rémunère le fait que, si le capital n'avait pas été prêté, le capitaliste financier aurait pu obtenir le profit moyen en le faisant fonctionner lui-même dans la production ou le commerce ; c'est le prix de la renonciation à l'emploi du capital en tant que capital. Par conséquent, le taux d'intérêt ne peut pas être nul - sinon le capital ne serait pas prêté – et il est nécessairement inférieur au taux de profit à moyen terme, de sorte à laisser un profit d'entreprise au capitaliste emprunteur. Mais il peut se fixer à des niveaux très différents entre ces limites, selon le rapport de forces existant entre la sous-classe des capitalistes actifs et celle des capitalistes financiers[80]. Dans ce rapport de forces, la théorie économique comme la législation bancaire sont des armes entre les mains des deux groupes. Ainsi Marx dénonce-t-il

[80] Hein (2006, p. 122-3) souligne que les conséquences des variations du taux d'intérêt sont seulement distributives et n'affectent pas la valeur des marchandises. Le taux d'intérêt est donc supposé être une variable exogène du point de vue de la production et de la croissance.

les « prophètes du *Currency* » qui « cherchent, en intervenant astucieusement dans la législation, à faire passer pour capital le moyen de circulation en tant que tel et à faire monter le taux d'intérêt » (Marx, 1894b, p. 85).

Le taux d'intérêt est cependant impossible à déterminer *a priori*. Résultat du rapport de forces, il n'est pas connaissable à partir des conditions de la production et ne dépend que des comportements des capitalistes actifs et financiers. Pour Marx, il n'existe donc pas de taux d'intérêt naturel au sens d'un taux sur lequel le taux de marché tendrait à s'aligner à long terme (Marx, 1894b, chap. 22). A cet égard, le taux d'intérêt est fondamentalement différent du taux de profit qui est, au contraire, pour Marx, parfaitement déterminé par les conditions de la production.

Le capital fictif, qui est la valeur capitalisée des intérêts que l'emprunteur s'est engagé à payer au prêteur, est donc lui aussi déterminé par ce rapport de forces et n'a donc pas de valeur fondamentale. Il est valorisé indépendamment[81] du capital qu'il représente et est « doté d'un mouvement propre » (Marx, 1894b, p. 128). Les forces qui, dans la sphère réelle, déterminent les prix des marchandises ne sont pas celles qui déterminent le cours des titres, ce qui tend à rendre la sphère financière autonome (De Boyer, 2003, p. 144).

Prix du capital en tant que marchandise, le taux d'intérêt est le prix en argent d'un capital prêté sous la forme argent. Il se présente ainsi comme le prix irrationnel (Marx, 1894b, p. 22) du capital en tant que marchandise. La forme du capital financier semble ainsi être A – A', de l'argent qui se transforme en plus d'argent, de manière autonome à la sphère industrielle :

> C'est dans le capital productif d'intérêt que ce fétiche automatique trouve son expression parfaite, la valeur qui s'engendre elle-même, l'argent qui enfante de l'argent : sous cette forme, nulle cicatrice ne trahit plus sa naissance (Marx, 1894c, p. 1152)[82].

Pour Marx l'intérêt provient sans aucun doute du profit mais, avec la fétichisation du capital porteur d'intérêt, l'intérêt devient la forme générale du revenu capitaliste

[81] Cela ne veut pas dire que le cours des titres est sans rapport avec le revenu qu'ils procurent, mais que le prix du capital représenté est déterminé d'une part et celui du capital fictif d'autre part.
[82] On trouvera chez Marx de nombreux passages sur ce thème du fétichisme du capital porteur d'intérêt, voir par exemple Marx (1894c, p. 1150 et 1156 ; 1905, t. 3, p. 537-8).

b) Le capital par excellence

Puisque la valeur du capital fictif est déterminée sur les marchés financiers et puisqu'il n'existe aucune loi naturelle qui déterminerait cette valeur, elle est volatile et sensible aux arbitrages des capitalistes. Le taux d'intérêt se présente par conséquent d'emblée comme un taux uniforme[83]. Sur le marché, en effet, le capital de prêt fait face dans son ensemble à l'ensemble du capital actif, comme une offre unique face à une demande unique. Aussi, le taux d'intérêt se présente-t-il comme unique et donné, résultant du rapport entre une offre unique et une demande unique. Détenir un capital fictif c'est dès lors détenir une part indivise du capital total rémunérée à un taux unique - le taux d'intérêt.

Les choses se présentent très différemment pour le taux de profit. Déterminé dans la production et réalisé dans des prix déterminés séparément les uns des autres sur des marchés particuliers, il est *a priori* hétérogène en raison des différences de composition organique du capital entre secteurs ; le taux général de profit n'existe qu'en tendance, sous l'influence des transferts de capitaux entre secteurs[84], et à l'issue d'un processus de « péréquation ». Il y a ainsi une contradiction entre l'aspect universel du capital financier – qui s'exprime dans le taux d'intérêt unique et donné – et la particularité de chaque capital productif, qui s'exprime dans la disparité des taux de profit.

Le capital industriel se présente comme le capital d'un capitaliste et d'une sphère d'investissement particuliers alors que le capital financier se présente comme un capital indifférencié et unique face aux capitalistes actifs. Le capital fictif apparaît ainsi homogène là où le capital industriel apparaît hétérogène, le premier apparaît universel là où le second apparaît particulier.

La forme A – A' est à la fois la forme aboutie du capital et la forme *a priori* irrationnelle sous laquelle se présente le capital financier :

> Dans capital et intérêt, le capital a trouvé sa forme accomplie en tant que source mystérieuse et autocréatrice de l'intérêt, de son accroissement. C'est donc tout particulièrement sous cette forme que le capital existera aussi pour la représentation que l'on s'en fait. Il est le capital par excellence (Marx, 1905, t. 3 : 538).

[83] Sans préjudice, bien entendu, de différences en fonction du risque.
[84] Sous réserve de la possibilité d'une telle tendance puisque, comme l'a montré Nikaido (1996, chap. 14), le processus de transfert peut être instable.

La forme du capital financier étant directement la forme aboutie du capital, ce capital apparaît dans les représentations des agents économiques comme le capital par excellence[85]. Le capital c'est avant tout le capital financier.

1.2. La fonction « universalisante » du capital financier

Le développement de la sphère financière tend à donner à l'ensemble du capital social la forme universelle et indifférenciée du capital financier, dans la mesure où ce dernier se présente, nous l'avons vu, comme le capital par excellence. La concurrence entre les différents capitaux particuliers se développe ainsi de la sphère industrielle vers la sphère financière.

a) Le capital social indifférencié

Nous avons souligné, d'une part, que le taux d'intérêt est la rémunération unique et homogène du capital financier et qu'ainsi ce dernier se présente comme un capital universel sans aucun lien avec les différentes branches de la production et leurs différents taux de profit. D'autre part, en raison justement de ces caractéristiques, il apparaît comme le capital par excellence. Dès lors, c'est le capital social lui-même qui prend la forme du capital financier au fur et à mesure que ce dernier se développe. A son plein développement, la sphère financière doit entièrement recouvrir la sphère réelle et le capital financier doit représenter à lui seul tout le capital social[86].

L'investissement, dans ces conditions, prend la forme d'un investissement dans une part de ce capital social indifférencié et non plus d'un investissement particulier dans un secteur particulier de la production ou du commerce :

> Dans le cas du capital financier – sur le marché monétaire – il n'y a, face à face, que deux sortes d'acheteurs et de vendeurs, de demandes et d'offres. D'une part la classe des capitalistes qui emprunte, de l'autre celle qui prête. La marchandise a la même forme, c'est de l'argent. Toutes les formes particulières que le capital prend, suivant la sphère particulière de production ou de circulation dans laquelle il est investi sont ici effacées. Il existe ici sous sa forme indifférenciée, égale à elle-même, de la valeur d'échange autonome, sous forme d'argent. Ici cesse la concurrence des sphères

[85] Reuten (2002a) voit dans cette idée la culmination du capital et du *Capital*.
[86] « Seul le développement complet du système de crédit et de banque permet au capital de réaliser son caractère social » (Marx, 1894c, p. 1280).

> particulières ; elles sont ici toutes confondues en tant qu'emprunteuses d'argent et, face à toutes ces sphères, le capital se présente de son côté sous la forme où il lui est indifférent de savoir sous quelle forme il sera employé (Marx, 1905, t. 3 : 549-50).

Le capital financier apparaît comme universel parce qu'il est un capital indifférencié, c'est à dire indifférent à la branche particulière de la production dans laquelle il est engagé. On peut ajouter qu'il n'apparaît plus comme le capital d'un capitaliste particulier mais comme capital commun non seulement à la sous-classe des capitalistes financiers, mais encore à la classe des capitalistes dans son ensemble. Le capital social cesse d'être l'addition de capitaux particuliers et individuels pour devenir un capital universel et général. Avec le capital financier et sous son impulsion le capital devient donc universel.

b) La concurrence des capitaux sur les marchés financiers

C'est le réseau des dettes et des créances ainsi que celui de la propriété du capital qui lie entre eux tous les capitalistes et toutes les entreprises et constitue ainsi le capital en une réalité unique. Lorsque le système du crédit et les marchés financiers sont suffisamment développés, le portefeuille d'actifs de chaque capitaliste a la même composition que le capital social, si bien que l'actionnaire reçoit nécessairement le taux de profit moyen. Les transferts de capitaux qui permettent de tendre vers l'uniformité du taux de profit[87] deviennent alors inutiles puisque chaque capitaliste reçoit le taux de profit moyen. C'est seulement à travers la valorisation de chaque actif sur le marché financier que l'uniformité du taux de profit obtenue par chaque capitaliste est obtenue ; chaque capital particulier est transformé en capital moyen[88].

De même que le taux d'intérêt est « un fait » (Marx, 1905, t. 3, p. 547), c'est-à-dire « un rapport général, valable pour toute somme d'argent », le taux de profit apparaît avec le capital financier comme une donnée stable et unique. L'égalisation des taux d'intérêt est le résultat direct de l'activité sur le marché financier et est réalisée en permanence, par la simple égalité entre l'offre et la demande de titres. Le

[87] Voir Rosier (1989).
[88] Marx va plus loin en concluant que le capital financier a ainsi accompli la socialisation du capital. Nous ne développons cependant pas ce point car il est étranger à notre problématique.

capital financier permet ainsi de donner au taux de profit les caractéristiques du taux d'intérêt[89].

Dès lors, sur le marché financier, la concurrence des capitaux prend directement l'aspect de la fixation du prix d'une marchandise unique, le capital fictif. Alors que l'égalité des taux de profit entre les différentes branches d'activité n'existe que tendanciellement dans la concurrence des capitaux, l'égalité des taux de profit financiers existe comme unicité du prix de la marchandise-capital.

1.3. La dynamique du capital financier

Quelle est la conséquence de ce développement de la sphère financière ? Dans le livre III du *Capital*, Marx envisage la question comme celle du rapport entre l'accumulation du capital financier et l'accumulation réelle. Il s'agit de déterminer dans quelle mesure la première, ainsi que les mouvements du capital financier, sont liés à la seconde. Il est tout d'abord assez clair pour lui que le développement du capital financier, et en particulier le développement du crédit, permettent de modifier l'échelle de la reproduction du capital. En cela, l'accumulation est à la fois accumulation du capital réel et muliplication des crises que subit ce dernier. La crise du marché du capital-argent se présente alors de manière ambivalente selon qu'on la perçoit comme la conséquence de la crise de la reproduction du capital ou comme une crise autonome, qui trouve sa source dans les seuls mouvements du capital fictif.

a) Accumulation réelle et accumulation financière

L'accumulation se présente ainsi comme une accumulation de titres sur la production, c'est-à-dire comme une accumulation de capital fictif. De ce point de vue, l'accumulation financière semble indépendante et extérieure à l'accumulation réelle, c'est-à-dire à l'accumulation de capital dans sa forme productive. Aussi Marx cherche-t-il à déterminer, dans la cinquième section du livre III du *Capital*, dans quelle mesure l'accumulation du capital-argent sous ses diverses formes est le signe d'une accumulation de capital réel (Marx, 1894c, p. 1199). Cela l'amène à

[89] Nous indiquons ici seulement l'effet de la valorisation du capital financier sur le marché financier et donc l'action directe que le crédit peut avoir sur les transferts de capitaux. Marx (Marx, 1894b, p. 101 ; 1905, t. 3, p. 548-9 et 608-9) envisage cependant clairement ce dernier point, suivant en cela Ricardo (1817, p. 61).

s'interroger explicitement sur le lien entre production et finance[90]. L'abondance de capital de prêt est-elle un simple reflet de la surproduction industrielle ou constitue-t-elle, parallèlement à celle-ci, un phénomène particulier ? Sa réponse, nous le verrons, est ambivalente.

L'accroissement du capital financier est d'abord un accroissement de l'offre de capital de prêt:

> La classe des capitalistes financiers se développe parallèlement à l'accroissement de la richesse matérielle ; d'une part, se multiplient le nombre et la richesse des capitalistes qui se retirent des affaires, les rentiers ; et, deuxièmement, le développement du système de crédit est favorisé, ce qui multiplie le nombre des banquiers, prêteurs d'argent, financiers, etc. Le développement du capital-argent disponible entraîne […] l'accroissement de la masse des titres porteurs d'intérêt, fonds d'Etat, actions, etc. ; mais en même temps aussi la demande de capital-argent disponible (Marx, 1894b, p. 170).

Cette augmentation du capital de prêt a une influence importante sur l'échelle de la reproduction du capital.

b) *L'influence de la sphère financière sur l'échelle de la reproduction*

Nous avons établi, dans le chapitre I, la distinction qu'il convient d'opérer entre le capital du commerce de l'argent et le capital porteur d'intérêt. Le premier est cependant la base sur laquelle les banques se développent et, à ce titre, il n'est pas sans lien avec la sphère financière. Or, la spécialisation de capitaux particuliers dans le commerce des marchandises et le commerce de l'argent a une double influence sur la reproduction du capital en général. Premièrement, elle permet de réduire les frais de la circulation. Deuxièmement, l'intervention des banques permet d'économiser le capital-argent puisque, le centralisant pour tous les capitalistes, elles permettent qu'une même échelle de la reproduction soit atteinte au moyen d'un stock moindre de capital-argent[91]. Cette économie est permise par les techniques qu'elles mettent en

[90] Essentiellement dans le chapitre 30 intitulé « Capital-argent et capital réel » (Marx, 1894b, chap. 30).

[91] « La plus grande partie de toutes les transactions se font au moyen de cet argent-crédit privé, de reconnaissances de dettes et de bons de paiement, qui se compensent mutuellement. La raison de cette prédominance du moyen de paiement par rapport au moyen de circulation est qu'avec le développement de la production capitaliste les conditions de l'achat et de la vente coïncident de moins en moins, et que d'une façon générale cette liaison disparaît qui consiste en ce qu'on n'achète que dans la mesure où l'on peut vendre (Hilferding, 1910, chap. 3).

œuvre, en particulier la réalisation de nombreuses transactions sans intervention de la monnaie métallique.

Puisque les capitalistes ont besoin de moins de capital-argent pour leur production et leur commerce, la part de celui-ci dans leurs bilans peut se réduire, ce qui doit se traduire par une rotation plus rapide du capital[92]. Ces deux influences conduisent à l'augmentation du taux de profit car, d'une part, moins de frais de circulation sont nécessaires pour une même production et, d'autre part, une plus grande production est atteinte au moyen d'un même capital. Les banques permettent ainsi l'accélération des différentes phases de la métamorphose du capital et le procès de reproduction lui-même s'en trouve accéléré.

Le crédit[93], en diminuant encore la part de son capital que chaque capitaliste doit conserver sous forme de capital-argent et, surtout, en lui permettant d'agir sur une base plus large que son propre capital, contribue à étendre encore l'échelle de la reproduction :

> Le maximum du crédit équivaut ici à la pleine utilisation du capital industriel, c'est à dire à la tension extrême de sa force reproductive, sans souci des limites de la consommation. Celles-ci sont élargies par l'intensification du processus de reproduction lui-même qui, d'une part, accroît la consommation du revenu par les ouvriers et les capitalistes et, d'autre part, équivaut à un accroissement de la consommation productive. Aussi longtemps que le processus de reproduction suit son cours, qui assure le reflux, le crédit se maintient et s'étend, et son extension repose sur celle du processus de reproduction lui-même (Marx, 1894c, p. 1204-5).

Marx souligne ainsi, de manière assez classique, l'accélération du procès de reproduction permise par la finance[94]. Il fait ainsi le lien entre le développement du crédit et l'accumulation réelle du capital.

De plus, le capital financier ne se contente pas de permettre la pleine extension du procès de reproduction : il rend possible l'élargissement de la reproduction au-delà de ses limites matérielles. La finance permet de poursuivre cet élargissement là où, sans lui, il devrait s'interrompre ou ralentir :

---

[92] La rotation du capital est étudiée par Marx dans le livre II du *Capital* (1885, section 2).

[93] Marx résume les conséquences du système de crédit sur le capital en général au début du chapitre 27 du livre III du *Capital* (Marx, 1894b, p. 101-2).

[94] Ou encore : « si le système de crédit peut faire figure de levier principal de la surproduction et de la sur-spéculation commerciale, c'est seulement parce que le procès de reproduction, par nature élastique, se trouve tendu ici jusqu'à l'extrême limite […] Le système de crédit accélère par conséquent le développement matériel des forces productives et la constitution d'un marché mondial (Marx, 1894b, p. 106).

> Si le taux d'intérêt monta si haut, c'est uniquement parce que la demande de capital-argent augmentait encore plus vite que son afflux ; ce qui, en d'autres termes, signifie que la production industrielle en expansion était de plus en plus conduite sur la base du système de crédit (Marx, 1894b, p. 89).

Par conséquent, l'utilisation que les capitalistes font de la finance n'est pas constante au long du cycle et il existe nécessairement du capital-argent inemployé entre les mains des capitalistes financiers ou des banquiers au début du cycle :

> Le fait que l'accumulation de capital de prêt soit grossie [...] implique nécessairement l'existence d'une pléthore constante de capital monétaire à certaines phases du cycle, et le développement de cette pléthore de pair avec l'extension du crédit. Cette pléthore doit en même temps faire naître la nécessité, pour le procès de production, de déborder ses limites capitalistes : excès de commerce, excès de crédit, surproduction (Marx, 1894b, p. 168).

Ce qui importe ici c'est que Marx conçoit le cycle économique comme la succession de périodes au cours desquelles l'élargissement de la reproduction est basé sur le crédit dans des proportions changeantes. En contrepartie, un stock de capital-argent inemployé se développe entre les mains des capitalistes financiers ou des banques lorsque le crédit est peu développé.

Marx note enfin que c'est sur la base du crédit qu'opère la spéculation sur les biens et sur les titres, spéculation qui élargit elle-aussi la base apparente du procès de reproduction du capital. Or, il estime que la spéculation joue un rôle central dans la crise. La finance, ainsi que la spéculation qu'elle suscite, modifient donc les caractéristiques de l'économie et accroissent la fréquence des crises. En un mot, elles augmentent l'instabilité de l'économie.

c) La crise comme conséquence de la crise de reproduction

De même que l'expansion du capital financier ne fait que permettre et refléter celle de l'échelle de la reproduction, la crise financière est le symptôme du retournement du cycle[95].

> Le capital-marchandise perd en temps de crise […] sa faculté de représenter du capital-argent potentiel. La même constatation s'applique au capital fictif, aux effets productifs d'intérêt, pour autant qu'ils circulent eux-mêmes à la bourse comme

[95] Celui-ci vient donc d'une accumulation excessive par rapport à la capacité à maintenir le taux de croissance globale tout en conservant une structure de production équilibrée. Marx est peu explicite sur ce point, qui sera en particulier théorisé par Hilferding. Voir Tutin (2006).

> capital-argent. Leur prix baisse avec la hausse de l'intérêt. Il baisse en outre à cause de la pénurie générale de crédit qui contraint leurs détenteurs à les jeter massivement sur le marché pour se procurer de l'argent. Il baisse enfin, quand il s'agit d'actions, soit par suite de la réduction des revenus auxquels elles donnent droit, soit en raison du caractère spéculatif des entreprises qu'elles représentent assez fréquemment (Marx, 1894b, p. 155).

Au moment du retournement de la phase d'expansion, la crise se manifeste de deux manières. D'une part, la hausse des taux d'intérêt et les ventes forcées conduisent à la crise financière, c'est-à-dire à la dévalorisation du capital fictif. D'autre part, la fin de l'élargissement de l'échelle de la reproduction, la disparition de la confiance et la nécessité de payer les dettes venant à échéance conduisent à la crise monétaire :

> Dans un système de production où tout l'édifice complexe du procès de reproduction repose sur le crédit, si le crédit cesse brusquement et que seuls aient cours les paiements en espèces, on voit bien qu'une crise doit alors se produire, une ruée sur les moyens de paiement (Marx, 1894b, p. 151).

Le capital-argent est demandé en tant que moyen de paiement et cette demande insatisfaite a pour contrepartie des stocks de marchandises invendues et dévalorisées. Les crises monétaires et financières sont ainsi perçues par Marx comme la conséquence des crises de la reproduction, qu'elles aggravent. Il est cependant ambigu, comme nous le verrons, sur la possibilité de crises autonomes.

d) La crise financière autonome

Marx semble suggérer à plusieurs reprises que des crises monétaires ou financières autonomes peuvent survenir indépendamment des crises de la reproduction. Ces quelques extraits en sont la preuve :

> Aussi longtemps que le caractère social du travail apparaît en tant qu'existence monétaire de la marchandise et donc en tant qu'objet extérieur à la production réelle, **les crises monétaires sont inévitables, qu'elles soient indépendantes** des crises véritables ou qu'elles les aggravent (Marx, 1894b, p. 177)[96].

[96] C'est nous qui soulignons.

Ou encore :

> Il faut distinguer la crise monétaire […] qui est une phase de n'importe quelle crise, de **cette espèce de crise particulière** à laquelle on donne le même nom, mais **qui peut former néanmoins un phénomène indépendant**, de telle sorte que son action n'influe que par contrecoup sur l'industrie et le commerce. **Les crises de ce genre ont pour pivot le capital-argent et leur sphère immédiate est aussi celle de ce capital – la Banque, la Bourse et la Finance** (1875, t. 1, p. 143).

De même, Engels écrit-il dans une lettre à Schmidt du 27 octobre 1890 :

> C'est un fait que **le marché de l'argent peut avoir ses propres crises**, pour lesquelles des perturbations se produisant directement dans l'industrie ne jouent qu'un rôle subordonné ou ne jouent aucun rôle (Engels, 1964).

Il semble évident que Marx envisage la possibilité de crises liées au capital-argent, c'est-à-dire, ici, au capital financier, qui surviendraient de manière indépendante du procès de reproduction[97]. Il suggère donc que le capital financier a une dynamique propre, qui n'est pas réductible à celle du capital réel et qui relève, dans une certaine mesure, de l'instabilité financière. Il est cependant difficile de tirer de cela autre chose que cette simple constatation[98] car Marx n'avance pas, pour autant, une théorie des crises financières déconnectées des mouvements du capital réel.

*

La prise en compte du rôle de la finance par Marx le conduit à dégager l'aspect provisoirement dual de la société. Le capital peut en effet se faire valoriser dans la sphère financière ou, directement, dans la sphère industrielle. Cependant, le capital fictif – qui est la forme du capital dans la sphère financière – se présente comme le capital par excellence. Il semble en effet être dans sa nature même de s'accroître sans lien avec la production ou le commerce selon un taux d'intérêt unique et universel. Dès lors, le développement du capital fictif transforme tout le capital social en capital financier et fait des différents capitaux particuliers les portions indifférenciées d'un capital universel.

[97] Voir aussi Crotty (1985).

[98] Beaucoup d'auteurs font référence à ces remarques de Marx et envisagent ces crises autonomes, mais sans donner de consistance à l'argument. C'est par exemple le cas de De Brunhoff et Foley (2006, p. 201) ou encore de Meacci (1998, p. 197-8) qui défend l'idée que les crises monétaires peuvent être, chez Marx, la cause ou la conséquence des crises réelles.

La sphère industrielle ne disparaît pas pour autant et la dynamique du capital financier entretient des liens complexes avec celle du capital réel. Deux résultats importants peuvent ici être dégagés :

- Le capital de prêt détenu par les capitalistes financiers est un stock de capital-argent qui diminue au fur et à mesure que ces derniers financent l'élargissement de la reproduction au-delà de ses limites matérielles au moyen du crédit.
- Si les crises monétaires et financières sont liées au cycle économique, Marx souligne cependant l'existence d'une instabilité financière qui peut impliquer des crises autonomes du marché du capital-argent.

2. Le marché du capital-argent et la détermination du taux d'intérêt

Dès lors que le taux d'intérêt est le prix du capital-argent lorsqu'il est prêté, l'analyse des dynamiques respectives du capital financier et du capital réel doit être liée à la détermination du taux d'intérêt. Harris (1979, p. 153-5) souligne que la littérature secondaire a accordé peu d'importance à la question de la détermination du taux d'intérêt chez Marx[99] ; nous avons donné les références en introduction.

Le rôle joué par le taux d'intérêt dans le cycle économique d'après Marx sera étudié dans cette section selon deux points de vue. Tout d'abord, l'analyse de la description qu'il fait du cycle permettra d'en mettre en évidence les faits stylisés (2.1). Nous montrerons ensuite que le taux d'intérêt dépend de la demande de capital-argent, qui semble être pour Marx à la fois une demande de capital et une demande de monnaie (2.2). Nous défendrons alors l'idée selon laquelle chez Marx le taux d'intérêt est déterminé sur un marché particulier que nous pouvons appeler le marché du capital-argent (2.3).

2.1. Le cycle économique selon Marx

Marx analyse les variations du taux d'intérêt à partir d'une étude de l'offre et de la demande de capital de prêt lors des différentes étapes du cycle économique. Par capital de prêt, nous entendons le capital que les capitalistes financiers et les banques conservent pour le prêter contre intérêt sous la forme du capital-argent. Le capital de

[99] Harris (1979, p. 153-5) en donne d'ailleurs quelques explications.

prêt est donc initialement détenu par les capitalistes actifs sous la forme d'un capital-argent puis, prêté sous cette forme, il devient pour eux un capital porteur d'intérêt. Un titre que Marx définit comme un capital fictif remplace alors le capital-argent dans l'actif du prêteur.

Nous ne dirons rien, à ce stade, des déterminants de cette offre et de cette demande ni de la nature de cet ajustement – ce sont précisément les questions auxquelles nous nous proposons de répondre par l'étude préalable de la description que fait Marx du cycle économique. Nous pouvons cependant d'ores et déjà remarquer qu'en général l'offre et la demande de capital de prêt ne coïncident pas ; le taux d'intérêt n'a donc pas pour fonction de les ajuster. Ce point sera discuté au cours de la prochaine section.

Il ne s'agit donc pas de proposer une description complète du cycle économique mais seulement de mettre en évidence les états du taux d'intérêt et du capital de prêt lors de la liquidation de la crise précédente et de la reprise, d'une part, lors de la prospérité et de la crise, d'autre part.

a) La liquidation et la reprise

La période qui démarre avec la liquidation de la crise précédente et se poursuit avec la reprise de l'expansion économique se caractérise par une reproduction sur une base étroite (faible accumulation) et une abondance de capital-argent inemployé. Le capital de prêt disponible est alors supérieur à sa demande et le taux d'intérêt est faible :

> Dans de tels moments où le procès de production est réduit […], où les prix des marchandises ont atteint leur niveau le plus bas, où l'esprit d'entreprise est comme paralysé, le taux d'intérêt est peu élevé, et c'est la précisément l'indice d'une multiplication du capital prêtable, précisément en raison de la contraction et de la paralysie du capital industriel » (Marx, 1894b, p. 146-7).

Si le capital de prêt est abondant c'est parce que « le capital-argent, naguère employé dans la production et le commerce, apparaît en tant que capital de prêt sans emploi » (Marx, 1894b, p. 156). Le stock de capital-argent se déplace donc entre les deux sphères de l'industrie et de la finance en fonction du développement du crédit. La liquidation de la crise conduit au paiement des dettes, ce qui correspond, pour les

capitalistes financiers, à un accroissement de leur stock de capital-argent et une diminution de leur stock de capital fictif.

Parallèlement, la demande de capital de prêt est faible parce que la reproduction se déroule sur une base étroite. La production et le commerce redémarrent doucement et les marchandises s'écoulent facilement, si bien que les capitalistes actifs n'ont pas besoin d'emprunter. Lorsque la reprise a lieu, la demande de capital de prêt reste faible parce que l'industrie et le commerce ne font pas encore appel à lui.

Finalement, si le taux d'intérêt est bas c'est parce que « ce sont les capitalistes industriels et commerciaux qui dictent leurs conditions au capitaliste financier » (Marx, 1894b, p. 156).

b) La prospérité et la crise

Au cours de l'expansion économique, la demande de capital de prêt s'accroît si bien que progressivement l'excès de capital de prêt se résorbe et le taux d'intérêt augmente (Marx, 1894b, p. 150). Cet accroissement de la demande est lié à plusieurs facteurs :

- C'est la « conséquence de l'accroissement des profits et de l'accroissement des nouveaux investissements » (Marx, 1894b, p. 191) qui figent sous la forme du capital productif une part de plus en plus grande de l'actif des industriels. De nouvelles entreprises sont lancées et font appel au capital financier par l'émission d'actions ou d'obligations.
- Augmentation de la production car la période de prospérité est aussi une « période de surproduction et de spéculation » (Marx, 1894b, p. 151).
- Nécessité d'assurer la continuité de la reproduction du capital alors que les prix augmentent et que les temps de circulation s'allongent.
- Les « chevaliers de crédit », capitalistes sans capital[100] qui empruntent pour investir mais n'investissent que pour emprunter davantage, font leur apparition et contribuent – avec les spéculateurs - à l'augmentation de la demande de capital-argent.

[100] Marx ajoute que « l'homme d'affaires ordinaire escompte pour prendre une avance sous la forme argent de son capital et pouvoir ainsi maintenir le cours du procès de reproduction […]. Le chevalier de crédit, lui, fait escompter ses traites de cavalerie pour étendre son affaire […] ; non dans le but de faire du profit, mais pour se mettre en possession du capital d'autrui » (Marx, 1894b, p. 91).

Pendant l'expansion économique, le capital financier modifie donc les conditions de la reproduction du capital. Le capital de prêt est de plus en demandé parce que les capitalistes actifs ont besoin de capital pour accroître leur production ou leur commerce.

Lorsque la crise éclate, le crédit cesse et les marchandises deviennent brutalement invendables (Marx, 1894b, p. 145). A l'excès d'offre de marchandises correspond alors un excès de demande de capital de prêt (Marx, 1894b, p. 150). Cette demande est inélastique car les capitalistes ont besoin de monnaie pour régler leurs dettes. Le taux d'intérêt atteint son maximum et ce sont les capitalistes financiers qui imposent leurs conditions aux capitalistes industriels et commerciaux. Marx remarque qu'alors « la demande de capital de prêt n'est rien de plus qu'une demande de moyens de paiement » (Marx, 1894c, p. 1230-1). Ce n'est plus du capital que les capitalistes demandent, mais des moyens de paiement[101].

Nous pouvons retenir deux aspects remarquables de l'évolution du taux d'intérêt. Le premier est qu'alors qu'il dépend de la confrontation entre une offre et une demande de capital de prêt, il ne semble pas apurer l'offre excédentaire au début de l'expansion ni apurer la demande excédentaire au moment de la crise.

2.2. Demande de monnaie et demande de capital

Deux caractéristiques du taux d'intérêt chez Marx ont déjà été vues dans ce chapitre. La première est que pour lui il n'existe pas de loi naturelle du taux d'intérêt, comme il peut en exister une pour le taux de profit. Le taux général de profit est déterminé dans la production et le commerce des marchandises : le taux d'exploitation et la composition organique du capital dans chaque branche étant donnés, la masse globale de plus-value est déterminée. Le taux général de profit est le rapport entre cette masse et la masse des capitaux engagés dans le procès de reproduction. Il n'existe rien de tel pour le taux d'intérêt qui ne peut être connu que dans le partage effectif du profit entre les capitalistes actifs et les capitalistes financiers.

Le taux d'intérêt est ainsi un phénomène monétaire ou, plutôt, financier, qui n'est pas lié à la constitution de l'épargne. Sa détermination en fonction du rapport

[101] Il ajoute que cette demande de paiement est une demande de convertibilité en monnaie pour les industriels et les commerçants pouvant offrir de bonnes garanties et une demande de capital pour les autres.

de force entre entrepreneurs et financiers est accidentelle et dépend des facteurs qui déterminent la demande de capital de prêt des uns et l'offre des autres[102]. Comme Harris (1976, p. 149) l'a clairement montré, l'absence d'une loi naturelle du taux d'intérêt ne signifie nullement que celui-ci ne puisse être déterminé[103]. Nous allons maintenant étudier les facteurs dont il dépend.

a) La distinction entre monnaie et capital

Les variations du taux d'intérêt semblent pouvoir s'expliquer par la confrontation entre l'offre et la demande de capital de prêt :

> Sur le marché financier, tout le capital de prêt est, dans son ensemble, constamment en présence du capital actif, de sorte que le rapport entre l'offre de capital de prêt d'une part, et la demande d'autre part, décide à tout moment du taux de marché de l'intérêt (Marx, 1894b, p. 32).

Marx s'attarde peu sur les déterminants du volume du capital de prêt. Si sur le long terme il semble y avoir un arbitrage pour les capitalistes entre faire valoir leur capital directement dans la production et le commerce ou le prêter à intérêt, cet arbitrage joue cependant un rôle secondaire. On peut ainsi considérer que le capital de prêt est donné et égal au capital détenu par les capitalistes financiers (sous la forme de capital-argent ou de capital fictif) et au capital déjà avancé ou qui peut être avancé par les banques.

Comme nous l'avons constaté en analysant la description qu'il donne du déroulement des cycles économiques, pour Marx la demande de capital de prêt change de nature d'une phase conjoncturelle à l'autre. Au cours du « point bas » du cycle, cette demande semble être une demande de capital-argent en tant que capital, alors qu'au moment de la crise elle semble être une demande de capital-argent en tant que monnaie. Afin d'étudier ces composantes de la demande de capital de prêt (sous la forme de capital-argent) nous montrerons tout d'abord que pour Marx elle

[102] Nous laissons de côté ici le lien entre le taux d'intérêt et la baisse tendancielle du taux de profit.

[103] Il s'agit pour Marx de rejeter la conception du taux d'intérêt comme rémunération de l'abstinence du capital et d'avancer celle selon laquelle il s'agit d'un phénomène monétaire (Fan-Hung, 1939, p. 128 ; Harris, 1976, p. 149-50) ; le taux d'intérêt n'est accidentel que du point de vue de la théorie de la valeur. Harris rejette donc l'affirmation de Joan Robinson (1942) selon laquelle il serait impossible de généraliser le comportement du taux d'intérêt et en donne des preuves à partir des écrits de Marx (Harris, 1976, p. 150). Voir aussi Lianos (1987, p. 40).

peut être à la fois une demande de capital et une demande de monnaie[104]. Nous prouverons alors successivement l'existence de ces deux demandes chez Marx.

Dans le livre III du *Capital*, Marx renvoie dos à dos le *Currency Principle*, qui affirmerait que la demande de crédit est une demande de capital, et la *Banking School* pour qui elle serait une demande de monnaie. Pour lui, il n'y a pas lieu de choisir car l'emprunteur demande au banquier parfois de la monnaie et parfois du capital, mais du capital sous forme de monnaie. Engels résume cela en ces termes :

> Ce que le banquier met à la disposition de son client, homme d'affaires, sous forme d'argent comptant, est-ce là du capital ou simplement de la monnaie, des moyens de circulation, *currency* ? Pour trancher ce litige, au fond très simple, il nous faut nous placer du point de vue du client de la banque. Il s'agit de savoir ce que celui-ci demande et obtient (*in* Marx, 1894b, p. 94-5).

Dans le capital-argent, en effet, la monnaie n'est pas un capital en elle-même, elle n'est un capital que dans la mesure où elle est la forme transitoire d'une valeur-capital dans son procès de reproduction[105]. L'emprunt de capital-argent n'est dès lors un emprunt de capital que lorsque le capitaliste actif l'utilise en tant que tel. Lorsque, au contraire, celui qui emprunte de l'argent a simplement besoin de moyen de paiement ou de moyens d'achat de biens de consommation, il lui est indifférent qu'il puisse fonctionner comme capital-argent et ainsi être source de profit car il n'existe pas pour lui d'usage alternatif. Marx semble ainsi inclure dans la demande de capital-argent aussi bien la demande d'argent comme capital que la demande d'argent comme moyen de paiement[106].

Le taux d'intérêt semble ainsi ajuster à la fois une demande de monnaie et une demande de capital[107] (Fan-Hung, 1939, p.131-5)[108], si bien que le marché sur lequel ce taux d'intérêt est déterminé reste inconnu.

---

[104] Fine (1985, p. 407) suggère que la demande de monnaie est adressée au capital du commerce de l'argent alors que la demande de capital est adressée au capital porteur d'intérêt. Une telle conception nous semble erronée car le crédit – dont le taux d'intérêt est le prix – n'existe pas dans le capital du commerce de l'argent. C'est en effet du point de vue de l'emprunteur que le capital-argent est demandé comme monnaie ou comme capital et, de ce point de vue, le capital avancé est toujours du capital industriel en général.

[105] De même que les machines ou les matières premières ne sont pas du capital en elles-mêmes ; elles ne sont du capital productif que lorsqu'elles sont combinées à du travail dans un processus productif.

[106] Harris (1976, p. 154) note que Robertson proposait une distinction semblable – bien que pour parvenir à une théorie très différente – lorsqu'il embrassait avec enthousiasme l'idée marshallienne de « two different causes of a rise in the rate of interest – the *hope* cause and the *fear* cause » (Robertson, *Essays in Money and Interest*, 1966, p. 191, cité par Harris).

[107] « In equilibrium the rate of interest is determined simultaneously both by the supply and demand of cash and the supply and demand of loanable fund » (Fan-Hung, 1939, p. 135).

b) La demande de capital

Marx semble indiquer à plusieurs reprises que le taux d'intérêt ajuste une offre et une demande de capital, avançant l'idée que c'est du capital que l'on prête (Marx, 1894b, p. 8). Ainsi, nous dit-il, le taux d'intérêt est le prix du capital productif d'intérêt (*ibid.*, p. 32-3) et « dans la mesure où les propriétaires de capital l'emploient eux-mêmes dans le procès de reproduction, ils ne participent pas à la détermination du taux d'intérêt » (*ibid.*, p. 36). D'ailleurs, « si la totalité du capital se trouvait entre les mains des capitalistes industriels, il n'y aurait pas d'intérêt ni de taux d'intérêt » (*ibid.*, p. 42). Ici, le taux d'intérêt dépend de la part du capital social que les capitalistes actifs avancent directement dans la production ou le commerce et de la part qui est prêtée à intérêt par les capitalistes financiers.

L'offre de capital-argent sur le marché financier est une fonction croissante du revenu national[109] et du développement du système de crédit (Marx, 1894c, p. 1124). Les banques permettent en effet de concentrer les épargnes monétaires oisives et de les mettre à la disposition des entrepreneurs sous forme de capital de prêt.

La demande est constituée, de son côté, par la demande des entrepreneurs industriels ou commerçants qui désirent étendre leur production ou leur commerce :

> Il y a demande de capital de prêt en vue d'acheter et de convertir le capital monétaire en capital productif ou commercial ; la demande est alors faite soit par le capitaliste industriel soit par le commerçant. Le capitaliste industriel l'investit en moyens de production et en force de travail (Marx, 1894c, p. 1228-9).

Un accroissement de leur investissement augmente la demande de capital de prêt et, par conséquent, entraîne une hausse du taux d'intérêt. Schefold (1998, p. 34) avance ainsi que les interactions entre capital financier et capital industriel dans le cycle économique sont étudiées par Marx sous l'angle implicite de la relation entre l'épargne et l'investissement.

De ce point de vue, les capitalistes actifs déterminent leur demande de capital de prêt en fonction de leurs anticipations de profit ou, plus exactement, du « taux de profit brut prévisible » (Marx, 1905, t. 3, p. 415-6). Dès lors, « le montant d'intérêt

[108] C'est aussi la position adoptée par Harris (1976, p. 151). Nous ne souscrivons cependant pas à son analyse du lien entre le taux de profit et le taux d'intérêt. En particulier, la hausse du taux d'intérêt et la baisse du taux de profit au moment de la crise sont les deux aspects d'un même phénomène et non la cause l'un de l'autre.

[109] Il emprunte ici explicitement ses arguments à Ramsay.

que le capitaliste actif pourra et voudra payer sera en rapport direct avec la grandeur du taux de profit[110] ».

La hausse de l'endettement du capitaliste actif consentie dans le but d'augmenter sa production ou son commerce pourra certes avoir pour conséquence d'accroître le montant de capital-argent qu'il détient. Mais cette augmentation est liée au besoin accru de capital-argent dont il a besoin pour élargir son activité ; elle est à peu près proportionnelle à l'accroissement de son bilan. Ce n'est donc pas de la monnaie que ce capitaliste a emprunté, bien que l'activité supplémentaire qui l'a conduit à emprunter le conduise aussi à détenir davantage de monnaie. Ce qui importe ici c'est que la demande de capital de prêt prend sa source dans le procès de reproduction lui-même. L'élargissement de la reproduction augmente le taux d'intérêt car elle augmente la demande de capital de prêt.

c) La demande de monnaie

Le point de vue de Marx ne fait aucun doute en période de crise monétaire : les capitalistes ne demandent pas du capital mais de la monnaie, afin de payer leurs propres dettes[111]. De manière générale, une crise de reproduction, c'est-à-dire l'interruption brutale du procès de reproduction du capital, semble devoir toujours produire une crise sur le marché du capital-argent. Le déclenchement de la crise a en effet lieu alors que la prospérité règne et qu'il existe par conséquent une pénurie relative de capital-argent et un taux d'intérêt élevé. Ce fut par exemple le cas lors de la crise de 1847 :

> Il existait vraiment une pénurie de capital-argent causée par l'importance excessive des opérations, comparativement aux moyens existants ; [la crise] éclata du fait de la perturbation du procès de reproduction à la suite d'une mauvaise récolte, d'un investissement excessif dans les chemins de fer, de surproduction, surtout dans les cotonnades, des affaires frauduleuses aux Indes et en Chine, de la spéculation » (Marx, 1894b, p. 86).

Dans des conditions de tension du crédit, la moindre perturbation du procès de reproduction peut provoquer l'arrêt de la chaîne des paiements ; il y a excès d'offre de capital-marchandises sur le marché des biens qui a pour contrepartie un excès de

[110] Ou encore : « L'intérêt est réglé par le profit » (Marx, 1994c, p. 1122). Voir Moore (1991, p. 227).
[111] Sur le rôle de la monnaie dans les crises, et en particulier sur la rupture de la chaîne des paiements au moment de la crise et la demande de monnaie, voir Crotty (1987).

demande de capital de prêt. Le prix des marchandises diminue alors que le taux d'intérêt augmente rapidement :

> Lorsque, dans un système de production où toute la cohésion du processus de reproduction repose sur le crédit, celui-ci vient à cesser subitement et que seuls comptent les paiements en espèces, il doit, de toute évidence, se produire une crise, une ruée sur les moyens de paiement. C'est pourquoi, à première vue, toute crise apparaît comme une simple crise de crédit, une crise monétaire (Marx, 1894c, p. 1211).

L'offre de capital de prêt diminue en raison de la dégradation de la confiance. Dans le même temps, la demande de capital de prêt augmente parce que le reflux du capital entre les mains des capitalistes industriels et commerciaux cesse alors que ces derniers doivent pourtant payer leurs dettes. Il y a pénurie de capital de prêt.

Il est impossible, pour Marx, d'affirmer que c'est une demande de capital qui est adressée aux banques lors de la crise. Il en avance deux preuves. La première est qu'on ne peut pas dire qu'il y ait une insuffisance de capital puisque, au contraire, la crise réelle se manifeste par un excès global d'offre de toutes les marchandises, sauf l'argent. La seconde est qu'à ce moment le taux de profit est très faible, voire inexistant. Le taux d'intérêt est lui très élevé parce que l'argent ne reflue plus de la reproduction et parce que les capitalistes doivent emprunter pour faire face aux paiements courants (Marx, 1894b, p. 1128-9) :

> Dès que la crise éclate, il ne s'agit plus que de moyens de paiement. Mais comme chacun dépend de son voisin quant à la rentrée de ces moyens et que nul ne sait si l'autre sera à même de payer à l'échéance, il se produit une véritable course au clocher pour s'emparer de moyens de paiement qui se trouvent sur le marché, c'est à dire les billets de banque (Marx, 1894ESp, p. 1236).

Dans ces conditions, la quantité de monnaie en circulation a une influence sur le taux d'intérêt (*ibid.*, p. 191). On remarque que Marx indique implicitement ici que dans les autres circonstances – c'est-à-dire en dehors de la crise monétaire – la quantité de monnaie en circulation n'a pas d'influence sur le taux d'intérêt. La demande de capital de prêt est donc, selon les moments du cycle économique, une demande de capital ou une demande de monnaie.

2.3. Le marché du capital-argent

Nous pouvons maintenant rassembler l'analyse du cycle économique et celle de l'offre et de la demande de capital de prêt. Il n'y a pas chez Marx, nous l'avons vu, de loi naturelle de l'intérêt. Le taux d'intérêt[112] est un phénomène monétaire et il est déterminé par la confrontation des capitalistes actifs et des capitalistes financiers. Notre position, suivant en cela Lianos[113] (1987, p. 35 et 39), est qu'il est déterminé sur le marché du capital-argent sur lequel s'expriment à la fois une demande de capital et une demande de monnaie. Le taux d'intérêt est ainsi déterminé par la confrontation d'une offre de capital-argent qui est constante au moins à court terme et d'une demande de capital-argent comme capital et comme monnaie.

a) La détermination du taux d'intérêt

Dans cette confrontation, le taux d'intérêt n'ajuste pas cette offre et cette demande puisque, nous l'avons vu, une partie du capital de prêt est en permanence inemployée. Les capitalistes financiers désirent donc, à chaque instant, conserver sous forme de capital-argent une certaine part de leur capital de prêt. Mais cette part n'est pas stable : c'est une fonction décroissante du taux d'intérêt puisque la prospérité se caractérise par l'élargissement de l'échelle de la reproduction, l'accroissement du crédit et l'augmentation du taux d'intérêt. En notant $\overline{M}$ le volume fixe du capital de prêt, D le montant effectivement prêté aux capitalistes actifs et i le taux d'intérêt, nous pouvons alors écrire :

$$\frac{D}{\overline{M}} = L(i)$$

Cet arbitrage des capitalistes financiers ne détermine pas le taux d'intérêt comme peut le faire la préférence pour la liquidité chez Keynes (1936) puisqu'ici le volume du capital de prêt conservé sous forme monétaire[114] peut varier.

En période de prospérité, c'est donc la demande de capital des capitalistes qui détermine le taux d'intérêt. Ceux-ci adressent en effet aux capitalistes financiers une demande de prêts qui est fonction décroissante du taux d'intérêt[115], soit :

[112] Marx tient compte de la pluralité des taux d'intérêt : « the rate of interest itself varies in accordance with the different clases of securities offered by borrowers, and in accordance with the length of time for which money is borrowed (Marx, 1984b).
[113] Nous ne partageons cependant pas entièrement son analyse.
[114] La prise en compte du capital bancaire nécessite de complexifier cette formalisation pour tenir compte de la liquidité de la banque. Cela peut cependant être fait sans réelle difficulté.

$$D = f(i)$$

Le déplacement de la courbe de demande de capital de prêt vers le haut, en raison de l'avancement de la phase de prospérité, entraîne l'augmentation du volume du capital fictif (prêts) et du taux d'intérêt, ainsi que la diminution de la part du capital de prêt que les capitalistes actifs conservent sous la forme de capital-argent. Une certaine quantité de monnaie est alors transférée du bilan des capitalistes financiers vers celui des capitalistes actifs. Cela n'entraîne cependant pas la surdétermination du taux d'intérêt car Marx n'adhère pas à la théorie quantitative de la monnaie. Ou bien les emprunts supplémentaires augmentent la production annuelle et/ou les prix et l'accroissement du bilan des entreprises justifie *a posteriori* cette monnaie supplémentaire, ou bien elle n'était pas nécessaire et la quantité de monnaie s'ajuste aux niveaux de la production et des prix, par exemple en retournant à la banque[116] ou par la constitution de trésors.

Lorsque la crise survient, en revanche, la quantité de monnaie est insuffisante et l'ajustement se réalise par le rationnement de la demande de capital-argent et la hausse très rapide du taux d'intérêt. Dans la formalisation proposée, cela se traduit par un déplacement vers le haut de la courbe de demande de capital de prêt. Cependant, les capitalistes actifs ne peuvent pas prêter plus que leur capital de prêt ; la fonction de l'offre de capital de prêt est telle que :

$$\lim_{D/\bar{M} \to 1} i = +\infty$$

Marx fait dépendre le taux d'intérêt simultanément d'une demande de capital et d'une demande de monnaie parce qu'il a exclu toute hypothèse d'un taux naturel de l'intérêt et écarté la théorie quantitative de la monnaie. Si une vague d'optimisme survient, les capitalistes actifs veulent élargir la reproduction et demandent davantage de capital. Le taux d'intérêt augmente pour convaincre les capitalistes financiers et les banques de prêter davantage. L'ajustement a été effectué par le taux d'intérêt. Si les entrepreneurs ont brutalement besoin de plus de liquidités, ils sont là aussi contraints de s'adresser aux capitalistes financiers et aux banques et on a le même résultat que précédemment. Marx parvient cependant à mélanger ainsi deux sortes de

[115] Lianos (1987) souligne l'importance du levier financier dans l'analyse de Marx. Nous utiliserons cette idée dans la dernière section de chapitre.

[116] Le retour de la monnaie à la banque n'est pas de nature à remettre en cause le modèle proposé puisque même si l'argent prêté lui revient, la banque a bien diminué sa liquidité en augmentant ses prêts, ce qui justifie la hausse du taux d'intérêt.

demande de capital-argent parce qu'il suppose implicitement que le prêt est toujours fait à court terme, sous la forme de l'escompte d'effets de commerce, par exemple. La prise en compte des horizons temporels différents des motifs de demande du capital-argent conduirait à faire apparaître plusieurs taux d'intérêt et peut-être, à séparer la demande de capital-argent comme capital de la demande comme monnaie. Il paraît aussi possible de considérer qu'il y a bien deux taux d'intérêts distincts – un pour chaque demande – et que l'un s'aligne sur l'autre en période de crise.

b) Le rôle des banques

Comme nous l'avons vu au chapitre précédent, d'un point de vue analytique le capital bancaire ne peut être défini qu'après le capital du commerce d'argent et le capital porteur d'intérêt. C'est pourquoi nous avons principalement mobilisé, dans ce chapitre, la figure du capitaliste financier. Le marché du capital-argent est pourtant, pour Marx, surtout animé par les banques :

> La profession de banquier consiste […] à concentrer entre ses mains des masses importantes de capital-argent destiné au prêt, de sorte que ce sont les banquiers qui, au lieu du prêteur individuel, affrontent, en tant que représentants de tous les prêteurs d'argent, le capitaliste industriel et le commerçant. Ils deviennent les administrateurs généraux du capital-argent. D'autre part, face à toute la catégorie des prêteurs, ils concentrent les emprunts, en empruntant pour toute la sphère commerçante (Marx, 1894b, p. 66-7).

Ce sont les banques qui centralisent le capital de prêt ainsi que la demande que les capitalistes industriels et commerçants en font. Elles concentrent entre leurs mains non seulement l'ensemble du capital-argent que les capitalistes et les autres classes de la société utilisent pour leurs dépenses, pour la production ou pour le commerce, mais encore l'ensemble du capital-argent destiné à être prêté[117].

*

A partir de la description que donne Marx de l'état des différentes variables financières selon les phases du cycle économique, nous avons pu identifier quelle évolution de ces variables sa théorie de l'intérêt devait expliquer. A partir de l'idée que le taux d'intérêt est déterminé par la confrontation d'une offre et d'une demande de capital de prêt, nous avons pu montrer que dans cette dernière s'additionnent chez

[117] « Dans les pays à crédit développé, tout le capital-argent disponible pour des prêts existe dans les banques et chez les prêteurs d'argent sous forme de dépôts » (Marx, 1894, t. 2, p. 161).

Marx une demande de capital et une demande de monnaie. Par conséquent, les évolutions du taux d'intérêt ne peuvent pas être déterminées par la seule référence à un taux de profit ou à une quantité de monnaie. Enfin, nous avons pu proposer une synthèse de la théorie marxienne de la détermination du taux d'intérêt.

La section suivante nous permettra de proposer une formalisation du cycle économique marxien tel qu'il se déroule en lien avec le marché du capital-argent.

3. Un modèle Marx-Goodwin du cycle du marché du capital-argent

Cette dernière section a pour but de proposer un modèle formel du cycle du marché du capital-argent basé sur le modèle proposé par Goodwin (1967) pour rendre compte du mécanisme d'armée de réserve à partir du chapitre 25 du livre I du *Capital*[118]. Il s'agit ainsi de représenter la lutte entre capitalistes actifs et capitalistes financiers pour le partage du profit. Nous procèderons de la manière suivante : après avoir rapidement justifié l'utilisation du modèle « Marx-Goodwin » et en avoir rappelé les caractéristiques (1.1), nous utiliserons les différents résultats obtenus tout au long de ce chapitre, que nous mobiliserons comme hypothèses pour construire le modèle (1.2). Nous dégagerons enfin les principaux résultats de cette modélisation (1.3).

3.1. Le modèle « Marx – Goodwin »

Le rétrécissement de l'échelle de la reproduction pendant la phase de liquidation diminue la demande de capital-argent adressée par les capitalistes actifs aux capitalistes financiers et aux banques détenteurs du capital de prêt, ce qui entraîne une abondance relative croissante du capital de prêt. Le capital de prêt devenant plus abondant par rapport à une demande croissante, le taux d'intérêt diminue. Pendant la reprise, cette diminution du taux d'intérêt suscite un nouvel élargissement progressif de l'échelle de la reproduction puis la hausse du taux d'intérêt. Nous retrouvons ici un type de dynamique cyclique que Marx (1875b, chap. 25) avait déjà mobilisée pour expliquer le lien entre l'accumulation du capital, l'évolution du taux de salaire et celle du taux de chômage.

[118] La formalisation proposée par Lianos (1987) nous semble insuffisante et, à bien des égards, arbitraire, puisqu'elle n'implique aucune théorie du taux d'intérêt.

Le modèle proposé par Goodwin[119] en 1967 avait pour but de formaliser cette lutte entre salariés et capitalistes pour le partage de la valeur créée par le travail, c'est-à-dire du produit net. Le lieu de cette lutte était le marché du travail. Le modèle prend sa source dans le chapitre 25 du livre premier du *Capital*[120] et utilise le modèle prédateur-proie proposé par Lotka et Volterra dans les années 1920. Goodwin parvient ainsi à formaliser la dynamique cyclique résultant de la lutte permanente pour la répartition du produit net.

Les similitudes entre les cycles qui ont leur source dans le marché du capital-argent et dans la loi générale de l'accumulation capitaliste étudiée par Goodwin sont nombreuses. Dans les deux cas, deux groupes s'opposent pour le partage d'un revenu. Sur le marché du capital-argent, capitalistes actifs et capitalistes financiers s'affrontent pour le partage du profit généré par le capital prêté et la répartition de ce dernier entre intérêt et profit d'entreprise a une influence sur l'échelle de la reproduction. A son tour, les variations de l'échelle de la reproduction modifient ce partage. Sur le marché du travail, capitalistes et salariés s'affrontent pour le partage du produit net et la répartition de ce dernier entre profits et salaires a une influence sur le taux d'accumulation du capital. A leur tour, les variations du taux d'accumulation du capital modifient ce partage. Le marché du capital-argent jouera ici le même rôle que le marché du travail dans le modèle originel.

Marx note d'ailleurs que la « pléthore de capital naît des mêmes conditions qui provoquent une surpopulation relative, et c'est donc un phénomène qui vient compléter celle-ci » (Marx, 1894c, p. 264-7). Les mécanismes économiques qui conduisent à la pléthore de capital, qui caractérise la crise sur le marché du capital-argent, et à la surpopulation relative, qui caractérise la crise dans le chapitre 25 du livre Ier du *Capital*, sont donc explicitement comparés par Marx. Dès lors, en envisageant l'application du même modèle au marché du capital-argent, nous suggérons que ce type de dynamique est la manière dont Marx envisage les phénomènes cycliques. Ce type de formalisation a des limites mais nous semble proche de la démarche de Marx.

[119] Voir l'annexe B pour une présentation détaillée du modèle.
[120] Intitulé « La loi générale de l'accumulation capitalistes ».

3.2. Le modèle proposé[121]

Les différentes hypothèses utilisées ici sont issues des résultats obtenus dans les sections précédentes quant à la façon dont Marx envisage le rôle de la finance dans le cycle économique.

Notre hypothèse de départ est le résultat dégagé dans la section 1.2a de ce chapitre : le capital financier représente le capital social. Nous nous focalisons donc sur le capital de prêt sous ses deux formes, capital-argent lorsqu'il n'est pas prêté et capital fictif lorsqu'il est prêté à intérêt. Le marché qui nous intéresse est ainsi celui du capital-argent prêté en tant que capital de prêt. Nous considérons le montant agrégé de ce capital de prêt (résultat de la section 1.2b). Le taux d'intérêt est le prix de ce capital (résultat de la section 1.1).

Les fonds obtenus par les capitalistes actifs leur permettent d'élargir l'échelle de la reproduction. Si, comme nous l'avons vu, l'accumulation du capital financier ne traduit pas nécessairement une accumulation de capital réel (résultat de la section 1.3a) la première a cependant une influence sur la seconde ; ce que nous supposerons (résultat de la section 1.3b). En appelant K le montant du capital engagé dans la reproduction, E le montant donné et constant des capitaux propres détenus par les capitalistes actifs et D celui qu'ils empruntent aux capitalistes financiers, nous pouvons écrire :

$$\mathrm{K(t)} = \mathrm{E(t)} + \mathrm{D(t)} \text{ avec } \frac{E'}{E} = 0$$

Le montant $D(t)$ représente le capital de prêt des capitalistes financiers qu'ils ne détiennent pas sous forme de capital-argent mais sous forme de capital fictif.

La demande de capital de prêt $D(t)$ est à la fois une demande de capital et une demande de monnaie (résultats des sections 2.2a et 2.2b). Comme cependant la demande de capital-argent en tant que monnaie augmente brusquement lorsque cesse celle en tant que capital (résultat de la section 2.2c), nous pouvons suivre la suggestion de Marx selon laquelle le taux d'accroissement de l'endettement des capitalistes est une fonction croissante de l'écart entre le taux de profit et le taux d'intérêt. Au début du cycle, l'écart est important et le taux d'accroissement de la

[121] Dans cette section, on note x' la dérivée de x par rapport au temps. Ainsi : $x' = \frac{dx}{dt}$

dette est élevé mais s'applique à une base étroite. Au moment de la crise, au contraire, le taux d'intérêt est très élevé, l'écart est très faible voire négatif et le montant de la dette globale diminue. Nous proposons de représenter ce comportement de la demande de capital de prêt en supposant que le taux de croissance du levier financier mis en œuvre par les capitalistes actifs est une fonction linéaire croissante de l'écart entre le taux de profit donné π et le taux d'intérêt r. Nous avons donc l'équation :

$$\frac{(D/E)'}{D/E} = \frac{D'}{D} - \frac{E'}{E} = \frac{D'}{D} = -c_1 + a_1(\pi - r) = (a_1\pi - c_1) - a_1 r$$

Dans cette égalité, c_1 est le taux de décroissance du levier financier lorsque le taux de profit est égal au taux d'intérêt et qu'en conséquence le taux du profit d'entreprise est nul.

Il existe à tout moment une partie du capital de prêt qui n'est pas prêté. On peut supposer que lorsque la liquidité des capitalistes financiers diminue, c'est-à-dire le rapport entre leur capital-argent et leur capital fictif, ils exigent un taux d'intérêt en hausse pour prêter davantage. Au contraire, lorsque ce rapport augmente, le taux d'intérêt diminue car le capital de prêt abondant cherche à se placer de manière avantageuse (résultat de la section 2.1). Par simplification, on suppose que le volume du capital de prêt M est donné et constant[122], d'où :

$$\frac{M'}{M} = 0$$

Nous proposons de représenter ce lien entre la rareté relative du capital de prêt et le taux d'intérêt en supposant que ce dernier est une fonction linéaire croissante de la rareté relative du capital de prêt. Nous retrouvons ici l'affirmation de Marx selon laquelle :

> Ce n'est nullement, comme [Fullarton] le prétend, la forte demande d'emprunt qui distingue la période de ralentissement de celle de prospérité, mais la facilité avec laquelle cette demande est satisfaite aux temps de prospérité et la difficulté qu'elle rencontre aux temps de ralentissement (Marx, 1894b, p. 115).

[122] Le modèle proposé contient donc l'hypothèse sous-jacente que les capitalistes actifs consomment leurs profits et que les capitalistes financiers consomment leurs intérêts. En d'autres termes, il n'y a pas d'accumulation du capital.

Par approximation, on mesure cette rareté par le rapport entre la demande et l'offre de capital de prêt. On a ainsi :

$$\frac{r'}{r} = -c_2 + a_2 \frac{D}{M} = -c_2 + \frac{a_2}{M} D$$

Ici, la hausse du taux d'intérêt au moment de la crise ne vient pas d'une crise de reproduction qui dégénère en crise monétaire. Nous reprenons donc l'idée de crises monétaires autonomes, c'est-à-dire déclenchées de manière endogène sur le marché du capital-argent (résultat de la section 1.3d). Cette évolution est cependant l'iée à la variation de l'échelle de la reproduction (résultat de la section 1.3c). Les deux équations que nous avons proposées représentent donc les comportements de la demande de capital de prêt et du taux d'intérêt. Nous obtenons ainsi un système de deux équations différentielles :

$$\begin{cases} D' = \left[\left(a_1 - c_1 \pi \right) - a_1 r \right] D \\ r' = \left[-c_2 + \frac{a_2}{M} D \right] r \end{cases}$$

En comparant ces deux équations à celles de Lotka-Volterra[123], il apparaît que le montant de l'endettement joue le rôle de la proie alors que le taux d'intérêt joue le rôle du prédateur : l'endettement (le nombre de proies) augmente lorsque le taux d'intérêt est faible (peu de prédateurs) alors que le taux d'intérêt (le nombre de prédateurs) augmente lorsque l'endettement est grand (beaucoup de proies). Les capitalistes financiers exploitent ainsi les périodes de pénurie du capital de prêt pour obtenir une plus grande part du profit sous la forme d'intérêts. Les capitalistes actifs exploitent les périodes d'abondance de ce capital de prêt pour obtenir un profit d'entreprise plus grand.

En multipliant membre à membre les deux équations puis en intégrant, on obtient :

[123] Voir annexe B.

$$\frac{r'}{r}\left[(a_1 - c_1\pi) - a_1 r\right] = \frac{D'}{D}\left[-c_2 + \frac{a_2}{M}D\right]$$

$$\Leftrightarrow (a_1 - c_1\pi)\frac{r'}{r} - a_1 r' = -c_2\frac{D'}{D} + \frac{a_2}{M}D'$$

$$\Rightarrow (a_1 - c_1\pi)\ln r - a_1 r = -c_2 \ln D + \frac{a_2}{M}D + \ln H$$

$$\Rightarrow \ln\phi(r) = \ln\left(r^{(a_1 - c_1\pi)}e^{-a_1 r}\right) = \ln\left(HD^{-c_2}e^{\frac{a_2}{M}D}\right) = \ln\left[H\psi(D)\right]$$

$$\Rightarrow \phi(r) = r^{(a_1 - c_1\pi)}e^{-a_1 r} = HD^{-c_2}e^{\frac{a_2}{M}D} = H\psi(D)$$

On peut alors étudier successivement la fonction décrivant l'évolution du taux d'intérêt[124] :

$$\frac{\phi'(r)}{\phi(r)} = -a_1 + \frac{a_1 - c_1\pi}{r}$$

Pour laquelle nous avons :

$$\phi'(r) < 0 \qquad \Leftrightarrow \frac{a_1 - c_1\pi}{r} < a_1$$

$$\Leftrightarrow r > \frac{a_1 - c_1\pi}{a_1}$$

$$\Leftrightarrow r > 1 - \frac{c_1\pi}{a_1}$$

Puis la fonction décrivant l'évolution de l'endettement des capitalistes actifs[125] :

$$\frac{\psi'(D)}{\psi(D)} = \frac{a_2}{M} - \frac{c_2}{D}$$

Pour laquelle nous avons :

$$\psi'(D) < 0 \qquad \Leftrightarrow \frac{c_2}{D} > \frac{a_2}{M}$$

$$\Leftrightarrow D < \frac{c_2 M}{a_2}$$

Il apparaît ici que la fonction $\phi(r)$:

[124] Voir l'annexe C pour l'étude détaillée de cette fonction.
[125] Voir l'annexe C pour l'étude détaillée de cette fonction.

- Est croissante sur l'intervalle $\left]0;1-\frac{c_1\pi}{a_1}\right[$;

- Atteint son maximum pour $r=1-\frac{c_1\pi}{a_1}$;

- Et devient décroissante sur l'intervalle $\left]1-\frac{c_1\pi}{a_1};+\infty\right[$.

De même, la fonction $\psi(D)$:

- Est décroissante sur l'intervalle $\left]0;\frac{c_2M}{a_2}\right[$;

- Atteint son minimum pour $D=\frac{c_2M}{a_2}$;

- Et devient croissante sur l'intervalle $\left]\frac{c_2M}{a_2};+\infty\right[$.

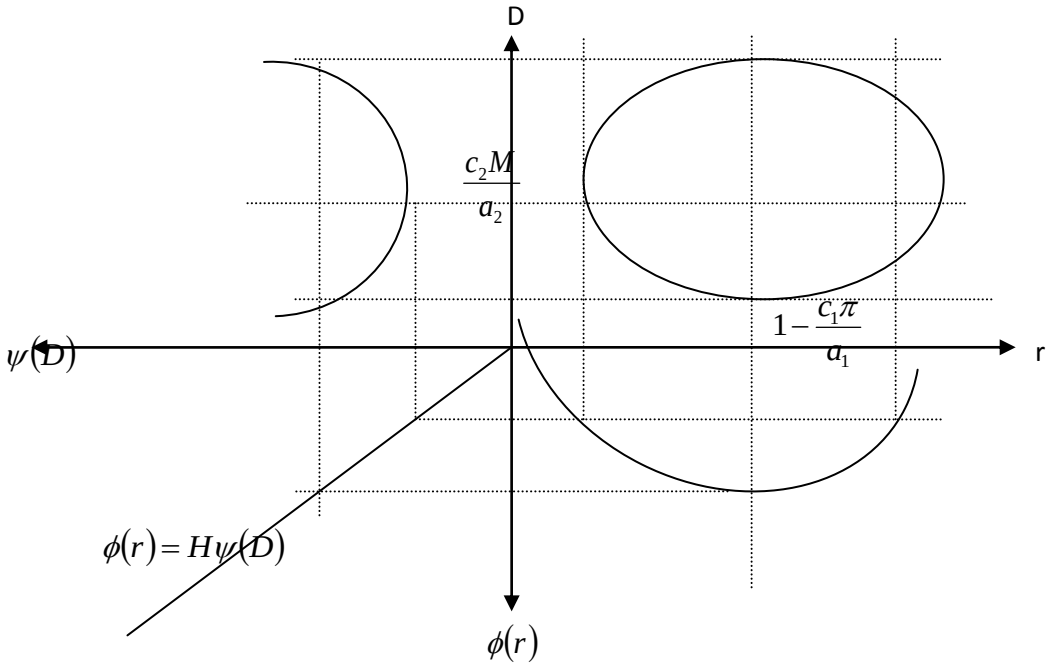
3.3. Résultats et interprétation

Le graphique ci-dessous représente le mouvement cyclique à partir des résultats que nous venons d'obtenir. Comme dans le modèle de Goodwin (1967), on obtient un phénomène de gravitation cyclique autour de valeurs moyennes du taux d'intérêt et du montant de l'endettement des capitalistes actifs, c'est-à-dire de la rareté relative du capital de prêt. Lorsque le taux d'intérêt est à son niveau moyen, l'endettement est à son minimum ou à son maximum et est poussé vers son niveau moyen. Lorsque la dette atteint à son tour son niveau moyen, le taux d'intérêt est à son tour à son minimum ou à son maximum.

Lorsque le capital de prêt est abondant (D est à son minimum), le taux d'intérêt est à son niveau moyen (r moyen) ; il s'agit du moment de la reprise de l'activité économique, après la liquidation de la crise précédente. A cet instant, le capital-argent est inemployé en masse :

> Dans de tels moments où le procès de production est réduit […], où les prix des marchandises ont atteint leur niveau le plus bas, où l'esprit d'entreprise est comme paralysé, le taux d'intérêt est peu élevé, et c'est là précisément l'indice d'une

multiplication du capital prêtable, précisément en raison de la contraction et de la paralysie du capital industriel » (Marx, 1894b, p. 146-7).



D'un côté, le capital de prêt est abondant car on est au début du cycle, juste après la crise. D'un autre côté, la demande de capital-argent est faible puisque la reproduction se déroule sur une base étroite. Le capital de prêt abondant traduit le fait que la reproduction se déroule sur une base étroite, en faisant très faiblement appel au capital de prêt.

L'abondance du capital de prêt pousse le taux d'intérêt à la baisse et augmente la part des capitalistes actifs dans le profit ; mais cette augmentation du taux du profit d'entreprise pousse les capitalistes actifs à recommencer à s'endetter faiblement. Le taux d'intérêt remonte alors au fur et à mesure que les capitalistes actifs s'endettent jusqu'au moment où la dette atteint son niveau maximum (D maximum). C'est alors que survient le retournement du cycle : poussée par le taux d'intérêt élevé, la liquidation commence et l'endettement diminue. Le taux d'intérêt continue d'augmenter jusqu'à son maximum car la demande de moyens de paiement est forte puisque les capitalistes actifs doivent payer leur dette. Lorsque cet endettement a suffisamment diminué, le capital de prêt devient moins rare et le taux d'intérêt se détend au fur et à mesure que les capitalistes actifs poursuivent leur désendettement.

Le modèle proposé permet ainsi de représenter un cycle endogène qui se déroule sur le marché du capital-argent. Il met en évidence de manière très simplifiée les interactions entre la sphère financière et la sphère réelle, et illustre la lutte entre capitalistes actifs et capitalistes financiers pour le partage du profit, telle que Marx l'expose dans le livre III du *Capital*.

La principale limite de ce modèle est que nous avons supposés constants le montant des capitaux propres des capitalistes actifs ainsi que celui du capital de prêt. Nous n'avons donc pas tenu compte du fait que ces deux sortes de capitalistes ne font que représenter des modes différents de valorisation du capital. Surtout, cela signifie que nous avons négligé la dynamique de long terme puisque l'investissement ne joue ici aucun rôle. Nous avons cependant conservé le lien entre la finance et la reproduction du capital réel puisque nous avons supposé une certaine symétrie entre les sphères industrielles et financières. La finance n'est donc pas neutre chez Marx : elle permet de modifier l'échelle de la reproduction. C'est bien la dynamique des variables financières, telle qu'elle apparaît sur le marché du capital-argent, qui donne à ces modifications l'aspect de fluctuations périodiques.

Conclusion

Finalement, si l'on nous autorise à appeler *finance* l'ensemble de l'activité qui consiste à assurer le financement de la production et du commerce et *instabilité économique* le fait que le procès de reproduction ne se déroule pas de manière linéaire mais par cycles et avec des crises, alors on peut conclure que, chez Marx, la finance est une source d'instabilité économique. Nous avons ainsi mis en évidence à la fois le rôle spécifique de la sphère financière et celui du taux d'intérêt . L'étude de la théorie marxienne de la détermination du taux d'intérêt a alors permis de mettre en évidence les liens entre les sphères industrielles et financières.

Au cours de cette étude, nous avons pu dégager plusieurs résultats :

- Nous avons montré que la sphère financière joue un rôle central chez Marx puisqu'avec le développement du capitalisme elle tend à englober l'ensemble du capital social. C'est ce que nous avons appelé la fonction « universalisante » du capital financier.
- L'étude de l'accumulation relative du capital réel et du capital financier est dès lors un enjeu décisif pour Marx. Nous avons mis en évidence

l'ambivalence de leurs relations. Les phénomènes de la sphère financière peuvent ainsi être à la fois la conséquence et la cause des phénomènes de la sphère réelle.

- A partir de la description que fait Marx du cycle économique, nous avons défendu le point de vue de Fan-Hung (1939) selon qui le taux d'intérêt est déterminé à la fois par une demande de capital et une demande de monnaie.
- Nous avons alors montré que cette théorie du taux d'intérêt n'est pas pour autant surdéterminée.
- Nous avons enfin proposé une formalisation de l'instabilité financière selon Marx en nous appuyant sur le modèle de Goodwin (1967). Cette transposition est justifiée car le modèle originel comme celui que nous avons proposé essaient de rendre compte de la dynamique du partage d'un revenu entre classes ou sous-classes sociales.

Dès lors, notre représentation de la théorie de Marx a été fondée, dans ce chapitre, sur le problème de la répartition du revenu plutôt que sur l'idée d'un déséquilibre. Il convient de souligner à ce sujet que nous n'avons pas fait le lien entre les fluctuations du marché du capital-argent et le problème de la déformation de la structure de la production tel qu'il a pu être envisagé, par exemple, par Hilferding (1910). Nous souhaitions cependant trouver chez Marx une théorie de l'instabilité financière et non une théorie des disproportions. La question du lien entre les deux demeure, mais elle sortait du champ de réflexion que nous nous étions fixé.

Chapitre III

Thorstein Veblen : une théorie du capitalisme financier ?

Introduction

Il n'est pas possible, nous l'avons vu, d'envisager la théorie du capital de Marx sans une théorie du capital financier. La finance et le développement du capital financier sont inclus dans le concept même de capital tel qu'il l'élabore ; le capital financier est le capital par excellence. Cependant, Marx mène d'abord son analyse en termes réels et monétaires. Ce n'est que dans la deuxième partie du livre troisième du *Capital* (1894) que la finance est introduite, d'abord comme capital du commerce de l'argent, puis comme capital porteur d'intérêt. Au contraire, la théorie économique de Thorstein Veblen se présente d'emblée comme une théorie des grandeurs financières. L'idée d'un capitalisme sans finance est évacuée au commencement même de ses exposés économiques.

Veblen veut expliquer les faits économiques à partir des habitudes de pensée des individus, à partir des institutions. Comme ces institutions évoluent sans cesse, la théorie économique doit être évolutionniste[126]. L'évolution institutionnelle a conduit au remplacement des capitaines d'industrie par les capitaines de la finance, et le capitalisme qu'il faut étudier se caractérise par la recherche de gains pécuniaires par les hommes d'affaires. C'est ainsi que se présente le premier d'ouvrage d'économie publié par Veblen - *The Theory of Business Enterprise* (1904) - ou *Absentee Ownership* (1923), ouvrage dans lequel il livre sa réflexion mature.

A certains égards, les écrits économiques de Veblen peuvent être considérés comme une critique des théories traditionnelles, en particulier marginalistes, en ce qu'elles méconnaitraient la réalité économique, c'est-à-dire l'évolution institutionnelle qui a pris place dans les dernières décades du 19ème siècle. Ainsi la série d'articles que Veblen écrit contre ses contemporains (1905, 1908a, 1908b, 1909) constitue-t-elle une critique de leurs conceptions réelles du capital ou du crédit.

[126] Pour une présentation rapide, voir Denis (1993).

Dès lors, la vaste littérature secondaire qui s'est intéressée à la théorie économique de Veblen en a discuté - par nécessité - les aspects financiers. Les auteurs ayant cherché chez lui une théorie de la finance ou une théorie des fluctuations économiques ont été moins nombreux. Ainsi, O'Hara (1993), Cornehls (2004) et Dirlam (1958), se sont attachés à mettre en évidence et discuter ce que l'on peut appeler la finance prédatrice, c'est-à-dire l'exploitation de l'industrie par la finance. Philipps (1988) a proposé un modèle formel de cycle économique basé sur les écrits de Veblen, de même que Brockie (1958) et Mouhammad (1994). Dimand (1998) et Raines et Leathers (2008) ont rapproché Veblen de la théorie de la déflation par la dette de Fisher (1932, 1933). Un rapprochement avec Tobin (1969) a été proposé par Bolbol et Lovewell (2001), Medlen (2003) et Dimand (2004). Kelso et Duman (1992), Dimand (2004) et Raines et Leathers (2008) ont comparé Veblen à Minsky. Stabile (2005, chap. 4) ainsi que Raines et Leathers (1992, 1996, 2000) en ont fait un précurseur des théories modernes de la finance, se situant ainsi dans une approche microéconomique. Si les apports de tous ces auteurs seront utilisés dans ce chapitre, nous proposons cependant une approche différente consistant à chercher, chez Veblen, une théorie de l'instabilité financière.

Pour cela, nous montrerons dans le présent chapitre que la théorie de Veblen est une théorie du capitalisme financier qui permet d'analyser les mouvements cycliques de l'économie. Sur cette base, nous dégagerons l'ébauche d'une théorie de l'instabilité financière que l'on trouve selon nous chez Veblen. .

*

Universitaire à la carrière difficile[127], Veblen accède à la renommée avec son premier ouvrage, *The Theory of the Leisure Class* (1899). Il est l'un des fondateurs de l'institutionnalisme américain, qui culminera dans les années 1920 et 1930, et l'inspirateur du « mouvement technocratique ». Outre plusieurs articles le plus souvent réédités sous forme de recueils, sa théorie économique se trouve essentiellement les deux ouvrages mentionnés plus haut (Veblen, 1904 et 1923).

Il est l'un des premiers économistes à avoir essayé de montrer en détail les implications de l'utilisation de la finance moderne dans la gestion des affaires économiques. Le capitaliste devient un propriétaire absent et l'*absentee ownership* le

[127] Thorstein Veblen est né en 1857 dans une famille d'origine norvégienne ; il est décédé en 1929 avant le krach de Wall Street. La biographie (intellectuelle) de référence est celle de Dorfman (1934). On pourra aussi consulter Hobson (1936).

« prime institutional factor that underlies and governs the estabished order of society » (Veblen, 1923, chap. 1). Dès lors, sa distinction entre *industrial capital* et *business capital* et son insistance sur la double idée selon laquelle, premièrement, l'industrie est conduite par les hommes d'affaires et non par les techniciens et, deuxièmement, les intérêts financiers priment sur les intérêts industriels, a été jugée fertile par de nombreux économistes. A partir de cette distinction, Veblen (1904 et surtout 1923) élabore une théorie des mécanismes financiers. Pour lui, il y a une rupture historique dans les institutions économiques qui fait apparaître la finance comme une force économique majeure et centrale. Et à cette rupture historique doit répondre une rupture théorique qui vise à rendre compte de ce changement institutionnel. Puisqu'il place la finance au cœur de l'économie, il doit expliquer les cycles économiques par le rôle qu'elle joue dans la production et la concurrence.

Notre but est de montrer, d'une part, que Veblen propose une théorie du capitalisme financier, c'est-à-dire non seulement d'établir la nature financière des relations économiques, mais encore de mettre en évidence les conséquences de cette financiarisation. D'autre part, que de cette théorie il déduit l'existence de processus cumulatifs d'inflation du crédit et des prix, dont le retournement entraîne un processus de déflation par la dette. Cela nous amènera à préciser les différentes hypothèses – implicites ou expliques – faites par Veblen. Nous aboutirons ainsi à un exposé du cadre conceptuel qu'il développe et qui lui permet d'analyser le rôle de la finance dans les cycles économiques.

Pour mener à bien ce travail, nous analyserons le contenu théorique de sa contribution, en nous appuyant, en particulier, sur les ouvrages déjà cités (Veblen, 1904, 1923). Ce faisant, il est clair que nous laisserons de côté certains aspects de l'institutionnalisme de Veblen ; c'est un choix délibéré. Finalement, le principal obstacle à ce projet est peut-être celui de la difficile sélection puis interprétation des idées pertinentes dans ses écrits. D'une part parce que les idées foisonnent et se répètent[128], d'autre part parce qu'elles semblent souvent confuses[129].

*

Après avoir exposé les caractéristiques d'une économie capitaliste financière et développé les conséquences de cette financiarisation pour l'explication des

[128] Sweezy (1957, p. 105) considère que « Veblen was a repetitious writer ». Dimand (1998, p. 452 et 2004) juge que les formalisations mathématiques dans Veblen (1904) sont une parodie.
[129] Ayres (1963, p. 45) note que l'on dit de Veblen que ces travaux sont « diffuse, vague, inchoate, and devoid of any sort of system ».

phénomènes économiques (1), nous pourrons présenter les éléments avancés par Veblen pour une théorie financière des cycles économiques (2).

1. La finance dans une économie capitaliste

Le développement progressif des sociétés par actions[130] pendant le dernier tiers du 19ème siècle a généralisé ce que Veblen appelle l'*absentee ownership*, la propriété absente. Dès lors, la propriété des capitalistes ne porte plus sur les actifs physiques de la production mais sur des titres. C'est le revenu de ces titres, et non le produit industriel, qui est l'objet des décisions des dirigeants d'entreprises. Dans une telle économie, ce qui compte ce n'est pas l'industrie, mais le *business*. Cela conduit à opposer les deux sphères des affaires et de l'industrie, dont les rôles ne sont pas symétriques. Leurs relations complexes sont le principal ressort de la dynamique économique. Les marchés financiers acquièrent ici une position centrale.

Veblen propose un changement de point de vue par rapport à ses prédécesseurs, qui le conduit, en particulier, à rejeter la définition du capital comme un stock d'actifs physiques (1.1). Le développement de la finance l'amène ainsi à proposer une théorie de la finance (1.2) et a pour conséquence l'opposition irréductible entre le *business* et l'industrie (1.3).

1.1. Le capital est un stock d'actifs financiers

La période où Veblen commence à écrire, c'est-à-dire la fin du 19ème siècle et le début du 20ème siècle, a été caractérisée par le développement des grandes sociétés par actions et un mouvement sans précédent de concentration des entreprises[131], accompagné, notamment, par de puissantes banques d'affaires. C'est l'époque où se forment, suite à l'adoption du Sherman Anti-Trust Act, les grands holdings financiers – tel celui de J.P. Morgan - autour desquels va s'effectuer la centralisation du capital. Ce mouvement historique représente une modification profonde des institutions

[130] Voir Veblen (1923, p. 82).

[131] Par exemple Vinokur (1969 : 103). A ce sujet, voir Mendez & Tutin (2011). Aron (1970) écrit ainsi : « Ce que Veblen détestait dans le capitalisme américain, c'était la propriété mobilière, le propriétaire absent, le marchand de biens, les spéculateurs immobiliers, les *Yankees* qui, installés sur place avant les immigrants, avaient édifié leur fortune sans mettre la main à la pâte, en achetant et revendant non des réalités mais des abstractions et, avant tout, la suprême abstraction, l'argent. La mobilisation, sous forme d'actions, de tout le capital, agricole ou industriel ».

économiques du capitalisme, qui oblige à définir le capital, non plus comme un ensemble de moyens de production, mais comme un ensemble d'actifs financiers.

a) Rupture institutionnelle, rupture théorique

Comme le remarque Sweezy (1993, p. 4), ce mouvement de concentration a joué un rôle de stimulant pour la littérature économique. Plusieurs auteurs, prenant acte de cette rupture institutionnelle, ont tenté de l'incorporer à leurs théories. Cela est évident chez les marxistes, comme le montrent les travaux de Hilferding (1910), qui l'a relié à l'essor des grandes banques d'affaires à la même époque[132], ou Lénine (1917). Ce sont les mêmes faits, couplés au développement sans précédent des marchés financiers au cours des trente années précédentes, qui conduisent Veblen à prendre acte, dans *The Theory of Business Enterprise* (1904) du déplacement de la concurrence de l'industrie vers la finance[133], et du fait que, sous ces nouvelles institutions, le bien-être de la population ne dépend plus des aspects industriels de l'économie mais de ses aspects financiers.

Il s'agit dès lors, pour Veblen, d'une rupture historique dans l'évolution des institutions de l'économie monétaire (Veblen, 1923, chap. IV) dont la théorie doit rendre compte. Cela est résumé par Sweezy :

> The machine process gives rise to a large-scale production; large-scale production brings in its train the corporate form of organization; and along with the corporations come the securities markets, promoters, underwriters, and the rest of the financial accouterments of modern big business. [...] The center of attention of the larger type of businessman shifts progressively from the production of useful goods and services to the sale and manipulation of corporate securities (1958, p. 183).

Une société par action est un amas de crédit, de fonds, d'obligations envers des tiers porteurs de titres (Veblen, 1923, p. 182). Le capitaliste devient un détenteur de titres et la propriété du capital une propriété absente[134]. Il n'est plus possible, par conséquent, de conserver l'ancienne définition du capital comme un stock physique de moyens de production :

> A modern science has to do with the facts as they come to hand, not with putative phenomena warily led out from a primordial metaphysical postulate, such as 'the

[132] Veblen (1923, p. 343) développe aussi cette idée.
[133] Voir aussi Veblen (1923, p. 101).
[134] Dirlam (1958) souligne le soin apporté par Veblen à différencier l'ère du petit capitaliste libre de celle du spéculateur autonome et des fabuleux financiers.

> hedonic principle'. To meet the needs of science, therefore, such modern concepts as 'capital' and 'income' must be defined by observation rather than by ratiocination (Veblen, 1908a, p. 113).

A une conception du capital basée sur l'actif des entreprises, il est nécessaire de substituer une conception basée sur le passif. Puisque la finance est au centre de l'économie, à la place de l'industrie, Veblen affirme la nécessité de définir le capital comme *financement* plutôt que comme un capital physique, c'est-à-dire de l'entendre comme une masse d'actifs financiers (Veblen, 1908b). Car le capital a changé de nature avec l'émergence et la généralisation des grandes sociétés par actions dont le capital et la dette s'échangent sous forme de titres sur les marchés financiers : « 'assets' is a financial category ». Or, de ce point de vue, un capital est avant tout la capitalisation d'un rendement potentiel (*earning-capacity*). Cette capitalisation est ainsi, dans l'époque moderne, la pratique normale de la conduite des affaires (Veblen, 1923, p. 60).

Afin de distinguer les notions ancienne et moderne de capital, Veblen appelle « capital industriel » l'ensemble des actifs physiques de l'entreprise, qui lui permettent de mettre en œuvre la production physique de biens, et « *business capital* » le capital du point de vue du capitaliste, c'est-à-dire l'ensemble des titres et des droits qui constituent le passif de l'entreprise.

b) Le débat avec Fisher sur la nature du capital

Veblen sera amené à préciser son point de vue dans une série d'articles qu'il rédige en réponse à la publication par Fisher de *The Nature of Capital and Income* (1906)[135], auquel il reproche de donner sa définition du capital sans référence aux institutions et pratiques économiques réelles. « What it lacks is the breath of life » (Veblen, 1908a, p. 112) écrit-il à propos du livre de Fisher.

Sa critique porte essentiellement sur deux points. Le premier est que Fisher définit le capital comme un actif physique, ne tenant pas compte du changement institutionnel qui vient d'être évoqué et qui impose de le définir comme un actif financier. Le second est qu'il exclut explicitement les actifs immatériels du champ du capital (Veblen, 1908a, p. 116-7), commettant ainsi, pour Veblen, une grossière erreur. L'existence d'un *goodwill*, lié à un pouvoir de marché quelconque détenu par

[135] Le compte rendu historique et analytique de ce débat a été proposé par Dimand (1998, p. 452-8).

l'entreprise, lui permet de percevoir des revenus supplémentaires. Ces revenus peuvent être capitalisés et le *goodwill* peut être incorporé dans le bilan de l'entreprise lors d'une fusion. Dans ce cas, des titres sont émis en contrepartie du *goodwill* et rien ne différencie les titres ainsi émis de ceux émis en contrepartie des actifs physiques : tous donnent un droit indifférencié sur les actifs de l'entreprise en cas de liquidation.

1.2. Les marchés financiers chez Veblen

Puisque, comme cela vient d'être vu, le *business capital* des dirigeants et propriétaires d'entreprises est constitué d'actifs financiers, l'analyse des marchés financiers et des mécanismes économiques qui y prennent place doit occuper une place centrale dans la théorie. Nous partons dès lors de l'hypothèse, largement partagée dans la littérature secondaire, que Veblen propose une théorie des mécanismes financiers. Cette théorie est fondée sur une définition large de la finance et semble construite autour de l'existence de valeurs fondamentales des titres.

a) Une définition extensive de la finance

Veblen propose une définition extensive de ce que nous pouvons appeler *finance* : il ne s'intéresse pas seulement au crédit bancaire ni aux seuls marchés financiers. En cela, la définition de la finance que nous avons donnée en introduction de cette thèse rejoint la sienne. En effet, un actif financier est la capitalisation de revenus futurs anticipés. Cependant, ces revenus ne sont capitalisés que lors de l'émission de titres représentatifs du droit à ces revenus ou lors de la cession directe de ces droits, c'est-à-dire lorsque l'on constate une mutation dans le titulaire de ce droit à des revenus futurs. La définition du *business capital* comme une masse d'actifs financiers est dès lors inséparable de la notion de *transfert* que nous avons mise en exergue.

Cela amène nécessairement une conception large de la finance. Comme le soulignent Raines & Leathers (1996), tout ce qui rapporte un revenu peut être capitalisé et peut devenir un élément du *business capital*. Veblen précise qu'il ne s'intéresse pas au paiement différé des biens mais au « loan credit, such as debts, notes, securities, call loans, characteristic of modern corporate enterprise and finance » ou encore aux « investment in stocks, interest-bearing securities and the like » (1904, chap. V). Ainsi Gruchy (1947, p. 95) pense-t-il que l'on peut y

assimiler les titres de dette, les avances bancaires de court terme ou encore les actions. Il y a donc, chez Veblen, une unité entre banques et marchés financiers[136], corollaire de l'affaiblissement des limites entre crédit et capital (Veblen, 1904, chap. V).

Le marché financier, au sens large, est ainsi le marché sur lequel s'échange le *business capital*. Les capitalistes prenant leurs décisions dans le but d'accroître ce dernier, le marché financier est central dans l'économie. De même que pour Marx le capital porteur d'intérêt est le capital par excellence, le marché financier peut être considéré, dans la théorie de Veblen, comme le marché par excellence. Plus généralement, par sa définition extensive de la finance, basée sur la capitalisation de n'importe quel type de revenu, l'analyse de Veblen est très proche de celle de Marx[137].

b) Une théorie moderne de la finance

Veblen définit très explicitement la valeur d'un titre comme l'actualisation de revenus futurs anticipés[138] (Veblen, 1904, p. 119 et 1923, p. 60). Ainsi écrit-il dans le cadre d'une polémique avec Laughlin[139] qu'il fonde son argumentation sur « the concept of modern business capital as the capitalisation of prospective earning capacity ». Or, les revenus que le détenteur d'un titre pourra en tirer doivent provenir, au final, des actifs de l'entreprise qui l'a émis. Dès lors, la valeur des titres incorpore non seulement la valeur actualisée des profits générés par les actifs de l'entreprise, mais encore la capitalisation de tout « avantage différentiel » obtenu par l'entreprise et qui constitue un *goodwill*.

Les fluctuations des cours des actions sont directement liées à des écarts entre ces cours et la capacité réelle des actifs sous-jacents à servir le revenu qui a été capitalisé. Dès lors que le rendement qui a été anticipé (*prospective*[140] *earning capacity*) et qui est incorporé dans le cours de l'action se révèle différent de celui qui

[136] Nous suivons ici Raines & Leathers (1992, p. 436) pour lesquels le crédit comprend ici les prêt traditionnels, les parts de capital ou encore les obligations.
[137] Hansen (1927, p. 150) n'hésite pas à généraliser cette idée à l'ensemble de la théorie du cycle de Veblen : "Veblen (…) appears to have got his inspiration in part from Karl Marx".
[138] Dimand (2004) note, suivant en cela Mitchell (1913), que l'on trouve la même idée plus tard chez Fisher (1906). Stabile (2005, p. 57) fait la même remarque en ajoutant que ces anticipations sont instables chez Veblen (p. 67), mais sans rien ajouter de nouveau.
[139] Rapportée par Dorfman (1934, p. 215-6). Cette controverse entre Veblen et Laughlin a eu lieu dans « The decennial publications of the University of Chicago ».
[140] Ou encore *presumptive* ou *putative*.

est finalement constaté (*actual earning capacity*) ou, plus exactement, du rendement anticipé révisé, le cours doit varier pour s'ajuster. De même, peut-on ajouter, cela signifie pour les titres représentant la dette de l'entreprise que le risque a été mal évalué et donc que la prime de risque doit s'ajuster. C'est la révision à la hausse du rendement anticipé, sous l'effet de la hausse des prix, de la baisse des coûts ou de l'acquisition d'un pouvoir de marché, qui alimente la hausse pendant l'expansion, et c'est la révision à la baisse de ce rendement anticipé qui précipite le retournement du cycle.

Cela a amené Raines & Leathers (1996, p. 140-1) à voir chez Veblen l'une des toutes premières versions de l'explication des prix par la valeur fondamentale. De fait, la notion de *earning-capacity* d'un titre, autour de laquelle son cours varie, est proche de celle de « valeur fondamentale ». Veblen affirme en effet qu'au bout du compte, les écarts entre la *presumptive* et la *actuel earning capacity* se résorbent par la convergence de la première vers la seconde. Dimand (2004, 463-4) va dans ce sens en ajoutant que les écarts constatés sont seulement dus à la volatilité des cours ou à des vagues d'optimisme ou de pessimisme.

Raines et Leathers avaient déjà plus largement fait de Veblen un précurseur dans l'analyse des pratiques financières modernes, du financement des entreprises et des marchés financiers (1992, p. 433 et 1996, p.138)[141]. Il y aurait, chez Veblen, une sorte d'efficience des marchés financiers. Une telle conclusion nous semble néanmoins problématique puisqu'elle conduit à voir l'hypothèse d'efficience des marchés financiers dans toute théorie où le prix des titres est déterminé. Nous verrons par la suite que les marchés financiers sont loin d'être efficients chez Veblen.

1.3. L'opposition irréductible entre *business* et industrie

L'opposition entre *business* et industrie est le résultat de Veblen qui a été jugé central par beaucoup des commentateurs qui se sont attachés à sa théorie économique. Cette opposition se manifeste principalement selon trois modalités : la prédominance du rôle du *business* dans l'économie ; le parasitisme de l'industrie par la finance, *via* les *vested interests*[142] et, enfin, la séparation du *management* et de la

[141] Ils suivent en cela l'idée de Dirlam (1958, p. 199). Les preuves avancées sont cependant décevantes. Le lecteur pourra se référer à Stabile (2005, p. 56-7) pour une présentation de la théorie de la finance de Veblen en termes modernes.
[142] « A vested interest is a prescriptive right to get something for nothing (Veblen, 1923, p. 49).

propriété des entreprises. Ici encore, les rapprochements qui peuvent être faits avec Marx sont nombreux.

a) La prédominance des hommes d'affaires : l'exemple de la dépression

Pour Hobson (1936, p. 17) Veblen emprunte essentiellement à Sombart (1902) la distinction entre industrie et *business*[143]. L'opposition entre ces deux sphères serait d'ailleurs, pour lui, le cœur de la thèse de Veblen (Hobson, 1936, p. 53). Cette opposition entre, d'une part, les intérêts matériels de la population en général, représentés par l'industrie, et, d'autre part, les intérêts financiers des détenteurs de titres, se manifeste dans les méthodes d'accroissement du profit.

La prédominance des hommes d'affaires passe par la direction des entreprises. Pour ceux-ci, en effet, puisque la valeur des actifs est actée dans les titres émis par l'entreprise (Veblen, 1923, p. 184), le problème central est que les profits anticipés ne doivent pas baisser. Ils doivent donc mener leur activité de sorte à maintenir le revenu des actifs au niveau requis par le passif. Toute baisse de ces revenus provoquerait une diminution de la valeur actuelle des revenus anticipés, qui doit se traduire par une baisse des cours des actions et des exigences plus sévères lors du renouvellement des emprunts. Or, les profits monétaires peuvent baisser pour deux raisons :

- Si la concurrence entraîne la diminution des prix de vente ;
- Si la baisse des coûts de production, sous l'effet du progrès technique, entraîne la diminution des prix de vente.

Les hommes d'affaires essaient de se prémunir d'une telle diminution des profits nominaux par plusieurs moyens[144], dont le principal consiste à organiser une limitation de la concurrence entre entreprises, qui peut être obtenue en limitant le niveau de la production. Pour cela, les *absentee owners* qui contrôlent les matières premières et les industries-clés peuvent s'entendre sur un plan global pour maximiser leur gain collectif. Ils peuvent aussi s'entendre par groupes sectoriels ou régionaux, prenant des mesures pour leur groupe au détriment des autres *vested interets* et de la population dans son ensemble. C'est ce que Veblen appelle le sabotage de la production.

[143] On note d'ailleurs que ce dernier ouvrage est une des rares références données par Veblen dans *The Theory of Business Enterprise* (1904)
[144] Sur ce point, voir en particulier Vinokur (1969, p. 111-5).

La publicité est le second moyen d'importance, mis en avant par Veblen, que les hommes d'affaires utilisent pour maintenir les profits monétaires malgré une concurrence accrue ou la baisse des coûts de production. Il s'agit ici de mettre en place une véritable « fabrication des consommateurs » (1923, chap. 11, en particulier p. 304-310).

Enfin – c'est le troisième moyen – la banque centrale peut mener une politique monétaire compatible avec une surcapitalisation croissante, dans le but de sauvegarder les intérêts des *absentee owners*. En pratique, la communauté financière est en mesure de prendre le contrôle sur l'ensemble du système industriel.

Au contraire, la hausse des prix des actifs entraîne la possibilité d'émissions nouvelles. Toutes ces décisions des hommes d'affaires n'ont aucun intérêt du point de vue du bien-être matériel, voire même le réduisent puisqu'elles amènent l'économie vers une dépression chronique. Elles prévalent cependant car elles permettent le maintien de la valeur du *business capital*[145]. Ainsi, Hobson (1937)[146] estime-t-il que « [Veblen's] great discovery was the new phase of capitalism by which the supreme powers and profit were passing from the owners of the material forms of capital into the owners, or, more properly the operators, of finance ».

Dans le même ordre idée, les hommes d'affaires travaillent activement à la concentration des entreprises, non pour améliorer leur productivité, mais pour faire apparaître des pouvoirs de marché qui permettront de capitaliser un *goodwill*. Ce genre de considérations se retrouvera chez Hilferding (1910).

b) Le parasitisme de l'industrie par la finance

L'idée d'un parasitage de l'industrie par la finance qui aurait un impact dépressif sur le développement économique a été très populaire. Cette idée provient essentiellement de *The Theory of Business Enterprise* (1904) et d'une série d'articles publiés par Veblen dans le *Dial* entre 1918 et 1919 et réunis dans Veblen (1919a). Gruchy (1958, p. 156-9) s'attache ainsi à expliquer que le produit industriel net[147], c'est-à-dire la production industrielle diminuée des coûts de production (salaires et remplacement du capital) est capté par les *vested interests* et correspond donc au coût

[145] « Money, instead of being the servant of industry, has become his master » (Hobson 1937, p. 142).
[146] Et déjà en 1936 (p. 71-2 et 75).
[147] Voir Veblen (1923, p. 61).

de maintien de ces *vested interests* qui ont un droit sur une partie de la production totale de biens et de services sans qu'ils y aient contribué d'aucune manière.

Plus simplement, l'extension du crédit diminue les profits réels nets des entreprises puisqu'elle implique le paiement de charges financières supplémentaires. Les financiers récupèrent ainsi une part de plus en plus grande du revenu en raison de ces intérêts supplémentaires et de la capitalisation progressive de *goodwill*. Cet argument semble limité puisque, en tout état de cause, tous les profits reviennent aux détenteurs de titres. La concurrence pour ce profit doit donc se jouer, comme chez Marx, entre différentes catégories de capitalistes.

Enfin, ce parasitisme se manifeste toujours, lors de la crise, au moment de la liquidation des entreprises. En effet, la déflation tend à augmenter la part des actifs de l'entreprise venant en représentation des titres de dette émis. Lorsque l'entreprise est liquidée, une redistribution de richesses prend place puisque les détenteurs de dette sont payés avant les détenteurs de parts de capital, et pour le montant nominal de leurs dettes. Puisque cette liquidation a lieu au moment où les cours et les prix sont au plus bas, la part des détenteurs de titres de dettes dans le total des actifs ne peut que s'accroître.

c) La séparation de la direction et de la propriété des entreprises

Enfin, l'idée d'une séparation du *management* et de la propriété des entreprises avec d'un côté des actionnaires majoritaires contrôlant l'entreprise et, de l'autre, de nombreux propriétaires de titres (*preferred stocks*, *debentures*) n'ayant aucun pouvoir de gestion[148] a elle aussi été largement commentée et utilisée :

> In so far as invested property is managed by the methods of modern corporation finance, it is evident that the management is separated from the ownership of the property, more and more widely as the scope of corporation finance widens (Veblen, 1904, p. 174-5).

Cette séparation donne aux actionnaires contrôlant l'entreprise la position d'*insiders* capable de tirer avantage de ces relations financières[149], au détriment des autres créanciers et de la population en général.

[148] Voir à ce sujet Rutherford (1980).
[149] Cela sera étudié dans le prochain chapitre.

Cette distinction entre la direction et la propriété de l'entreprise n'est pas de même nature que celle que l'on trouve chez Marx[150]. Il s'agit en effet d'une distinction entre dirigeants eux-mêmes propriétaires de titres, ou représentants des grandes banques actionnaires, et la masse des « petits porteurs » qui ne peuvent réellement contrôler l'entreprise. C'est finalement une distinction entre hommes d'affaires et propriétaires, plutôt qu'une distinction entre *managers* et propriétaires.

*

Ainsi Veblen déplace-t-il d'emblée le problème économique des grandeurs réelles voire monétaires, vers les grandeurs financières ; de la sphère de l'industrie vers celle de la finance. L'économie n'a pas pour finalité la production d'éléments matériels du bien-être humain, mais le profit monétaire. Les décisions économiques ne sont pas prises sur les marchés des biens, mais sur les marchés financiers. Cela le conduit à opposer les deux sphères des affaires et de l'industrie, dont les rôles ne sont pas symétriques. Leurs relations complexes sont le principal ressort de la dynamique économique.

Forts de ce cadre conceptuel, nous pouvons maintenant développer la théorie financière des fluctuations économiques de Veblen.

2. La théorie financière des fluctuations économiques

Dans l'économie financière décrite par Veblen, les variables financières sont appelées à jouer un rôle central dans l'explication des fluctuations économiques. Ainsi, Dirlam affirme-t-il de manière très explicite en ouverture de son article de 1958 (p.199) que « the distinguishing feature of Veblen's general theory of the economic process is the importance he assigns to the financing of the modern corporation ». Allant plus loin, Toporowski (2005) a vu chez Veblen la première théorie du cycle financier.

En effet, en distinguant le capital industriel du *business capital*, Veblen, nous l'avons dit, a pris acte sur un plan théorique de cette rupture institutionnelle. Dès lors, celle-ci doit être intégrée dans l'explication du cycle et des crises économiques. La focalisation sur le *business capital* de Veblen implique de considérer les fluctuations économiques comme un phénomène pécuniaire **:**

[150] Voir Duménil (1975) pour une étude détaillée de cette séparation chez Marx.

> It has been customary to approach the problem [of the theory of crisis and depression] from the side of the industrial phenomena involved – the mechanical facts of production and consumption; rather than from the side of business enterprise – the phenomena of prices, earnings, and capitalization (Veblen, 1904, p. 184-5).

Mitchell (1913, chap. 2) souligne que la prospérité, la crise et la dépression sont des phénomènes du monde des affaires et trouvent leur origine dans des perturbations des prix. L'industrie n'est affectée que secondairement, parce qu'elle est menée par les hommes d'affaires dans le but de générer des profits. Le fait majeur est ici que la succession des phases d'expansion et de contraction qui forment le cycle économique ont leur origine dans les mouvements du *business capital*, c'est-à-dire dans le financement des entreprises. C'est donc logiquement que Veblen propose une théorie financière des cycles économiques.

En nous situant dans la même logique, nous mettrons en évidence, dans cette section, les différentes composantes de cette théorie. Pour cela, après avoir isolé et présenté les hypothèses implicites ou explicites sur lesquelles Veblen fonde son travail (1.1), nous présenterons le processus cumulatif d'inflation des prix et du crédit qu'il propose (1.2.). Enfin, face à l'insuffisance de ses explications, nous procèderons à une étude critique des mécanismes de retournement du cycle envisagés par lui (1.3.).

2.1. Les hypothèses de Veblen

Les fluctuations économiques étant un phénomène d'ordre pécuniaire, qui trouve son origine dans la gestion de leur *business capital* par les hommes d'affaires, l'étude de leurs causes doit, d'une part, porter sur des grandeurs nominales et, d'autre part, partir des comportements effectifs des agents économiques. Ces derniers sont déterminés par les caractéristiques de la nature humaine, les institutions économiques et l'état de la technologie. Il ne s'agit donc pas de bâtir des hypothèses sur la rationalité des agents mais de tenir compte des institutions économiques telles qu'elles existent.

Nous pouvons dès lors dégager quatre hypothèses principales faites par Veblen et qui correspondent toutes à des règles de comportement des hommes d'affaires. La première (hypothèse M) est que les hommes d'affaires prennent leurs décisions sur la base des grandeurs monétaires ; ils supposent que la valeur de la monnaie est stable

et ne modifient leurs choix que pour accroître leurs gains monétaires ou réduire leurs pertes. La deuxième (hypothèse P) renvoie à la conception du prix des actifs comme valeur actuelle des revenus futurs que l'on en anticipe. La troisième, qui se déduit directement des deux premières, est que les entreprises ont intérêt à s'endetter pour prendre le contrôle de moyens de production (hypothèse D). Enfin, la dernière hypothèse est la passivité des taux d'intérêt (hypothèse I).

a) Hypothèse M d'illusion monétaire

De manière générale, la compréhension qu'a Veblen des phénomènes économiques est souvent proche de celle des classiques. Ce sont cependant ses hypothèses sur les comportements réels des agents qui l'amènent à des conclusions et propositions différentes. Ainsi adhère-t-il à une sorte de théorie quantitative de la monnaie : l'augmentation de la quantité d'espèces doit augmenter le niveau général des prix, si bien qu'un choc exogène sur l'offre de monnaie laisse, au premier abord, les prix relatifs inchangés. Les conséquences réelles du choc tiennent à la redistribution qu'il opère en raison des engagements exprimés en termes monétaires, essentiellement au bénéfice des débiteurs et au détriment des créanciers.

Cependant, les hommes d'affaires ne tirent pas les conséquences d'une augmentation du niveau général des prix due à un accroissement de la masse monétaire. Veblen suppose explicitement que les comportements des hommes d'affaires sont basés sur une hypothèse de stabilité de la valeur de la monnaie :

> In the current habits and conventions of the business community, the unit of money is accepted and dealt with as a standard measure. The stability of the standard unit cannot be effectually questioned within the scope of business traffic. According to the practical metaphysics of the business community, the money unit is an invariable magnitude, whatever may be true of it in fact. A man imbued with these business metaphysics and not given to fine-spur reflection, as business man commonly are not, is richer or power in his own apprehension, according as his balance sheet shows greater or less number of these standard units of value (Veblen, 1904, p. 81).

Cette illusion des hommes d'affaires est renforcée par le fait que les contrats sont toujours rédigés en termes monétaires, incorporant ainsi l'hypothèse de stabilité de l'unité monétaire. De plus, la loi érige les contrats en loi des parties et en permet l'exécution forcée sur des bases toujours nominales. Dès lors, la loi comme l'usage supposent que « money does not vary » (Veblen, 1904, p. 82). En somme, les affaires

sont conduites sur la base du *business capital* et les hommes d'affaires mesurent leur enrichissement ou leur appauvrissement en fonction de la variation de ce capital. Dès lors qu'il s'exprime, par définition, en quantité d'unités monétaires, l'unité monétaire est l'étalon des valeurs sur lequel les hommes d'affaires se fondent pour prendre leurs décisions :

> Among the securely known facts of psychology, as touches the conduct of business, is the ingrained persuasion that the money unit is stable; the value of the money unit being the base-line of business transactions. Therefore an inflation of prices is rated as an accession of wealth (Veblen, 1923, p. 179).

Ils ne peuvent pas, par conséquent, tenir compte de variations dans l'étalon lui-même[151] et assimilent toute hausse des prix ou des profits à une hausse réelle. La conséquence est qu'une hausse de l'endettement, qui accroît le niveau général des prix, est source de prospérité[152]. La hausse des prix – bien que seulement nominale – doit en effet entraîner un accroissement de la production (Veblen, 1923, p. 176-7).

b) Hypothèse P d'actualisation des revenus futurs

Cette hypothèse peut être indiquée rapidement puisque nous avons déjà, dans la section précédente, souligné que pour Veblen le prix des actifs financiers est déterminé par l'actualisation de leurs revenus futurs anticipés. Les variations dans la capitalisation boursière d'une entreprise reflètent alors les changements dans sa rentabilité anticipée. Or, la volatilité et l'instabilité de ces anticipations entraîne l'apparition d'écarts entre la *presumptive earning-capacity* d'une entreprise qui avait été calculée et la *actual earning-capacity* qui a été mise à jour. Ces écarts doivent provoquer l'ajustement du cours des actions ainsi que celui de l'endettement de l'entreprise, comme nous le verrons.

Les évolutions du crédit ont dès lors un impact déterminant sur les prix des actifs. L'accroissement du crédit est en effet un accroissement de pouvoir d'achat (Veblen, 1905, p. 464). Il peut tout d'abord entraîner l'augmentation directe du prix des actifs détenus par l'entreprise (les collatéraux). Il peut ensuite augmenter la

[151] La recherche d'un étalon invariable se présente alors comme une lubie d'économistes classiques, qui ne présente aucun intérêt pratique dans une économie financière.
[152] Les porteurs d'obligations à revenus fixes sont eux-mêmes victimes de l'illusion monétaire (Veblen, 1923, p. 182-3).

production et le prix des biens produits, conduisant à une révision à la hausse des revenus anticipés et des cours boursiers (*ibid.*, p. 462).

c) *Hypothèse D d'endettement stratégique*

Les *managers* cherchent à lever des capitaux en émettant des titres pour deux raisons. La première est la mise en œuvre d'un effet de levier maximum, compte tenu des possibilités d'emprunt de l'entreprise. Cet endettement supplémentaire permet en effet à l'entreprise de prendre le contrôle de moyens de production (actifs supplémentaires ou autres entreprises), au détriment des autres entreprises (Veblen, 1904, p. 97-8), ce qui accroit ses revenus anticipés. Dès lors qu'un mouvement de prix a accru la valeur des actifs de l'entreprise, qui servent de collatéraux pour ses emprunts, ou a augmenté ses revenus futurs anticipés, les dirigeants ont la possibilité d'obtenir de nouveaux emprunts dont l'utilisation doit encore accroître les revenus anticipés de l'entreprise. Veblen se situe ici clairement dans la théorie « traditionnelle » de la finance, critiquée par Modigliani et Miller[153] (1958) :

> It is accordingly to his interest to extend his credit as far as his standing and the state of the market will admit (Veblen, 1904, p. 95).

La seconde raison, liée à la première, est que cette prise de contrôle de moyens de production supplémentaires permet à l'entreprise d'acquérir un « avantage différentiel[154] », c'est-à-dire un pouvoir de marché. Les dirigeants s'engagent dans une lutte pour le contrôle de larges portions du système industriel afin d'obtenir cet avantage sur leurs concurrents. D'un point de vue financier, cet avantage différentiel vient accroître les revenus futurs anticipés des actifs de l'entreprise et augmente donc sa valeur. Cette valeur supplémentaire, cependant, n'est pas due à une augmentation de la production ni à une augmentation générale des prix, mais à l'apparition d'un *goodwill* égal à la valeur actualisée de l'avantage différentiel obtenu. Puisque la valeur de l'entreprise est la valeur actualisée de ses revenus futurs anticipés – le caractère tangible ou non de ses actifs important peu, les *managers* peuvent émettre des titres (actions ou titres de dette) en représentation de ce *goodwill*. Les émissions

[153] Voir annexe A.
[154] Cornehls (2004) met en avant des raisons équivalentes (comme augmenter le chiffre d'affaires ou détruire les concurrents), mais sans rien apporter de nouveau, pour appliquer cette grille de lecture à la période actuelle.

de titres sont ainsi effectuées sur la base d'un *goodwill* croissant ou, ce qui revient au même, d'une *earning capacity* croissante (Gruchy 1947, p. 95).

Il convient néanmoins de dégager l'intérêt de l'opération pour les dirigeants de l'entreprise et ses dirigeants. Rutherford (1980) note, dans son débat avec Raines & Leathers sur la séparation du *management* et de la propriété chez Veblen, que cette action des dirigeants repose sur une curieuse hypothèse. Pour Veblen, en effet, les actifs tangibles sont représentés par les titres de dette (obligations), qui ne donnent pas accès au pouvoir, alors que les actifs intangibles sont représentés par les actions. Or, les *managers* sont les actionnaires puisque ce sont ces derniers qui exercent les droits de vote. Dès lors, l'accroissement du *goodwill* augmente la valeur des actions qui le représentent, et cette valeur supplémentaire revient aux actionnaires-*managers*. Nous ne pouvons pas souscrire à cette remarque. En effet, la représentation des actifs intangibles par les actions n'est pas de nature contractuelle ni même institutionnelle, elle est seulement due au fait qu'en présence d'un *goodwill* en contrepartie duquel des titres ont été émis, une liquidation de l'entreprise entraînera le remboursement des créanciers par la vente des actifs tangibles, alors que la disparition du *goodwill* sera une perte nécessairement subie par les actionnaires.

Dès lors, les efforts des *managers* portent sur l'accroissement de la valeur des actifs intangibles car ce sont les seuls actifs dont ils peuvent accroître la valeur. Et cette augmentation de la valeur de l'entreprise se répercute sur le cours des actions qu'ils détiennent. Selon nous, ce que Veblen a en vue ici, c'est le processus de fusion entre entreprises dont la valeur après fusion est supposée supérieure à la somme de leurs valeurs avant la fusion[155]. Cela suppose donc que les revenus de l'entreprise suivent le même mouvement ou que les coûts de production diminuent. La différence (le *goodwill*) peut être payée aux actionnaires des entreprises absorbées soit par la hausse de la valeur de leurs titres, soit au moyen d'un endettement de l'entreprise fusionnée.

Le résultat de cet emploi stratégique de l'endettement (ou de l'émission d'actions, ici cela revient au même) est une augmentation générale du passif des entreprises (*business capital*) et non une modification du niveau de la production industrielle :

[155] Les nouvelles *incorporations* ont une valeur supérieur à celle des actifs sous-jacents (Veblen, 1923, p. 347-9).

> Taken in the aggregate, the funds so added to business capital represent no material capital or "production goods". They are business capital only; they swell the volume of business, as counted in terms of price, etc., but they do not directly swell the volume of industry, since they do not add to the aggregate material apparatus of industry, or alter the character of the processes employed, or enhance the degree of efficiency with which industry is managed (Veblen, 1904, p. 99).

Il ne s'agit ici que d'une réorganisation de la répartition des capacités de production entre les entreprises. La variation du niveau de la production est possible, et même vraisemblable, mais il s'agit alors d'un effet secondaire que l'on peut négliger. Ce n'est en effet pas l'industrie, au sens d'un processus de production matérielle de biens et de services, qui nécessite le crédit, mais la concurrence dans les affaires modernes[156].

Veblen s'oppose dès lors aux théories consistant à opposer un crédit normal à un crédit anormal : le crédit moderne est toujours, par nature, du crédit « anormal » ou illégitime. Les excès du crédit ne sont pas des accidents mais résultent de sa nature même lorsque prévalent les institutions économiques modernes. Ainsi s'oppose-t-il aux vues de Laughlin sur le crédit (Veblen, 1905).

d) Hypothèse I de passivité du taux d'intérêt

Enfin, les variations du taux d'intérêt ne semblent jouer aucun rôle dans la théorie du cycle proposée par Veblen. Ses hypothèses en ce qui concerne le taux d'intérêt ne sont pas explicites et sa conception de l'intérêt n'est pas affirmée. On peut cependant déduire de ses travaux que le taux d'intérêt est constant ou, à tout le moins, accidentel, et qu'en conséquence il n'intervient pas dans sa théorie. Brockie (1958) a étudié en détail cette question. Il affirme (*ibid.* p. 194) que le taux d'intérêt est « constant or 'given', though perhaps embodied with some stochastic properties » et que Veblen « devotes no special attention to subtle changes in the structure of interest rates as the prosperity phase progresses ». Il souligne enfin que, comme Keynes, Veblen ne voit pas l'origine de la crise dans une hausse soudaine des taux d'intérêt mais bien dans la révision des anticipations du rendement du capital (*ibid.*, p. 119), dont la hausse du taux d'intérêt n'est que la conséquence.

[156] Dorfman (1934, p. 216).

2.2. Le processus cumulatif

Sur la base des hypothèses que nous venons de mettre en évidence, Veblen décrit un processus cumulatif d'inflation des prix et du crédit, dont le seul ressort est l'usage stratégique que les hommes d'affaires font du crédit, que nous avons indiqué lors de la présentation de l'hypothèse D. Le point de départ du processus cumulatif est, ainsi, une révision à la hausse de la *presumptive earning-capacity* des actifs des entreprises, qui accroît leur capacité d'endettement.

a) L'extension du crédit en raison de la hausse des prix

La révision à la hausse des anticipations de profit peut être due à la hausse générale des prix, qui entraîne ou non une baisse du taux de salaire réel. Veblen met ainsi en avant une hausse exogène des prix[157], due par exemple à une augmentation de la quantité d'or en circulation ou à des dépenses gouvernementales exceptionnelles. Elle peut aussi être due à une augmentation des profits dans un secteur économique particulier en raison, par exemple, de l'augmentation de ses prix de vente ou d'une avancée technologique qui vient diminuer ses coûts de production. Elle peut enfin trouver sa source dans la possibilité d'incorporer un *goodwill* dans l'entreprise, puisque cette perspective accroît elle aussi les anticipations de profits. La période d'expansion se caractérise ainsi par un mouvement à la hausse des prix ou, au moins, par la croyance en un tel mouvement.

Cette révision des profits anticipés correspond à une réévaluation des actifs de l'entreprise, qui servent de collatéraux à ses émissions de titres, de sorte que leur valeur devient supérieure à celle induite par la valeur de ses passifs, c'est-à-dire la somme de sa capitalisation boursière et de ses dettes. Cet écart entre les deux valorisations est la base à partir de laquelle les hommes d'affaires peuvent accroître le passif de leurs entreprises, dans le but d'acquérir de nouveaux éléments d'actifs, physiques ou financiers. Nous pouvons résumer ainsi : il existe une hausse exogène initiale des prix qui augmente la valeur de l'actif des entrepreneurs PQ au-delà de la valeur nominale L de leurs passifs. Les entrepreneurs augmentent alors leur passif du montant $PQ - L$ égal à la hausse de valeur des éléments de l'actif, égalisant ainsi de nouveau la valeur actuelle de leurs actifs et la valeur nominale de leur passif.

[157] Une telle hausse exogène initiale est mise en avant par Mitchell (1913) ainsi que Vinokur (1969, p. 107).

Veblen n'est pas très précis sur la nature des titres émis. On peut néanmoins penser que lorsqu'il s'agit seulement de profiter de la nouvelle capacité d'endettement pour augmenter l'effet de levier, il s'agit de l'émission de titres de dettes, qui viennent augmenter la rentabilité des fonds propres de l'entreprise. En revanche, lorsqu'il s'agit de consolider un *goodwill*, il peut s'agir de l'émission de titres de dette ou de l'émission d'actions, puisque le but premier est de payer la valeur du *goodwill,* qui constitue une plus-value pour les actionnaires initiaux, et non de mettre en œuvre un effet de levier supérieur.

Le résultat d'ensemble est que les mouvements des prix, constatés ou supposés, accroissent la valeur des actifs des entreprises qui sont aussi les collatéraux dont les hommes d'affaires se servent pour emprunter. A chaque période, le crédit vient ainsi combler l'écart qui est apparu entre le *business capital* et la valeur des actifs de l'entreprise.

> Recourse to credit becomes the general practice, the regular course of competitive business management, and competition goes on on the basis of such a use of credit as an auxiliary to the capital in hand (Veblen 1904, p. 97).

Veblen généralise l'affirmation et indique que le crédit a pour fonction de combler l'écart croissant entre le *business capital* et le capital industriel. Cela peut être compris en interprétant le *business capital* comme la valeur des actifs de l'entreprise sur la base de l'actualisation de leurs revenus anticipés et le capital industriel comme la valeur historique de ces actifs. A partir d'une situation initiale où les deux valeurs sont égales, tout accroissement de la première a en effet pour contrepartie un accroissement de l'endettement de l'entreprise.

b) L'effet cumulatif de l'extension du crédit

Les fonds que les entreprises obtiennent de leur endettement nouveau sont utilisés pour l'acquisition d'éléments de leur actif. La concurrence qu'elles se livrent dans ces acquisitions a pour résultat l'augmentation du prix de ces actifs. Comme tous les hommes d'affaires agissent de la même manière, le résultat en est une inflation du passif des entreprises dans leur ensemble, ainsi que l'augmentation de la valeur de leurs collatéraux. Le niveau général des prix augmente lui aussi, compte tenu des dépenses effectuées par ceux qui ont cédé des actifs (Veblen, 1905).

Cette hausse du prix des moyens de production a pour conséquence de réévaluer les actifs de tous les entrepreneurs, alors qu'elle a laissé inchangé leur endettement (Veblen, 1923, p. 183). Ces actifs dont la valeur a été augmentée sont autant de collatéraux sur la base desquels les hommes d'affaires peuvent obtenir de nouveaux fonds sur les marchés financiers ou auprès des institutions bancaires : « any increase of the aggregate money values involved in the current industrial business enterprises will afford a basis for an extension of loans » (Veblen 1904, p. 106). Puisque l'extension du crédit est basée sur la valeur des collatéraux, le premier croît avec la seconde.

A son tour, ce nouvel appel au crédit renchérit la valeur des collatéraux et cette hausse de valeur des collatéraux appelle une nouvelle extension du crédit. Ainsi, l'extension du crédit accroît la concurrence entre les entrepreneurs pour l'acquisition des moyens de production, ce qui augmente le prix P des éléments matériels de l'actif. Il apparaît alors un nouvel écart $PQ - L$ qui pousse à une nouvelle extension du crédit :

> Loan credit […] serves, on the whole, not to increase the quantity of the material means of industry nor, directly, to enhance the effectiveness of their use ; but, taken in the aggregate, it serves only to widen the discrepancy between business capital and industrial equipment. So long as times are brisk this discrepancy ordinarily goes on widening through a progressive extension of credit. Funds obtained on credit are applied to extend the business ; competing business men bid up the material items of industrial equipment by the use of funds so obtained ; the value of the material items employed in industry advances ; the aggregate of values employed in a given undertaking increases, with or without a physical increase of the industrial material engaged ; but since an advance of credit rests on the collateral as expressed in terms of value, an enhanced value of the property affords a basis for a further extension of credit, and so on (Veblen, 1904, p. 104-5).

Veblen décrit ici un cycle du crédit tout à fait classique. Néanmoins, si l'idée que la croissance du crédit a un effet sur les prix n'est pas nouvelle, elle prend ici la forme d'un processus cumulatif qui peut se répéter sans fin (Dorfman, 1934, p. 217 ; Mitchell, 1913) et qui dure tant qu'il n'y a pas de mouvement de prix contraire :

> The extension of loans on collateral, such as stock and similar values involved in industrial business, has therefore in the nature of things a cumulative character. This cumulative extension of credit through the enhancement of prices goes on, if otherwise undisturbed, so long as no adverse price phenomenon obtrudes itself with

> sufficient force to convict this cumulative enhancement of capitalized values of imbecility (Veblen, 1904).

Veblen en conclut qu'en régime concurrentiel, il n'est pas possible d'éviter une extension du crédit au-delà de ce qui est nécessaire pour le simple transfert des actifs physiques ; une extension excessive du crédit est normale. Cette extension n'est cependant pas sans limite, et tôt ou tard un retournement du processus doit avoir lieu.

2.3. Le retournement du cycle et la crise

De même que l'expansion a commencé par une révision à la hausse de la *presumptive earning capacity* du capital, le retournement du cycle économique se produit lorsqu'elle est révisée à la baisse[158]. En effet, dès lors que la *presumptive earning capacity* est supérieure à la *actual earning capacity*, la première doit être révisée sur la base de la seconde. Cette révision entraîne la reconnaissance d'une surcapitalisation des entreprises, qui conduit à un processus cumulatif de déflation des prix et des dettes. Nous présentons d'abord ce processus avant d'étudier les causes de l'apparition d'un écart entre les rendements anticipés et constatés du capital, qui déclenche le retournement.

a) La déflation par la dette

Pour Veblen, le problème fondamental est que la valeur nouvelle qui avait été acquise par les actifs de l'entreprise avant le retournement du cycle avait été incorporée dans le passif de l'entreprise. Dès lors, cette valeur ne peut être diminuée et les actifs doivent, quoi qu'il arrive, générer le revenu qui a été capitalisé. La seule manière de diminuer la valeur des actifs de l'entreprise, telle qu'elle a été actée dans son passif, est sa liquidation (Veblen, 1923, p. 184).

Par conséquent, la reconnaissance de la surcapitalisation des entreprises entraîne, pour les détenteurs d'action, la constatation de leur moins grande valeur et, pour les détenteurs de titres de dette, la constatation de leur moins grande sûreté, puisque la valeur des garanties et des capitaux propres a diminué. Pour éviter de subir des pertes, les actionnaires cèdent leurs actions et les créanciers essaient de récupérer leurs capitaux en demandant le remboursement des prêts, en en refusant le

[158] Brockie rapproche cette idée de Keynes, pour qui le cycle est dû à un « cyclical change in the marginal efficiency of capital » (Brockie 1958, p. 119) et renvoie à Keynes (1936, p. 315).

renouvellement ou en cédant leurs titres. Les hommes d'affaires ne peuvent s'acquitter de leurs dettes qu'en cédant des actifs. De manière générale, le désendettement exigé par les créanciers conduit à la baisse des prix des actifs, qui accroît encore la surcapitalisation.

De plus, la déflation qui prend place entraîne avec elle la diminution des profits des entreprises pour quatre raisons :

- La diminution des prix de vente nominaux diminue les profits monétaires ;
- Les charges financières contractuelles exprimées en monnaie consomment une part croissante d'un chiffre d'affaires décroissant, ce qui diminue les profits ;
- De nouvelles entreprises entrent sur le marché avec des coûts de production inférieurs à ceux des anciennes entreprises et tirent les prix à la baisse ; elles opèrent en effet avec des technologies plus avancées et des charges financières moins importantes ;
- Les anciennes entreprises déjà restructurées bénéficient elles-aussi de coûts de production plus faibles, qui contribuent à la baisse des prix.

Or, nous l'avons vu, la diminution des profits monétaires entraîne la révision à la baisse du rendement anticipé des actifs et accroît encore la surcapitalisation. Les créanciers expriment de nouvelles demandes de désendettement et les hommes d'affaires eux-mêmes cherchent à se désendetter pour résister à la concurrence des nouvelles entreprises. Le processus est parfaitement cumulatif puisque toute tentative des hommes d'affaires de diminuer leur endettement entraîne une baisse des prix qui rend nécessaire un désendettement plus grand encore.

Si Veblen n'a pas explicitement parlé de krach boursier cela est pourtant implicite dans ses écrits (Raines & Leathers, 1996, p. 149). La liquidation des entreprises, qu'elle soit réalisée progressivement ou dans une crise (à travers des faillites) a pour conséquence une large redistribution des actifs réels. En effet, les créanciers de l'entreprise détiennent un droit nominal sur ses actifs, si bien que la baisse de valeur de ces derniers vient diminuer les droits des actionnaires et des *managers*. A mesure que s'étend la déflation, les créances des prêteurs représentent une part croissante de la valeur de l'entreprise, dont l'actif physique passe ainsi progressivement sous le contrôle des créanciers.

Lorsque le désendettement a pris fin, la déflation devient une « dépression chronique ». Le progrès technologique et la concurrence que se livrent les entreprises

dont les capacités de production sont alors excessives, tend en effet à diminuer les profits, comme nous l'avons vu dans la première section. Il s'agit d'une dépression des affaires et non de l'industrie. Les hommes d'affaires attribuent leur difficulté à vendre avec profit à la surproduction mais ils se trompent : le problème est qu'il y a trop de capacités de production et trop de concurrence[159] (Veblen, 1904, chap. VII). Les efforts des hommes d'affaires pour restaurer leurs profits consolident la dépression[160].

Il est assez facile de rapprocher cette explication que donne Veblen de la déflation et de la dépression de la théorie de la déflation par la dette de Fisher (1932, 1933), comme se propose de le faire Dimand (2004), notamment parce que tous deux soulignent le fait important que la valeur réelle de la dette nominale varie. Fisher reconnaît d'ailleurs indirectement que Veblen l'a précédé dans une note de son article de 1933 :

> [The bibliography given in *Booms and Depression*] omitted Veblen's *Theory of Business Enterprise* […], 1904, Chapter VII of which, Professor Wesley C. Mitchell points out, probably comes nearest the debt-deflation theory. Hawtrey's writings seem the next nearest (Fisher, 1933, p. 350).

L'analyse de Veblen ressemble à bien des égards au processus décrit par Minsky (1975, 1977 et 1986). En effet, le processus d'inflation du crédit et des prix a conduit à un endettement croissant des entreprises. L'économie est devenue instable puisque toute reconnaissance de la surcapitalisation existante entraîne le retournement du cycle et un processus de déflation par la dette. Le phénomène de surendettement et de surcapitalisation n'est cependant pas dû à des prises de risques accrus de la part des entreprises, mais à un décalage croissant à la valorisation des actifs de l'entreprise telle qu'elle apparaît sur le marché et leur rendement effectif. C'est le rendement nécessaire pour justifier le niveau de capitalisation atteint par l'entreprise qui s'accroît plus vite que le rendement effectif de ses actifs, augmentant ainsi la fragilité de sa structure financière.

[159] Hobson (1936, p. 1312, footnote) souligne que les hypothèses de Veblen ne paraissent pas très solides ici : pourquoi une production croissante entraînerait-elle une telle baisse des prix que toute la production serait non-profitable ? « Veblen provides himself no sufficient alternative explanation of his assumption that the pecuniary controllers of industry are compelled in the interests of profit to sabotage industry ».

[160] Voir la première section du présent chapitre.

b) Les causes du retournement du cycle

Si la cause immédiate du retournement du cycle est bien entendu la révision des anticipations de rendement des actifs sur la base du rendement constaté, Veblen ne donne pas clairement les raisons de cette révision. Puisque le retournement est dû au fait que la surcapitalisation des entreprises a été reconnue parle le marché, l'écart constaté entre la *presumptive earnign capacity*, sur la base de laquelle a été évalué le passif de l'entreprise, et la *actual earning capacity*, provient soit de l'augmentation de la première, soit de la diminution de la seconde :

> The extension of credit proceeds on the putative stability of the money value of the capitalized industrial material, whose money value is cumulatively augmented by this extension itself. But the money value of the collateral is at the same time the capitalized value of the property, computed on the basis of its presumptive earning-capacity. These two methods of rating the value of collateral must approximately coincide, if the capitalization is to afford a stable basis for credit; and when an obvious discrepancy arises between the outcome given by the two ratings, then a re-rating will be had in which the rating on the basis of earning-capacity must be accepted as definitive, since earnings are the ground fact about which all business transactions turn and to which all business enterprise converges (Veblen, 1904, p. 106-7).

Le retournement du cycle s'opère alors par ce qui s'apparente à un retour à la valeur fondamentale.

La cause de l'écart entre la valorisation des actifs de l'entreprise par leur rendement anticipé et leur prix sur le marché peut provenir du fait que leur prix a augmenté relativement à celui des autres biens. Dans ces conditions, cela signifie que le prix de ces actifs s'accroît comparativement à leur coût de remplacement. Plusieurs auteurs, interprétant ainsi les idées de Veblen, en ont fait un précurseur du « q » de Tobin. Ainsi, Bolbol et Lovewell (2001, p. 532) proposent de définir un « q » de Veblen comme le rapport entre la *presumptive* et la *actual earning capacity*[161]. La valorisation des actifs de l'entreprise n'est cependant pas reliée, chez Veblen, à une théorie de l'investissement. Le retournement du cycle correspond alors à la reconnaissance d'un ratio de surcapitalisation excessif. Cette interprétation peut être appuyée en remarquant que les émissions de titres lors de l'expansion avaient essentiellement pour objet l'acquisition de moyens de production déjà existants, en particulier au moyen de fusions d'entreprises.

[161] On retrouve la même idée chez Medlen (2003) et la même comparaison chez Dimand (2004).

Une telle interprétation ne semble en revanche pas recevable si l'ensemble des prix – y compris, donc, ceux des actifs des entreprises et des actifs financiers - a augmenté de manière proportionnelle. Dans ce cas, en effet, le coût de remplacement des actifs a augmenté proportionnellement à leur prix et il n'y a aucune raison pour que se soit développée une disproportion entre la valorisation par le marché et la valorisation par le rendement anticipé des actifs de l'entreprise. Or, Veblen semble envisager une telle progression homogène de l'ensemble des prix[162] :

> The price-level at large will rise progressively in response to that progressively enlarged volume of purchasing-power which arises out of the progressive creation of credits in the ordinary course of investment, merchandising, and corporation finance. This expansion is self-propagating. Each successive advance of the price-level calls for a corresponding increment of the working-capital of all those concerns that do business within its scope; which includes virtually all of the business community. The needful increase of working-capital is got by a creation of new credits; which goes to increase the volume of purchasing-power; which goes to raise the general level of prices, etc. (Veblen, 1923, 390)

Comment, dans ces conditions, un écart entre les deux valorisations peut-il apparaître ? On peut trouver quatre explications chez Veblen. La première explication, qu'il donne de manière récurrente, est que l'augmentation de l'endettement entraîne l'accroissement des charges financières fixes des entreprises, si bien que malgré la hausse générale des prix les profits augmentent moins vite que la valeur des actifs (Veblen, 1923, p. 183). Cela suppose cependant ou bien que le taux d'intérêt payé par l'entreprise s'accroisse au fur et à mesure du développement du cycle, ou bien que l'entreprise accroisse son levier financier. Aucune de ces deux hypothèses n'est cependant avancée par Veblen. Au contraire, sa théorie du processus cumulatif d'inflation des prix et du crédit semble fondée sur l'hypothèse d'un levier financier constant.

La deuxième explication mobilise le même argument que celui proposé pour expliquer la dépression : le progrès technologique réduit les coûts des entreprises et, par conséquent, leurs prix de vente. La hausse des prix d'actifs a été accompagnée par une baisse des coûts (Veblen, 1923, p. 372). Les profits monétaires diminuent donc et cette diminution fait apparaître un écart entre les deux méthodes de

[162] Ou encore : « It is on the price-level that the level of capitalisation rests, as the same time that the level of capitalisation determines the price-level, in the main and in the lon run » (Veblen, 1923, p. 385).

valorisation. Une telle explication renvoie de nouveau à une explication à la Tobin, puisqu'elle revient à faire apparaître un rapport croissant entre la valeur des actifs et leur coût de remplacement.

La troisième explication fait provenir la différence de valorisation de l'augmentation progressive du coût du travail. Veblen évoque à plusieurs reprises ce fait, qui est utilisé comme argument explicatif par Mouhammad (1994, p.142). Lors de l'expansion, l'inflation du crédit a été en partie permise par une augmentation des profits plus rapide que celle des salaires monétaires. De même, dans un premier temps, les prix n'ont pas augmenté dans les secteurs les plus éloignés des secteurs industriels clés et la capitalisation de ces derniers a été effectuée sur la base de cet avantage différentiel. Or, les salaires monétaires et les prix de l'ensemble des secteurs économiques finissent par augmenter, venant réduire les profits des industries clés. Cette réduction des profits entraîne une différence entre les deux méthodes de valorisation.

Enfin, la quatrième explication renvoie à des erreurs dans les anticipations des agents [163]. Lorsqu'elles sont reconnues, une différence apparaît entre les deux méthodes de valorisation, qui entraîne le retournement du cycle. Nous verrons dans le prochain chapitre les bases données par Veblen à cette explication.

Quelle que soit l'explication de la surcapitalisation, le « boom », instable, cesse dès qu'elle est reconnue par les créanciers[164]. Veblen laisse cependant indéterminé le moment de cette reconnaissance. Nous essaierons de répondre à ce problème dans le prochain chapitre.

*

Le « boom » comme le retournement du cycle économique sont initiés par l'apparition d'un écart entre la valeur des actifs de l'entreprise, fixée dans la valeur des titres et des droits qui représentent son passif, et la valeur de l'entreprise sur la base du rendement anticipé de ses actifs. Lorsque le « boom » ou la déflation ont commencé, ils apportent la possibilité de nouveaux emprunts ou la nécessité d'une liquidation des actifs. Les tentatives des hommes d'affaires pour ajuster leur passif à la valeur changeante de leurs actifs entraîne un processus cumulatif d'inflation ou de déflation.

[163] Voir par exemple Sowell (1967).
[164] Voir Arrow (1975, p. 48) ou Vinokur (1969, p. 108).

Si Veblen avance des explications au retournement endogène du cycle économique, celles-ci sont variées et, à certains égard, insatisfaisantes. Sa théorie des fluctuations est dès lors incomplète et on ne peut pas parler, à ce stade, d'une théorie financière achevée des cycles économiques.

Conclusion

Veblen situe l'originalité de sa théorie dans l'explication des dérangements de l'industrie par les dérangements des affaires, plutôt que le contraire, bien que les mécanismes de transmission n'apparaissent pas toujours clairement au lecteur. D'un point de vue analytique, il commence par mettre en évidence le rôle de la finance dans le développement des phases d'expansion et de dépression en supposant une production constante, avant d'étudier les conséquences réelles de ces mouvements. Celles-ci sont triples. Tout d'abord, l'inflation des prix et du crédit stimule la production et amène progressivement l'économie au plein-emploi des moyens de production. Ensuite, la crise opère des transferts réels de capitaux entre capitalistes, Enfin, pour maintenir et accroître leurs profits, les capitalistes sont incités à constituer et utiliser des pouvoirs de marché qui leur permettront, lors de la dépression, de contrôler les quantités et le prix de la production.

Dans ce chapitre, notre analyse s'est largement appuyée sur la littérature secondaire et sur notre lecture des œuvres de Veblen. Nous avons pu, ainsi, montrer que Veblen avance un ensemble cohérent de propositions qui permettent de construire une théorie financière des cycles économiques. Parmi ces propositions, l'importance des variables financières dans l'explication des fluctuations économiques est centrale. La théorie financière du cycle doit être fondée sur un point de vue financier et doit rendre compte des décisions des hommes d'affaires, en tant qu'ils sont distincts des propriétaires communs du capital et de la population. Sur la base de la valeur de leurs actifs envisagée comme l'actualisation de leur rendement anticipé, ils prennent aussi bien les décisions de production que les décisions de financement.

Enfin, nous avons montré que Veblen a bien une théorie des processus cumulatifs d'expansion (de type *credit cycle*) et de dépression (de type déflation par la dette), prélude à une théorie financière du cycle, mais que cette théorie souffre de deux lacunes : le mécanisme de retournement endogène n'est pas dégagé et certaines

hypothèses – dont nous avons proposé une étude systématique - sont assez faibles. Nous avons enfin mené une étude des diverses causes de retournement avancées par Veblen et dans la littérature secondaire.

Dans le prochain chapitre, nous montrerons que Veblen propose, malgré tout, suffisamment d'éléments pour une théorie du cycle financier.

Chapitre IV

L’instabilité financière chez Veblen

Introduction

Nous avons montré, dans le chapitre précédent, que la théorie de Veblen est avant tout une théorie du capitalisme financier, par laquelle il veut rendre compte du fonctionnement de l'économie tel qu'il le constate, et en particulier du processus de concentration des entreprises et de la succession des périodes d'expansion et de dépression économiques. Les variables financières jouent un rôle central dans cette théorie et une grande partie des mécanismes à l'origine des fluctuations ont leur source sur les marchés financiers.

Cependant, si les éléments donnés par Veblen sont souvent intéressants et pertinents, force est de constater qu'ils ne l'ont pas conduit à proposer une théorie complète du cycle économique reposant sur le rôle joué par la finance. En particulier, il ne propose pas de mécanisme endogène de retournement du cycle et, ainsi, n'avance pas explicitement une théorie du cycle économique. L'écrivain John Dos Passos annonce pourtant dans *Big Money*[165] une théorie qui ferait complètement le lien entre les comportements économiques et la crise à laquelle ils mènent :

> Veblen,
> un vieil homme à la démarche d'ours, au visage grisâtre, se balançant avec rancune à son bureau, la joue dans la main et dévidant, dans un bourdonnement de phrases sarcastiques et subtiles, la corde logique et inéluctable des faits quotidiens avec quoi la Société se pendra
> (Dos Passos, 1936, p. 114)

Nous avons en effet étudié dans le chapitre précédent les nombreux arguments donnés par Veblen et pouvant aller dans le sens d'une telle théorie du cycle. L'importance accordée aux variables financières, le rôle central joué par le financement des entreprises, les processus cumulatifs à la hausse et à la baisse sont autant d'éléments que l'on devrait pouvoir mobiliser pour cette théorie.

[165] Troisième volume de la trilogie *USA*.

Plusieurs propositions ont été faites dans la littérature secondaire. Ainsi, Mitchell (1913), Brockie (1958), Sowell (1967), Phillips[166] (1988), O'Hara (1993, 2000) et Dimand (2004) ont tenté de tirer de Veblen une véritable théorie du cycle économique ou de l'instabilité financière, insistant sur le processus cumulatif dans lequel les prix et le crédit se développent parallèlement.

L'objectif de ce chapitre est de montrer que Veblen fournit les éléments suffisants pour développer une théorie du cycle économique basée sur le rôle joué par la finance. Il n'existe pas de modèle explicite dans son œuvre et il ne s'agit pas ici d'en construire un qui viendrait concurrencer les théories contemporaines. Un tel projet nous amènerait, en effet, bien au-delà de l'analyse de sa théorie. Il s'agit davantage de montrer que Veblen disposait des éléments nécessaires pour avancer vers une théorie originale ou, autrement dit, qu'une théorie, certes incomplète, était contenue en germe dans son œuvre.

Une telle démarche est contraire aux recommandations de Veblen, puisque la construction d'un modèle se heurte à son exigence de prise en compte des faits[167] et des comportements économiques réels de préférence à la construction et l'utilisation d'abstractions. Nous partons cependant du présupposé qu'une théorie, une fois formulée, a une existence propre et que des conséquences peuvent en être tirées alors même qu'elles seraient contraires au discours de son inventeur. Cela nous amènera à sélectionner parmi les idées foisonnantes et parfois confuses de Veblen celles sur lesquelles nous pourrons appuyer notre démonstration. Notre méthode consistera à discuter les hypothèses de Veblen, les tentatives de modélisation existantes et les différentes pistes envisageables telles qu'elles ont été présentées dans le précédent chapitre.

*

Pour montrer que Veblen propose bien une théorie du cycle basée sur le rôle de la finance, nous commencerons par discuter les différents éléments nécessaires à une théorie de l'instabilité financière que l'on trouve dans ses écrits. Pour cela nous nous attacherons à analyser aussi bien les hypothèses de Veblen lui-même que les propositions tirées de la littérature secondaire (1). Nous pourrons alors proposer un

[166] Phillips va jusqu'à affirmer que Veblen a proposé un modèle dynamique explicite de l'instabilité financière (1988, p. 173) ; une telle affirmation paraît cependant excessive.
[167] De ce point de vue, le chemin pris par l'institutionnalisme américain, notamment avec les travaux de Mitchell, semble bien davantage dans la continuité de ce que Veblen enseignait.

mécanisme de retournement endogène du cycle et une ébauche de modélisation d'une théorie financière du cycle chez Veblen (2).

1. L'instabilité financière chez Veblen

Si, comme nous le pensons, les fluctuations économiques chez Veblen, s'expliquent par une instabilité financière fondamentale , le projet d'en proposer une modélisation peut sembler tout naturel. Un tel projet se heurte pourtant à des objections épistémologiques car il serait incompatible avec la méthode de l'auteur, réticente à toute formalisation. Des propositions de modélisation ont cependant été faites mais nous semblent insuffisantes. Avant de proposer dans la section suivante une nouvelle manière d'appréhender la théorie financière du cycle de Veblen, il sera nécessaire d'en discuter les hypothèses.

Nous discuterons donc le projet de modéliser la théorie du cycle de Veblen (1.1), puis nous ferons une présentation critique des tentatives déjà effectuées (1.2). L'étude des hypothèses évoquées par Veblen nous permettra alors d'envisager une nouvelle piste (1.3).

1.1. La question de la légitimité d'un projet de modélisation

Les éléments avancés par Veblen en faveur d'une théorie financière du cycle économique sont nombreux, parfois contradictoires et, en tout état de cause, incomplets. Dès lors, proposer un modèle veblenien implique un travail préalable de sélection des idées et de simplification du raisonnement. Ce préalable a pour conséquence l'hétérogénéité des modèles – formalisés ou non – qui ont pu être proposés. Dans tous les cas, cependant, ce travail de simplification implique de ramener l'observation des faits que propose Veblen à quelques faits stylisés qui pourront se prêter à la généralisation qu'implique la modélisation. On se heurte dès lors à la question de la légitimité même d'un tel projet, puisqu'il revient, en substance, à remettre en cause la méthode scientifique défendue par Veblen.

Si ceux qui ont étudié sa théorie des mécanismes financiers ont été nombreux, seuls certains en ont déduit la présence chez lui d'une théorie financière du cycle complète et cohérente. Pour beaucoup, en effet, son œuvre ne laisse aucune possibilité d'une telle reconstruction qui serait en opposition avec sa méthode

même. Gruchy (1958, p. 155) met ainsi en avant le fait qu'une théorie s'intéressant à l' « évolution » ne peut pas supposer un cadre institutionnel constant, au contraire des théories de la croissance économique de court terme modélisables, car les facteurs de croissance influencent aussi le cadre institutionnel ; il est donc vain de chercher chez Veblen une théorie du cycle. Une telle objection laisse toutefois intacte la possibilité de modéliser une théorie des fluctuations économiques de court terme comme l'est une théorie du cycle.

Vinokur (1969, p. 109) va jusqu'à considérer qu'aucun disciple de Veblen n'a vraiment continué sa tentative de théoriser la dynamique de courte période[168], ce qui tendrait à prouver qu'il n'existait pas chez lui de théorie financière du cycle utilisable. Certes, dans une économie en évolution permanente, sous l'action du progrès technique et de la croissance démographique, la stabilité financière obtenue par la structure monopolistique de l'économie est sans cesse remise en cause par les évolutions dues à la poursuite des gains pécuniaires[169], mais cela ne suffit pas à faire une théorie du cycle. Pour elle, il existe bien une théorie du cycle chez Veblen consistant en « une explication psychologique des fluctuations de courte période », mais cette théorie est « assez peu cohérente et fréquemment contradictoire » et un tel cycle n'a de toute manière aucune fonction de long terme (Vinokur, 1969, p. 107). L'horizon du capitalisme n'est pas un cycle mais une dépression chronique[170].

Veblen lui-même semble dubitatif. Sowell (1967) note ainsi qu'il rejette l'idée d'un cycle périodique comme un dogme. Plus généralement, Sowell estime que Veblen "was not a theorist in the crucial sense of *systematically* theorizing". Dowd (1958, préface) affirmait déjà dans sa préface que bien que l'auteur soit systématique dans son travail, il n'a construit aucun système et était opposé aux systèmes de pensée.

Comme nous le montrerons, ces arguments ne sont pourtant pas recevables,. Il reste une légitimité pour un tel projet et plusieurs auteurs défendent cette position. Mitchell (1913) et, à sa suite, d'autres auteurs comme Brockie (1958, p. 115-8) ont considéré comme acquise l'existence d'une théorie du cycle chez Veblen et l'ont exposée par un bref résumé sans s'interroger explicitement sur sa présence effective

[168] Mitchell n'a pris que la méthodologie, d'autres se tournent vers les questions de concurrence monopolistiques avec Chamberlain, les autres rejoignent l'école keynésienne.
[169] Pour Raines & Leathers (1992, p. 434), ces évolutions sont : a/ les nouvelles vagues de concurrence dues à l'expansion des marchés financiers et b/ les innovations financières.
[170] Voir Veblen (1923, chap. 7).

ni sur sa cohérence[171]. La méthode proposée est ainsi de traiter Veblen comme un théoricien du cycle parmi les autres, suivant en cela Sowell[172] :

> Veblen's other economic theories did not rise appreciably above the level of his business-cycle theories, either in terms of inner logic or correspondance with external results. Indeed, the business-cycle theories were on a higher analytical plane than most of his other theories (Sowell, 1967).

Plus récemment, Philipps (1988) et O'Hara (1993, 2000) ont proposé des formalisations de cette théorie.

Nous nous limiterons par conséquent à proposer un cadre théorique dans lequel puisse être conçue une théorie financière du cycle économique. Aller trop loin dans la modélisation – outre qu'il s'agirait d'un travail bien plus conséquent – serait en effet sortir du cadre de l'histoire de la pensée économique ou, en restant dans ce cadre, aller trop loin dans la reconstruction analytique. Ce serait ajouter aux idées de Veblen et non seulement sélectionner parmi celles qu'il a avancées, alors même que nous savons qu'il aurait été opposé à une telle démarche.

1.2. Un *survey* critique des modèles proposés

Plusieurs auteurs ont tenté de modéliser – de manière littéraire ou formelle - la théorie des cycles de Veblen. Dirlam (1958, p. 202), tout d'abord, propose implicitement de relier le processus cumulatif à la question de la prédation (ou du parasitisme) de l'industrie par la finance. La proposition selon laquelle une large part de l'émission de titres est inflationniste entraînerait alors celle selon laquelle la structure financière des entreprises qui en est la conséquence fournit un revenu gratuit et immérité à une classe de la population. Ce faisant nous pensons qu'il commet une erreur car pour Veblen c'est tout le surplus (production nette) qui tombe entre les mains des *vested interests* ; la modification de la structure financière des entreprises ne faisant que réorganiser la distribution de ce surplus entre ces mêmes *vested interests*. L'idée phare selon laquelle dans les affaires il s'agit toujours d'obtenir quelque chose à partir de rien (« to get something for nothing » écrit à plusieurs reprises Veblen) s'applique au fonctionnement économique de manière

[171] Il apparaît ainsi clairement que, pour Brockie (1958, p. 113), il existe chez Veblen une « overcapitalization theory » justement résumée par Mitchell en 1913.
[172] « Despite Veblen's calls for an expansive conception of economics […] there were Veblenian doctrines which were narrowly economic in the traditional sense » (Sowell, 1967).

générale selon Veblen et non aux seuls créanciers des entreprises. Il nous semble que Dirlam propose en revanche une direction plus intéressante lorsqu'il précise que dans sa *Theory of Business Enterprise* (1904) Veblen « had placed much greater weight on the speculative element – on the insiders's ability to manipulate the relation between putative and actual earning capacity ». Cette proposition sera étudiée dans la prochaine section.

O'Hara (1993) propose une formalisation fondée sur l'idée qu'il existe des limites au développement du capital qui rendent inévitables des crises endogènes. Cette proposition mène à la conclusion selon laquelle la théorie des crises développée par Veblen dans *The Theory of Business Enterprise* (1904) et *Absentee Ownership* (1923) n'est qu'un cas particulier d'une perspective plus large énoncée en particulier dans *The Theory of Leisure Class* (1899). Dans le modèle à un bien (disons du blé) que O'Hara propose, la production - qui dépend de l'industrie - doit être répartie entre l'industrie et le *business*, c'est-à-dire entre usages productifs et improductifs. Le problème est que plus la part de la production qui est attribuée aux usages improductifs est grande, moins la production l'est. Bien entendu, dans ce cas, O'Hara a raison de souligner qu'on obtient une augmentation de la richesse *de jure*[173] et une baisse de la richesse *de facto*[174].

On retrouve encore l'idée de Veblen selon laquelle l'industrie est conduite dans le but de satisfaire les intérêts pécuniaires des *vested interests*, représentés ici par la consommation improductive, plutôt que les intérêts matériels de la population. Le cycle est alors le suivant : le changement technologique accroît la production et la part de l'industrie dans la production (sous-exploitation de l'industrie et faible taux de profit). L'augmentation des ressources de la production se développe en surproduction. A son tour, celle-ci amène une restriction de la production (ou la modération de la surproduction) qui mène vers une exploitation maximale de l'industrie par la finance.

On doit cependant noter que malgré l'intérêt de ce modèle, il est fondé sur ce qui semble être une confusion entre la distinction entre *business* et industrie d'une part, et la distinction entre productif et improductif[175] d'autre part. Or, selon nous, le message de Veblen est que le capital n'est plus constitué par l'actif (biens physiques)

[173] C'est-à-dire de la capitalisation.
[174] La production de biens et de services utiles.
[175] Mais il suit en cela, par exemple, Hobson (1936, p. 53 ou encore p. 70).

des entreprises mais par leur passif (titres émis), peu importe que l'actif serve à financer des activités productives ou improductives (comptables, etc.). Cette modélisation est par conséquent insuffisante.

Enfin, Phillips (1988) propose un modèle simplifié à un seul bien dans lequel le rendement physique du capital est constant, les intérêts négligés et la production industrielle constante. La variation du prix du capital est une fonction de sa demande , qui est elle-même une fonction du prix du capital, de son rendement physique et du volume du crédit. Par ailleurs, la variation du volume du crédit est une fonction de l'écart entre le stock réel de capital et la valeur réelle de l'endettement[176]. Bien que de manière générale ces relations ne soient pas précisément définies par Phillips, il peut en tirer la conclusion que l'augmentation des prix a un double effet sur la demande de capital. D'une part, elle diminue la demande de capital. D'autre part, elle augmente la demande de capital car elle permet d'accroitre le volume du crédit en raison de la diminution de l'endettement réel provoqué par l'inflation. Le système est instable parce que la demande de capital est davantage sensible à l'augmentation de l'endettement qu'à la variation de son prix. Dès lors, l'augmentation des prix entraîne une augmentation de l'endettement qui accroît la demande de capital. Cette dernière entraîne à son tour l'augmentation des prix et on a le processus cumulatif[177].

Compte tenu de la description des processus cumulatifs que nous avons donnée dans le précédent chapitre, il semblerait que les tentatives de modélisation proposées n'épuisent pas le sujet. Une autre sélection parmi les éléments avancés par Veblen semble possible pour représenter une théorie financière du cycle économique.

1.3. Discussion des hypothèses de Veblen

La sélection parmi ces éléments implique au préalable de discuter les différentes hypothèses avancées par Veblen, et en particulier celles relatives à la stabilité de la monnaie et au rôle du taux d'intérêt (hypothèses M et I) ainsi que celles relatives à la formation des prix sur les marchés financiers et aux comportements d'endettement des entreprises (hypothèses P et D). Nous les discuterons successivement.

[176] Ce dernier point est étrange car Veblen fait justement dépendre le crédit de la *presumptive earning capacity*, qui transparaît dans le prix du capital.
[177] Si les élasticités étaient inversées, l'augmentation des prix diminuerait la demande de capital et on aurait une nouvelle solution.

a) Le taux d'intérêt réel ne joue aucun rôle (discussion des hypothèses M et I)

Nous avons déjà indiqué dans le chapitre précédent que les variations du taux d'intérêt ne semblent jouer aucun rôle dans la théorie du cycle proposée par Veblen. En particulier, les retournements des processus cumulatifs d'inflation et de déflation ne s'expliquent pas par la variation du taux d'intérêt mais par des mouvements qui affectent les prix. Le taux d'intérêt évolue en conséquence du cycle économique et ne le détermine pas. Veblen s'oppose donc radicalement aux thèses que Fisher (1907, 1911) développe à la même période.

Veblen a suivi de très près les travaux de Fisher[178] et tous deux ont écrit aux mêmes périodes dans les mêmes revues. En 1909, Veblen publie dans le *Political Science Quarterly* une critique de l'ouvrage de Fisher intitulé *The Rate of Interest* (1907). Après s'être attaché à montrer que la théorie du taux d'intérêt de Fisher, construite en termes d'utilité marginale, n'est pas de même nature que les théories du « détour de production » à la Böhm-Bawerk et que les deux ne peuvent donc pas être comparées, il soutient que la théorie de Fisher n'est pas à même d'expliquer la détermination du taux d'intérêt dans le monde des affaires modernes :

> Apart from all question of consistency or conclusiveness within the premises of the marginal-utility school, the test to which Mr. Fisher's theory of interest must finally be brought is the question of its adequacy as an explanation of interest in modern business (Veblen, 1909, p. 298).

Le principal argument de Veblen est, bien sûr, de nature institutionnaliste. La catégorie du taux d'intérêt n'émerge que dans une économie monétaire de crédit, une fois que le mouvement des affaires a atteint un certain degré de développement. Or, chez Fisher, « the whole matter lies within the range of a definite institutional situation which is to be found only during a relatively brief phase of civilisation » (Veblen, 1909, p. 299). Par conséquent, l'intérêt doit être compris en lien avec l'échange monétaire et le crédit, et non en lien avec la psychologie des hommes. En un mot, la notion de taux d'intérêt réel naturel qui déterminerait les comportements économiques n'a pas de sens pour Veblen.

[178] En 1908 et 1909, dans le *Political Science Quarterly*, Veblen (1908a et 1909) a ainsi commenté les travaux de Fisher, et celui-ci lui a répondu. Sur le lien entre les deux économistes, voir Dimand (1998).

Dès lors, il affirme (Veblen, 1909, p. 301) – comme Marx[179] - qu'il n'existe pas de loi naturelle du taux d'intérêt sur lequel le taux monétaire devrait se régler. Le taux d'intérêt est lié au crédit et n'a pas de rôle central dans l'explication des fluctuations économiques : « interest is, strictly, a phenomenon of credit transactions alone » (*ibid.*, p. 299).

Veblen s'oppose à l'analyse de Fisher en termes de périodes transitoires durant lesquelles le taux d'intérêt monétaire tarde à s'ajuster à l'inflation, ce qui entraîne des variations du taux d'intérêt réel qui à sont à l'origine du cycle économique. Pour Fisher, en effet, l'inflation due à l'expansion du crédit doit entraîner une augmentation du taux nominal de l'intérêt qui provoque le retournement du cycle économique :

> Les profits augmenteront plus rapidement que les prix. En réalisant des bénéfices plus considérables que jusqu'ici, les hommes d'affaires se sentent encouragés et ils étendront leurs entreprises par de nouveaux emprunts […] L'essor qui résulte de l'établissement du cycle au-dessus de phénomènes causaux ne saurait aller sans cesse en s'accentuant [...] L'obstacle qui vient ainsi s'opposer à lui, c'est le niveau du taux de l'intérêt. C'est précisément à la lenteur de mise de concordance de ce taux que l'on devait déjà l'établissement de cet état de choses anormal ; mais pour être tardive, la hausse du taux de l'intérêt n'en est pas moins continue » » (Fisher, 1911, chap. IV).

Pour Veblen, il est tout à fait juste de dire que le taux d'intérêt monétaire varie en fonction de l'inflation, mais cela est sans conséquence sur les décisions économiques. En effet, les hommes d'affaires ne réagissent pas aux variations de ce taux. Il ne tient donc pas compte de la leçon de Fisher (Arrow, 1975, p. 47) :

> Appreciation and depreciation of the standard payments may of course – so far as they are foreseen – affect the rate of interest; but they are, after all, phenomena of price. Business transactions run in terms of money. Interest is rated in money and paid with a view to a money gain. Many contingencies bear on the chances of such gain, and changes of price are notoriously among these contingencies. Speculative buying and selling look to this contingency chiefly, and may look to such a change in the price of the goods bought or sold as shall offset the interest on the funds tied up in speculation, but the rate of interest does not thereby come to be conceived or stated in terms of the advance or decline of the price of goods (Veblen, 1908a, p. 301).

[179] Voir le chapitre II.

Pour justifier sa position, Veblen pose ainsi un principe général d'illusion monétaire[180], comme nous l'avons vu au chapitre précédent :

> Prices are the substance of things in the working conceptions of business men. Therefore their habitual frame of mind enables them to believe, or effectually to make believe, that they are gainers by as much as the prices advance (Veblen, 1923, p. 360).

Si bien que la situation dans laquelle l'homme d'affaires ne tient pas correctement compte de l'inflation doit être considérée comme normale :

> [Fisher] shows (a) that business men habitually do not (adequately) appreciate variations in the commodity-value of money, and (b) that with rising prices they simply do business at a high money profit and are content to pay a high rate of interest without suspecting that all this has any connection with the "commodity interest" of Mr. Fisher […] But his hedonistic preconceptions lead him to take note of this state of things as exceptional and anomalous, whereas, of course, it is the rule. It is not only the rule, but there is no avoiding it so long as business is done in terms of money, and in the absence of a foregone conclusion these facts should persuade any observer that money value has an institutional force in the counsels of business men (Veblen, 1909, p. 302).

Dès lors, si Veblen reprend à son compte l'effet du développement du crédit sur le niveau général des prix, tel qu'il a été régulièrement envisagé par les théories du cycle de crédit, il n'attribue pas ce cycle à l'excès de crédit bancaire, dû à un taux d'intérêt trop faible, et qui entraînerait par la suite une hausse du taux d'intérêt. En cela, il s'éloigne nettement des théories monétaires classiques et néoclassiques. La banque centrale peut, certes, accompagner indéfiniment un processus cumulatif d'inflation des prix et du crédit (Veblen, 1923, p. 390), mais cela est lié à sa capacité à fournir du crédit, non à sa capacité à manipuler les taux d'intérêt.

Finalement, le cycle proposé par Veblen est semblable à celui mis en évidence par Fisher lorsqu'il existe un retard du mouvement des taux d'intérêt nominaux sur celui des prix (Mitchell, 1913). Le retournement du cycle économique est cependant lié, chez Veblen, à la surévaluation des actifs qui a été permise par le crédit, et au changement d'opinion sur la différence entre les *presumptive* et *actual earning capacity*. Cette hypothèse est une caractéristique principale de sa théorie du cycle.

[180] On peut d'ailleurs noter que chez Fisher les banquiers sont eux-aussi, dans une certaine mesure, victimes d'illusion monétaire.

b) Les asymétries d'informations (discussion des hypothèses P et D)

Nous avons détaillé, au cours du chapitre précédent, la conception qu'a Veblen du prix des actifs. Le démarrage ou le retournement d'un processus cumulatif d'inflation des prix et du crédit sont dus à la reconnaissance, par les porteurs de titres, d'une différence entre les rendements anticipés sur la base desquels l'entreprise a été capitalisée et les rendements effectifs atteints par cette entreprise. C'est la convergence des premiers vers les seconds qui suscite les mouvements des prix et du crédit.

Un tel mécanisme implique une importante asymétrie d'information entre les différents hommes d'affaires. Cela signifie en premier lieu que les prêteurs – disons les banques – prennent leurs décision en fonction d'une valeur estimée de l'entreprise qui se révèle régulièrement erronée. On se situe ici sur un marché imparfait dans lequel l'octroi du crédit est ainsi une fonction croissante des capitaux propres affichés par l'entreprise. Ainsi, Veblen affirme que tout accroissement de la valeur des actifs de l'entreprise permet à cette dernière de contracter un endettement supplémentaire. De manière générale, les banques et les petits actionnaires suivent l'opinion commune sur la *earning capacity* des entreprises.

De plus, Veblen distingue entre les *managers* de l'entreprise, qui sont les actionnaires qui la dirigent, et ses simples propriétaires, petits porteurs d'actions ou titulaires de créances. Or, lorsque prédominent les *business entreprises*, les actionnaires dirigeant ces entreprises ont la possibilité non seulement d'avoir des informations exactes sur leur rendement, mais encore d'utiliser ces informations et leur position privilégiée pour manipuler à leur profit la valeur de l'entreprise[181](Veblen, 1904, p. 155). La séparation entre dirigeants et propriétaires de l'entreprise recouvre donc une séparation entre *insiders* et *outsiders*. La *putative earning capacity* perçue par les *outsiders* peut alors différer de la *actual earning capacity* connue par les *insiders*[182].

Ces asymétries d'informations sur l'écart entre les rendements anticipés et effectifs des actifs de l'entreprise, qui est la cause du retournement du cycle, jouent

[181] Dirlam (1958, partie III) étudie la question des *insiders* en lien avec l'histoire économique. Wray (2007, p. 622) note qu'avec les distinctions entre les *insiders* et les *outsiders*, Veblen ajoute la possibilité de manipulation à l'incertitude et la spéculation signalées par Keynes (1936, chap. 12).

[182] Dimand (2004, p. 464) note que « Veblen emphasized that outside investors and corporate insiders have different information about earning-capacity ». Pour lui, Veblen ferait donc l'hypothèse implicite que les anticipations des *corporate insiders* sont correctes.

un rôle central dans le déroulement du cycle économique. Les anticipations et les croyances sont au cœur du processus de détermination des prix des actifs par les hommes d'affaires, insensibles au taux d'intérêt réel.

*

A l'issue de leur examen, les hypothèses de Veblen consistent à introduire des imperfections du marché. Ainsi, les hommes d'affaires manqueraient de rationalité et seraient victimes d'illusion monétaire. La temporalité des fluctuations des prix d'actifs sur le marché financier semble dépendre, au moins en partie, des asymétries d'information existant entre les différents hommes d'affaires. Dès lors, si une théorie veblenienne du cycle doit être proposée – nous avons discuté la légitimité et les antécédents d'une telle proposition – ces imperfections semblent pouvoir en constituer la base.

2. Propositions pour une théorie veblenienne du cycle financier

La théorie du cycle économique sur laquelle nous avons insisté jusqu'à présent, avant tout centrée sur le rôle joué par les variables financières et souvent présentée sous l'hypothèse d'une production constante, semble coexister chez Veblen avec une théorie de la dépression. Cette dernière vise avant tout à expliquer des phénomènes réels ; elle est aussi liée aux variables financières, mais seulement indirectement à travers le mouvement de concentration des entreprises et le processus de déflation par la dette. C'est le premier axe que nous privilégions car il est davantage tourné vers l'idée d'une instabilité due au rôle de la finance.

Dans ce cadre, la prise en compte des deux hypothèses que nous venons de discuter, à savoir l'absence de rôle joué par le taux d'intérêt réel et l'existence d'asymétries d'informations, ainsi que la prise en compte de l'instabilité financière liée à la révision des anticipations de rendement des actifs, sont à la base de la théorie financière du cycle de Veblen. Ces trois éléments permettent en effet de mettre en évidence un processus endogène de retournement du cycle économique.

Dès lors, une théorie veblenienne du cycle doit avant tout être centrée sur les phénomènes d'instabilité financière (1). Les asymétries d'informations entre *insiders* et *outsiders*, mises en évidence par Veblen, suggérent un processus endogène de retournement du cycle (2) qui peut servir de socle à un modèle du cycle financier (3).

2.1. Un modèle construit autour de l'instabilité financière

La finance est la source fondamentale de l'instabilité chez Veblen. Les prix des actifs sont déterminés par l'actualisation de leurs rendements anticipés mais ils s'écartent progressivement de cette valeur en raison des processus d'inflation et de déflation du crédit et des prix. Les révisions périodiques des rendements anticipés sont ainsi les causes immédiates du retournement du cycle à la hausse ou à la baisse. De plus, les *managers* peuvent parvenir à manipuler les anticipations de rendement faites par l'ensemble des hommes d'affaires[183] et ces derniers sont contraints de se guider sur l'opinion commune pour leurs décisions.

Dès lors, Veblen apparaît comme un précurseur des théories de l'instabilité financière et comme un théoricien important du cycle économique. Raines et Leathers (1992, p. 439) notent que dans son analyse la stabilité des marchés financiers n'est jamais assurée, si bien qu'ils pensent pouvoir qualifier sa théorie de « theory of financial instability » (Raines et Leathers, 1996, p. 148 et 149-50). Phillips (1988, p. 173), de son côté, affirme que « Veblen presented an explicit dynamic model of financial instability ». Dimand (2004, 468) avance que la théorie de Veblen a des « echoes in the later theories of financial fragility and instability of Minsky […] and Tobin […] ».

Une telle approche semble cependant difficilement conciliable avec l'ensemble de l'œuvre de Veblen. Plus spécifiquement, nous pensons que l'on peut déduire une théorie financière du cycle des travaux de Veblen en se concentrant sur le processus cumulatif que nous avons mis en évidence et qui est en particulier présenté par Veblen dans le chapitre V (The Use of Loan Credit) de la *Theory of Business Enterprises*. Suivant une autre voie, la plupart des partisans d'une théorie du cycle de Veblen se sont au contraire davantage focalisés sur le chapitre VII (The Theory of Modern Welfare) tout en indiquant l'importance des deux chapitres. Or, la focalisation sur l'un ou l'autre de ces deux chapitres – les deux étant bien évidemment complémentaires – a des implications différentes sur les caractéristiques de la théorie que l'on propose.

Mitchell (1913) comme Brockie (1958) présentent ainsi le cycle de cette manière : une période de prospérité est due à une hausse accidentelle des prix dans un secteur industriel donné. Cette hausse des prix accroît les gains des hommes

[183] Voir ci-dessous.

d'affaires de ces secteurs car les prix d'achat et les salaires augmentent moins vite, ce qui les pousse à se lancer dans de nouveaux investissements qui font monter la demande courante et les prix. De plus, la hausse des profits espérés conduit à une capitalisation sur une base plus large, d'où un élargissement de la base de collatéraux qui permet une extension inflationniste du crédit. Cependant, deux phénomènes différents se combinent ici, traduisant la volonté de ces auteurs de croiser les différentes approches de Veblen. Pour notre part, nous pensons que l'on peut laisser de côté la première boucle liée à un dérèglement des prix et une augmentation des investissements des hommes d'affaires et faire du cycle une simple question financière en supposant que le niveau de la production est constant. Cette insistance de la littérature secondaire sur le chapitre VII plutôt que sur le chapitre V est vraisemblablement liée au fait que le second ne permet de tirer aucune conclusion sur la croissance économique alors que le premier permet au contraire d'expliquer les épisodes longs de dépression[184].

En revanche, le mécanisme de dépression reste valable, fondé sur de nouveaux entrants moins capitalisés et aux techniques plus efficaces, ainsi que sur la restructuration des anciennes entreprises. Encore une fois, l'idée de dépression chronique[185] – chère à Veblen, nous ne le nions pas – est liée à une action du cycle sur le niveau de la production à travers les coalitions et concentrations et le « sabotage ». Mais là encore, on peut laisser cela de côté et obtenir une théorie du cycle fondée sur la finance.

Un tel parti pris amène à se focaliser sur le marché financier :

> The goods market, of course, in absolute terms is still as powerful an economic factor as ever, but it is no longer the dominant factor in business and industrial traffic, as it once was. The capital market has taken the first place in this respect (Veblen, 1904, p. 151).

Il semble dès lors légitime de reprendre l'hypothèse posée par Veblen au début de la *Theory of Business Entreprise* (1904) selon laquelle les fonds issus des émissions de titres n'ajoutent rien à l'équipement matériel de la société et

[184] Ainsi Gruchy (1958, p. 151), par exemple, se concentre sur la théorie de la croissance économique de Veblen et affirme qu'avec la *Theory of Business Enterprise* « the révision of economic theory by Veblen takes the form of supplementing academic economics with a theory of economic growth » (1958, p. 154). De même Sweezy (1958, p. 183) tourne rapidement son regard de la finance à la théorie de la dépression chronique car il étudie « the dynamics of development ». Tout en soulignant les lacunes et insuffisances de cette théorie de la dépression chronique qui serait réglée par la monopolisation de la production (Sweezy, 1958, p. 195-6).

[185] Pour un point sur les solutions à la dépression chronique, voir Vinokur (1969, p. 111-5).

n'engendrent donc aucune production supplémentaire. Le crédit est stérile et le seul résultat de la mobilisation de l'épargne est un prix plus élevé pour les actifs transférés vers le financier ; c'est aussi l'hypothèse que nous faisons[186]. Vinokur insiste: la caractéristique principale de l'analyse de Veblen est qu'elle ne concerne que la sphère monétaire, « c'est exclusivement une théorie des fluctuations des valeurs » et « l'expansion du capital financier n'a aucun effet global sur la production » (Vinokur, 1969, p. 107-8). Pour Veblen, le crédit est nécessaire non pour l'industrie moderne, mais pour la concurrence moderne des affaires.

Cette hypothèse d'un niveau constant de la production et d'absence d'investissement est une hypothèse simplificatrice très forte. Dès lors, la théorie proposée n'est pas autosuffisante. Son intérêt réside cependant dans sa capacité à isoler un mécanisme purement financier qui doit être greffé sur une théorie de l'investissement pour généraliser la théorie.

2.2. Le processus de retournement : un modèle à agents hétérogènes

Compte tenu de la place centrale des marchés financiers et du crédit chez Veblen, les asymétries d'informations entre *insiders* et *outsiders* conduisent à des comportements différenciés des deux groupes. Dans une telle configuration, les différences d'anticipations entre ces deux groupes peuvent expliquer les points de retournement du cycle, définissant un modèle à agents hétérogènes.

a) Comportements et anticipations différentes des insiders *et des* outsiders

L'existence de ces deux groupes d'agents détenant des informations différentes, combinée à des prix d'actifs soumis aux anticipations des agents, a des implications fortes. En effet, compte tenu des informations dont il dispose, chaque groupe a un comportement différent sur les marchés financiers.

Les *outsiders*, ne détenant pas d'informations directes sur les rendements effectifs des actifs de l'entreprise doivent se livrer à des prévisions nécessairement imparfaites :

> Putative earning-capacity is the outcome of many surmises with respect to prospective earnings and the like; and these surmises will vary from one man to the next, since

[186] Arrow (1975, p. 48) précise que la production reste inchangée avec le crédit.

> they proceed on an imperfect, largely conjectural, knowledge of present earning-capacity and on the still more imperfect known future course of the goods market and of corporate policy (Veblen, 1904, p. 155-6).

Leur évaluation de la *presumptive earning capacity* d'une entreprise dépend d'une psychologie naïve sur laquelle reposent les conjectures auxquelles ils se livrent pour prédire les actions des autres. Raines et Leathers (1996, p. 137 et 141) estiment que les marchés financiers sont, chez Veblen, fortement influencés par la *folk psychology* et le prix des actifs financiers dépend autant de leur valeur fondamentale que de facteurs psychologiques. En cela, le comportement des *outsiders* ressemble beaucoup à celui de *noise traders*. On peut cependant, ici, les assimiler à des détenteurs passifs de titres.

Les dirigeants de l'entreprise, en revanche, possèdent des informations sur le rendement effectif des actifs et, par là, une meilleure connaissance du rendement qui peut être anticipé. Forts de cette connaissance, ils peuvent reconnaître et exploiter[187] les écarts entre ce rendement effectif et la *presumptive earning capacity* incorporée dans le cours des titres. Ils sont dès lors incités à utiliser leur capacité d'influencer la perception qu'ont les autres agents des rendements de leur entreprise pour faire apparaître des écarts exploitables entre *presumptive* et *actual earning capacity* :

> The men who have the management of such an industrial enterprise, capitalized and quotable on the market, will be able to induce a discrepancy between the putative and the actual earning-capacity, by expedients well known and approved for the purpose. Partial information, as well as misinformation, sagaciously given out at a critical juncture, will go far toward producing a favourable temporary discrepancy of this kind, and so enabling the managers to buy or sell the securities of the concern with advantage to themselves. If they are shrewd business men, as they commonly are, they will aim to manage the affairs of the concern with a view to an advantageous purchase and sale of its capital rather than with a view to the future prosperity of the concern (Veblen, 1904, p. 156-7).

L'action des dirigeants est ainsi caractérisée à la fois par un comportement s'attachant davantage à la valeur fondamentale des actifs et par la manipulation continue des résultats de l'entreprise et des informations qu'elle donne. En contrôlant l'entreprise, ils acquièrent la position d'*insiders* capables de tirer avantage des relations financières qu'entretient celle-ci, au détriment des autres créanciers et de la population en général.

[187] Voir par exemple Dirlam (1958, partie III).

Veblen distingue donc deux groupes d'hommes d'affaires qui se séparent non seulement par leur fonction économique, mais encore par leurs connaissances différentes et les comportements différents qu'ils adoptent sur les marchés financiers. Dans cette approche, largement partagée par une importante littérature contemporaine, le prix s'explique par l'affrontement de visions différentes et concurrentes d'une même réalité.

b) Hétérogénéité des hommes d'affaires et retournement du cycle

Les comportements différents des deux groupes d'hommes d'affaires ont pour conséquence des mouvements de prix spécifiques sur les marchés financiers :

> Sales of securities are frequent, both because outsiders vary in their estimates and forecasts, and because the information of the outsiders does not coincide with that of the insiders (Veblen, 1904, p. 156).

De même, Veblen souligne que « the managers, armed with inside information, may profit by selling out (or selling short) or by buying » (1904, p. 155). Leurs actions contribuent au changement fréquent dans l'actionnariat. Bolbol et Lovewell (2001, p. 533) mettent ainsi en avant les cessions et acquisitions effectuées par les *managers* en fonction d'un « q » de Veblen qu'ils définissent[188]. Ce faisant, ils maximisent leur intérêt spéculatif de court terme plutôt que l'intérêt de long terme de la firme.

En mettant en évidence l'existence de groupes d'agents dont les connaissances et les comportements diffèrent mais échangeant sur un même marché, Veblen donne un fondement à la possibilité d'une divergence entre les prix des actifs et leur valeur fondamentale. Sa démarche préfigure, de ce point de vue, celle qui sera adoptée par une partie des modèles d'inspirations keynésienne dans lesquels les fluctuations économiques s'expliquent par des imperfections du marché.

Nous proposons dès lors d'expliquer les retournements du cycle économique par l'existence de groupes d'agents hétérogènes dans leur connaissance des résultats des entreprises, dans leur capacité à influencer le marché et, enfin, dans leurs décisions. En cela nous allons plus loin que Veblen ne le fait lui-même. Nous pensons néanmoins avoir suffisamment montré l'importance de cette distinction

[188] En référence à Tobin (1969).

entre *insiders* et *outsiders* et de l'hétérogénéité de ces groupes chez Veblen pour justifier cette hypothèse.

En effet, les *insiders* peuvent jouer un rôle central lorsqu'après un épisode de « speculative prosperity » la *putative earning capacity* se retrouve au-dessus du rendement réel de l'entreprise, qu'ils sont supposés connaître. Les ventes qu'ils opèrent alors peuvent déclencher le retournement du cycle si une proportion de plus en plus grande d'entre eux cède ses actifs au fur et à mesure que l'écart entre la *putative* et la *actual earning capacity* croît. En supposant qu'il existe ainsi une classe de financiers connaissant en permanence la réalité de la *earning capacity* de l'entreprise on rend possible un retournement endogène du cycle. Il convient, bien entendu, de préciser que les *insiders* décident de vendre non seulement lorsque l'écart apparaît mais encore lorsqu'ils pensent qu'il va être découvert par les *outsiders* ou dévoilé par les autres *insiders*. La proportion de vendeurs parmi ces derniers peut ainsi être une fonction croissante de cet écart.

On ne peut pas, en effet, se satisfaire de l'idée qu'en voulant acquérir davantage d'actifs, les entreprises ne parviennent qu'à en faire augmenter indéfiniment les prix. Cela est pourtant ce qui se passe dans le processus d'inflation cumulatif lorsque la production est constante et qu'il n'y a pas d'investissement, du moins tant que ne survient pas une révision des rendements anticipés. L'absence de divergences d'opinion met en place un processus cumulatif et non cyclique.

La possibilité d'une finitude endogène du processus d'inflation repose, au final, sur l'existence d'un flux de vendeurs qui finit par prendre le pas sur le flux des entreprises qui acquièrent des actifs au moyen de leur endettement nouveau. Ce flux existe en permanence et le mouvement de concentration qui est là la fois la cause et la conséquence du processus d'expansion[189] a nécessairement pour contrepartie la sortie du marché d'hommes d'affaires de plus en plus nombreux.

2.3. Une ébauche de modélisation

Les différentes hypothèses avancées jusqu'ici peuvent être amendées pour proposer une représentation de la théorie financière du cycle de Veblen. Il ne s'agit cependant pas de la présentation d'un modèle abouti car cela impliquerait des

[189] Qui repose en partie, nous l'avons vu au cours du précédent chapitre, sur la capitalisation de *goodwills* au cours de concentrations d'entreprises.

hypothèses supplémentaires que l'on ne trouve pas chez Veblen ainsi que la spécification de fonctions d'optimisation des agents sur lesquelles il n'y a pas d'éléments disponibles dans son œuvre.

a) Les entreprises

Nous supposons une économie composée d'entreprises cotées qui se financent en émettant des actions et des obligations. Elles cherchent à accroître leur endettement dans le but d'acquérir des actions d'autres entreprises. Il s'agit là du processus de concentration qui peut avoir pour cause la capitalisation de *goodwills*. Inversement, elles peuvent se désendetter au moyen de la cession d'actions préalablement acquises. Dès lors, le processus d'inflation se caractérise par leur endettement croissant, qu'elles utilisent pour acquérir des actions, dans le cadre d'un processus de concentration[190]. Comme nous considérons que les agents de chaque groupe se comportent de la même manière, nous pouvons agréger chacun des groupes.

Les banques souscrivent aux émissions d'obligations des entreprises de sorte que l'endettement de ces dernières soit un multiple φ du montant de leurs capitaux propres. Dès lors, en notant D_{t-1} l'endettement agrégé des entreprises et P_{t-1} le cours des actions des entreprises au début de la période t, tels qu'ils sont issus de la période $t-1$ et en normalisant le nombre d'actions[191] à $Q=1$, les entreprises accroissent leur endettement d'un montant :

$$d_t = \varphi P_{t-1} - D_{t-1} = \varphi(P_{t-1} - P_{t-2})$$

L'augmentation de la capitalisation boursière $P_{t-1} - P_{t-2}$ au cours de la période précédente a donc traduit une augmentation de la valorisation des actifs de l'entreprise, de sorte que son levier financier est inférieur à φ. L'entreprise peut utiliser la valeur accrue de ses actifs comme collatéral pour accroître son endettement et retrouver le levier financier désiré.

L'acquisition d'actions par les entreprises correspond au processus de concentration. Si, en raison de l'homogénéité du comportement des différentes entreprises, la répartition entre les entreprises des actions acquises est indéterminée,

[190] On a ainsi au cœur du processus une inflation de crédit qui a pour objet l'acquisition de titres. On retrouve ici une caractéristique de certaines crises économiques, et en particulier de la crise de 1907. Voir le chapitre VII ainsi que Mendez et Tutin (2011).

[191] P_t est alors la capitalisation boursière de l'ensemble des entreprises.

on peut cependant interpréter cela comme l'acquisition de filiales par des sociétés mères ou comme des mouvements de fusion-absorption dans lesquels les actionnaires sortants sont indemnisés. Dans ce cadre, l'hypothèse d'endettement faite ci-dessus signifie que l'ensemble des sociétés – y compris les sociétés absorbées – s'endettent ou, pour le voir autrement, que les sociétés mères ou absorbantes s'endettent pour leurs filiales[192].

b) Les hommes d'affaires

Les hommes d'affaires sont divisés en deux groupes homogènes :

- Les *managers* détiennent des actions des entreprises et les dirigent, ainsi que des obligations ; ils arbitrent entre actions et obligations.
- Les propriétaires détiennent des actions et des obligations de manière passive.

Lorsqu'elles sont émises, les obligations sont initialement souscrites par les banques, qui les cèdent ensuite à l'ensemble des hommes d'affaires. Au cours du processus inflationniste, des *managers* cèdent des actions et sortent du marché ; ces actions sont achetées par les entreprises. Les *managers* utilisent les fonds ainsi recueillis pour acquérir des obligations auprès des banques. Inversement, le processus de déflation se caractérise par le désendettement et la déconcentration des entreprises ainsi que par la cession d'actions rachetées par les *managers* au moyen de la vente d'obligations.

Les *managers* décident de vendre des actions au fur et à mesure que la surcapitalisation augmente et, inversement, décident d'en acquérir lorsqu'elle diminue. Dans le premier cas ils anticipent, en effet, une baisse future alors qu'ils anticipent une hausse dans le second cas. Leurs décisions sont progressives car ils ne savent pas combien de temps mettra le cycle pour se retourner mais ils sont capables d'évaluer l'éloignement des prix de actifs par rapport à leur « valeur fondamentale ». Un tel comportement progressif peut se comprendre, par exemple, comme une révision de leur allocation de portefeuille entre actions et obligations : au fur et à mesure que les cours augmentent, ils identifient le risque accru incorporé dans leur

[192] On pourrait simplifier encore davantage (mais en perdant beaucoup de signification économique) en supposant que les entreprises s'endettent non pour acquérir d'autres entreprises mais pour racheter leurs propres actions. Au contraire, elles émettent des actions pour se désendetter en période de déflation.

portefeuille et diminuent ce risque par une réallocation partielle de leurs actifs en faveur des obligations.

Dès lors, à chaque période t une certaine proportion des hommes d'affaires est vendeur d'actifs. On peut ainsi noter s_t la part des actifs disponibles à la vente à chaque période. Les déterminants de s_t peuvent être nombreux et complexes ; la fonction peut notamment dépendre des cours ou de la variation des cours, voire inclure un jugement sur l'état de la confiance dans le marché. Sans détailler ces déterminants, nous pouvons tout de même supposer que pour $P_{t-1} - P_{t-2} > 0$:

$$s_t > 0 \text{ avec } \frac{ds_t}{dt} > 0 \text{ et } \frac{d^2 s_t}{dt} > 0$$

De même, pour $P_{t-1} - P_{t-2} < 0$:

$$s_t < 0 \text{ avec } \frac{ds_t}{dt} < 0 \text{ et } \frac{d^2 s_t}{dt} > 0$$

Ainsi, au cours du processus inflationniste, les *managers* cèdent des actions. La quantité d'actions cédées est initialement faible, puis augmente (doucement d'abord puis de plus en plus vite) au fur et à mesure que le processus de développe. Ils acquièrent au contraire des actions [193] au cours du processus déflationniste. La quantité d'actions acquises est initialement faible, puis augmente (doucement d'abord puis de plus en plus vite) que fur et à mesure que le processus se développe.

Lorsque les prix commencent à baisser, les *managers* savent que la surcapitalisation diminue et commencent à racheter les actions en prévision d'un retournement à la hausse. Puisque nous supposons que les simples propriétaires ont un comportement tout à fait passif de conservation des titres (de type « buy and hold ») existant initialement, les deux groupes dont les comportements sont hétérogènes sont, d'une part, les *managers* dont les achats et les ventes dépendent de l'écart entre la *prospective* et la *actual earning capacity* et, d'autre part, les entreprises qui s'endettent et achètent des actions de manière procyclique. C'est la réponse différente que ces deux groupes apportent à la hausse du prix des actifs qui explique la variation de ce prix. Nous avons donc procédé à une simplification en attribuant directement aux entreprises le comportement que nous avions d'abord caractérisé comme étant celui des *outsiders*.

[193] Ils peuvent en particulier souhaiter entrer dans les entreprises restructurées ou dans de nouvelles entreprises.

c) Le processus cumulatif

Dans la situation initiale d'équilibre, les entreprises n'ont pas la possibilité d'accroître leur endettement puisque leur levier financier est égal à φ. On suppose donc une hausse exogène des cours, qui accroît la valeur des collatéraux des entreprises et les incitent à s'endetter de d_t. Elles utilisent les fonds ainsi obtenus pour se porter acquéreur d'actions détenues par les *managers* (processus de consolidation). Au contraire, une baisse exogène des cours conduit les banques à exiger le désendettement des entreprises. On suppose ici que l'endettement est entièrement refinancé à chaque période[194], si bien que l'ajustement du levier financier à φ se fait immédiatement. La liquidation passe nécessairement par la cession d'actions en vue de rembourser les créanciers[195]. Les entreprises financent donc leur désendettement par la vente d'actions aux *managers* (processus de déconsolidation[196]).

Si nous supposons que les échanges d'actions ont lieu lors de périodes d'échange successives, chaque période t se caractérise donc par une demande (monétaire) agrégée d'actions d_t exprimée par les entreprises. En face, une proportion s_t des actions est mise en vente par les hommes d'affaires.

Dès lors, en posant $\pi_t = p_{t-1} - p_{t-2}$ et $\frac{\dot{x}}{x} = \frac{dx}{dt}\frac{1}{x}$, le nouveau cours des actions est déterminé à l'issue de chaque période t par le rapport entre la demande monétaire des entreprises et l'offre réel des *managers* :

$$p_t = \frac{d_t}{s_t} = \frac{\varphi(p_{t-1} - p_{t-2})}{s_t} = \varphi\frac{\pi_t}{s_t}$$

On peut en déduire les conditions d'inflation ou de déflation :

$$\frac{\dot{p_t}}{p_t} = \varphi\left(\frac{\dot{\pi_t}}{\pi_t} - \frac{\dot{s_t}}{s_t}\right)$$

La période d'inflation se caractérise ainsi par $\frac{\dot{\pi_t}}{\pi_t} > \frac{\dot{s_t}}{s_t}$. La part des vendeurs parmi les actionnaires augmente moins vite que l'incrément du prix des actions, si

[194] Cet ajustement de l'endettement à chaque période est une simplification du processus pratique, qui passe par la liquidation des entreprises insolvables au fur et à mesure que les prix diminuent. La liquidation se poursuit jusqu'au moment où la quantité d'actifs à céder est suffisamment faible, relativement à la demande des nouveaux entrants, pour que leur prix augmente, entraînant une nouvelle phase de croissance du crédit et des prix et, donc, de prospérité.

[195] Cependant, les créanciers ne hâtent pas nécessairement la liquidation parce qu'ils sont pris dans une « conventional routine » (Veblen, 1904).

[196] Ou, ce qui revient au même, émission d'actions pour financer leur désendettement.

bien que ce dernier augmente. Les *managers* savent cependant que la surcapitalisation est croissante ; l'écart $\frac{\dot{\pi}_t}{\pi_t} - \frac{\dot{s}_t}{s_t}$ est donc décroissant car les *managers* anticipent l'approche du retournement. Lorsque l'on atteint $\frac{\dot{\pi}_t}{\pi_t} = \frac{\dot{s}_t}{s_t}$ le prix des actions atteint son niveau maximum.

Comme l'écart $\frac{\dot{\pi}_t}{\pi_t} - \frac{\dot{s}_t}{s_t}$ continue à décroître, on a maintenant $\frac{\dot{\pi}_t}{\pi_t} < \frac{\dot{s}_t}{s_t}$ et le prix des actions diminue pour la première fois - c'est la crise. Cette diminution du prix entraîne le désendettement des entreprises qui sont contraintes de céder des actions. Les *managers* savent alors que la surcapitalisation diminue et commencent à racheter les actions en prévision d'un retournement à la hausse. Dans un premier temps, il y a peu d'acquéreurs et les prix des actions diminuent rapidement. La part des acheteurs parmi les actionnaires augmente moins vite que l'incrément (en valeur absolue) du prix des actions, si bien que ce dernier diminue. Cependant, l'écart $\frac{\dot{\pi}_t}{\pi_t} - \frac{\dot{s}_t}{s_t}$ est maintenant croissant. Lorsque l'on atteint $\frac{\dot{\pi}_t}{\pi_t} = \frac{\dot{s}_t}{s_t}$ le prix des actions atteint son niveau minimum. Comme l'écart $\frac{\dot{\pi}_t}{\pi_t} - \frac{\dot{s}_t}{s_t}$ continue à croître, on a maintenant $\frac{\dot{\pi}_t}{\pi_t} > \frac{\dot{s}_t}{s_t}$ et le prix des actions augmente de nouveau - c'est la reprise.

d) Le cycle économique

Le cycle est ainsi dû à un retard permanent du taux de croissance de la part des actionnaires qui vendent leurs actions par rapport au taux de croissance de l'incrément des prix. Ce retard est lié au caractère spéculatif de la position des *managers* qui conservent des titres alors même qu'ils savent que les entreprises sont surcapitalisées. A chaque fois, c'est le retournement du taux d'inflation qui provoque la modification de l'évolution de l'endettement des entreprises et le changement de tendance chez les *managers.* En effet, lorsque la déflation apparaît, les entreprises commencent à se désendetter et les *managers* commencent lentement à racheter des actions.

Le bouclage du modèle est réalisé par les banques. A chaque période, elles acquièrent en effet un montant d_t d'obligations, qu'elles cèdent aux *managers* ayant vendu leurs actions. La demande d'obligations de ces derniers est alors $p_t s_t$. Le bilan

des banques est donc inchangé à l'issue de l'opération puisque la condition d'équilibre du marché des actions donne :

$$d_t = p_t s_t$$

Tout se passe donc comme si les banques avaient prêté aux entreprises au moyen du crédit bancaire :

> The financial enterprise may therefore have arisen out of the mobilization of those banking resources which were already employed in underwriting corporate mergers, recapitalisations, and bonuses; but it presently fell into settled lines as a standardised routine of investing funds and allocated credits (Veblen, 1923, p. 341)

Les entreprises utilisent ces fonds pour payer les actionnaires vendeurs, qui les déposent à la banque. L'émission d'obligations peut, par conséquent, être remplacée par le crédit bancaire. La question de l'origine des fonds permettant de financer l'extension du crédit est ainsi résolue en même temps que celle du retournement du cycle.

Le taux d'intérêt monétaire peut, comme le suggère Veblen, incorporer l'inflation selon la manière pratique dont les agents tiennent compte de cette dernière dans leurs calculs économiques. Un ajustement parfait ou imparfait est cependant sans importance sur le cycle, selon l'hypothèse de Veblen.

*

Le modèle proposé est très simplifié, notamment parce que nous n'avons pas spécifié la fonction s_t. Il permet cependant de montrer que les éléments avancés par Veblen permettent de représenter une théorie financière du cycle économique. Parmi ces éléments, nous avons retenu les hypothèses et analyses qu'il propose dans le chapitre V de *The Theory of Business Enterprise* (1904), en particulier le mécanisme des processus d'inflation et de déflation de la dette et des prix et les hypothèses d'une production constante et de l'absence d'investissement. A ce cadre d'analyse nous avons ajouté la proposition de Veblen de l'existence d'asymétries d'informations entre les différents hommes d'affaires, qui conduit à l'existence de groupes d'agents aux comportements hétérogènes, et permet de mettre en évidence un mécanisme de retournement du cycle. Nous avons alors pu proposer un modèle simplifié de la théorie financière du cycle de Veblen.

Conclusion

Ainsi, en proposant de se concentrer sur le *business capital* et sur le rôle de la finance que celui-ci implique, Veblen a-t-il pu proposer une théorie du cycle économique fondée sur le rôle de la finance. Cette théorie, construite autour d'un processus cumulatif qui n'affecte pas nécessairement le niveau de la production et qui s'achève sur un mécanisme de retournement qu'il ne spécifie qu'imparfaitement, conduit pourtant à une théorie cohérente du cycle. Nous avons montré que cette théorie peut être développée et précisée afin d'obtenir un retournement endogène du cycle à partir des asymétries d'informations existantes. Elle peut alors être considérée comme l'une des premières contributions aux théories de l'instabilité financière.

La démarche de Veblen a cependant plusieurs limites, parmi lesquelles son refus d'envisager les conséquences que les liens entre taux d'intérêt et inflation ou entre inflation et décisions économiques ont sur sa théorie. De plus, il apparaît nécessaire de relier celle-ci à une théorie de l'investissement qui fait défaut.

Plusieurs des caractéristiques de cette théorie se retrouvent dans les développements ultérieurs de la théorie économique d'inspiration keynésienne, en particulier :

- L'analyse des marchés financiers au prisme de la question de la surcapitalisation des entreprises a pu être liée à Tobin (1969) ;
- Les asymétries d'information jouent un rôle central puisqu'elles expliquent le comportement différent des différentes catégories d'hommes d'affaires. A ce titre, Veblen préfigure une démarche néokeynésienne qui cherche à expliquer les fluctuations économiques par les imperfections du marché.
- Enfin, l'accent mis sur le rôle des bilans des entreprises et en particulier de leur endettement, qui conduit à souligner la fragilisation de cette structure financière au fur et à mesure que l'inflation des prix et du crédit se développe, n'est pas sans rappeler certains travaux de Minsky (1975, 1977 et 1986).

Il peut être surprenant de faire ce lien entre Veblen et des théories fondées sur l'imperfection des marchés, car il est clair qu'il entend proposer une analyse des vicissitudes du développement économique basée sur le fonctionnement normal d'une économie financière et non sur des dérèglements de la production ou de la monnaie. Mais la méthode consistant à utiliser directement les faits issus de

l’observation pour bâtir une théorie le rapproche nécessairement des analyses développées par le courant keynésien.

Chapitre V

La macroéconomie monétaire de Sir Ralph Hawtrey

Introduction

Lorsque Friedrich Engels publie le livre III du *Capital* en 1894, Marx est identifié depuis longtemps déjà comme membre d'un courant théorique minoritaire et contestataire, comme un hétérodoxe. Bien qu'on lui eût proposé la présidence de l'American Economic Association, qu'il refusa en 1925, et bien qu'il fut l'un des économistes américains les plus connus au début du 20ème siècle, en particulier depuis la publication de *The Theory of Leisure Class* en 1899, Veblen passe pour l'un des plus grands critiques de la théorie économique dominante, père du courant institutionnaliste. Dès lors, le choix d'étudier Hawtrey après Marx et Veblen peut paraître surprenant, tant sa position institutionnelle parait en faire un défenseur de l'orthodoxie monétaire.

En effet, haut fonctionnaire du Trésor anglais de 1904 à 1945 [197], se revendiquant de Fisher et de la théorie quantitative de la monnaie, défenseur de la « Treasury view [198] », Ralph Hawtrey inscrit sa réflexion sur les fluctuations économiques dans la tradition classique de l'analyse des cycles de crédit et dans les pas de Marshall. Son originalité est cependant reconnue et plusieurs commentateurs ont vu en lui le précurseur ou le continuateur d'idées alors minoritaires : théorie du prêteur en dernier ressort, efficacité de la politique monétaire discrétionnaire ou théorie du multiplicateur. Il semble dès lors difficile de faire de lui un orthodoxe ou un hétérodoxe, même en supposant qu'une telle distinction ait eu un sens en 1919.

Hawtrey incorpore dans sa théorie de multiples influences antérieures et cette théorie semble ainsi se présenter comme un point d'arrivée. Ici se trouveraient enfin abouties les théories monétaires du cycle dont seuls certains aspects avaient jusqu'alors été développés. Il est pourtant presque évident qu'avec lui commencent

[197] Hawtrey est né en 1879 et mort en 1975. Il entre ainsi au Trésor l'année où Veblen publie *The Theory of Business Enterprise* (1904). A partir de 1919 et jusqu'en 1945 il occupe le poste de Director of Financial Enquiries. Pour une biographie, voir surtout Black (1977).

[198] La « Treasury view » défend l'idée de l'inefficacité de la politique budgétaire financée par emprunt car les emprunts publics ne font qu'évincer les emprunts privés. Voir Hawtrey (1925, 1933).

aussi d'autres évolutions théoriques ; Hawtrey rompt avec le passé tout en se revendiquant de lui. Nous admettrons, dans ce chapitre et le suivant, que Hawtrey a pleinement sa place aux côté de Marx et de Veblen ; qu'il est, au sein de l'orthodoxie monétaire classique et néoclassique, le meilleur représentant de l'idée que le rôle joué par la finance explique les cycles économiques. Ce choix sera discuté et justifié à la fin du prochain chapitre.

C'est d'abord son affirmation selon laquelle il existerait une instabilité inhérente au crédit qui a retenu notre attention. Tout d'abord, parce que cela revient à déclarer que les cycles économiques ne sont pas simplement des phénomènes d'amplification de chocs exogènes et aléatoires. Les fluctuations économiques sont endogènes, dès lors que l'origine de l'instabilité n'est pas à rechercher dans des décisions de politique monétaire.

Ensuite, parce que par cette affirmation Hawtrey proclame qu'il n'existe pas de mécanisme d'auto-ajustement. Enfin, parce qu'il semble possible de faire un lien entre le crédit qui, pour lui, est à la source des fluctuations, et la finance qui, dans la définition large que nous en avons donnée en introduction de cette thèse, inclut nécessairement le crédit. Dès lors, il semble possible de montrer que chez Hawtrey l'unique cause de la dépression est bien la prospérité et que c'est le rôle joué par la finance dans l'une comme dans l'autre qui constitue le facteur causal de la dynamique.

Comme pour les auteurs précédents, nous commencerons par mettre en évidence le cadre conceptuel bâti par Hawtrey pour étudier le rôle de la finance, puis nous montrerons que ce cadre conceptuel peut être utilisé pour construire une théorie de l'instabilité financière. Ainsi, le chapitre V sera consacré à la théorie monétaire, au modèle macro-économique et, enfin, à l'étude de l'articulation entre le marché des biens et le marché financier. Dans le chapitre VI, nous élargirons progressivement le cadre d'analyse en étudiant successivement sa théorie des fluctuations économiques, puis l'instabilité du crédit et enfin l'instabilité de la finance.

*

Hawtrey, nous l'avons vu, n'est pas un universitaire[199]. Cependant, et bien que sa formation économique soit très restreinte, il a développé de nombreuses relations

[199] Il fut cependant *visiting professor* à Harvard en 1928-1929 puis président de la Royal Economic Society de 1946 à 1948 et enfin Henry Price Professor of International Economics au Royal Institute of International Affaires de 1947 à 1952.

avec le milieu académique. Par ses publications, tout d'abord, puisqu'il a publié de nombreux articles[200] dans différentes revues, et parce que ses différents ouvrages ont suscité les commentaires des économistes professionnels[201]. Par ses interventions, ensuite, comme enseignant ou conférencier. Enfin, par sa très dense correspondance avec les macroéconomistes de son temps : Keynes, Robertson ou encore Fisher.

La réception de ses idées par le monde académique et, plus largement, par le public a été grandement facilitée par trois caractéristiques de son œuvre : sa clarté, sa cohérence et sa constance. Les idées de Hawtrey, comme il aime à le dire lui-même, son restées remarquablement constantes tout au long de sa longue vie et de ses nombreux écrits[202]. Si bien que, parfois accusé de *over simplify*[203], il semble être devenu l'homme de quelques idées : l'origine monétaire du cycle économique[204], le rôle central des négociants et de leurs stocks, l'efficacité de la politique monétaire discrétionnaire ou encore le rôle de prêteur en dernier ressort de la banque centrale[205]. Nous signalons ces idées ici mais seules les deux premières, directement liées à notre problématique seront discutées dans ce chapitre.

Dans son ouvrage sur les théories du cycle de 1927, Hansen classe sans surprise la théorie de Hawtrey parmi celles pour lesquelles le cycle d'affaires est une fonction de l'économie monétaire, aux côtés notamment de Juglar, Thornton, Wicksell, Fisher, Veblen, Lescure et Mitchell[206]. Haberler (1943) le classe également parmi les approches « purement monétaires » du cycle économique. Hawtrey développe sa pensée économique dans de nombreux ouvrages, et en particulier dans *Good and Bad Trade* (1913), *Currency and Credit* (1919), *Trade and Credit* (1928b) et *The Art of Central Banking* (1932). Son objectif est d'expliquer la détermination du niveau général des prix ainsi que le rôle de la masse monétaire dans ce processus

[200] Soit 12 livres et 44 articles d'après Deutscher (1990, p. 4) mais plusieurs de ses ouvrages sont en fait des recueils d'articles.
[201] Ainsi Deutscher (1990, p.187 et suivantes) a-t-il calculé que sur la période 1920-1939 Hawtrey a toujours fait partie des dix macroéconomistes les plus cités, occupant en moyenne la 5ème place derrière Keynes, Robertson, Fisher et Pigou. Il a cependant été relativement oublié à partir des années 1940, avant que son œuvre suscite une nouvelle série de commentaires dans les quinze années qui ont suivi son décès.
[202] Une idée partagée, par exemple, par Deutscher (1990, p. 21).
[203] Par exemple par Hayek dans sa recension de *Trade Depression and the Way Out*.
[204] Avec la célèbre phrase selon laquelle « The Trade Cycle is a purely monetary phenomenon » (Hawtrey, 1923).
[205] Voir en particulier De Boyer et Solis (2003, p. 86-7 et 2007) pour une présentation. Hawtrey développe sa théorie du prêteur en dernier ressort en 1932, après les troubles financiers en Europe.
[206] On note que Veblen, Mitchell et Fisher sont présents dans la liste, mais pas Marx ni Hilferding. Hansen fait de Lescure et Mitchell les continuateurs de Veblen.

et d'en tirer les conséquences nécessaires en matière de politique monétaire, tout cela en tenant compte des aspects internationaux.

Nous pouvons, à ce stade, résumer sa théorie ainsi : toutes choses égales par ailleurs, une baisse des taux d'intérêt bancaires provoque une augmentation des commandes passées par les négociants aux producteurs, dans le but d'augmenter leurs stocks. Pour une augmentation donnée de cet endettement, la production et les prix augmenteront d'autant plus que l'élasticité-prix de la demande de monnaie des consommateurs est faible. Cette augmentation des prix pousse à son tour les négociants à augmenter leur endettement, selon un processus cumulatif. Cependant, la hausse de la demande de monnaie des consommateurs diminue les réserves des banques en monnaie légale et contraint ces dernières, tôt ou tard, à relever leurs taux d'intérêt dans le but de contracter le crédit. Cette réaction amène la récession qui, à son tour, est cumulative. Si bien que Hansen écrit :

> Hawtrey takes the position that there is an inherent tendency toward fluctuations in the money economy, with its existing banking institutions and practices. So long as credit is regulated with reference to reserve proportions the trade cycle is bound to recur (Hansen, 1927, p. 137-9).

Une vue d'ensemble de *Currency and Credit* (1919), ouvrage qui servira de base à ce chapitre, permet de dire que Hawtrey y développe une théorie des perturbations économiques et monétaires qui se situe dans la lignée des approches de Fisher et de Wicksell. C'est ainsi le niveau des taux d'intérêt bancaires – et ses variations – qui provoquent des fluctuations du crédit, de l'activité économique et des prix. L'approche de Hawtrey est cependant originale de plusieurs points de vue : (a) Elle va plus loin dans la description du cycle économique ; (b) Elle n'est pas fondée – en tout cas de manière explicite – sur une comparaison entre le taux d'intérêt bancaire et un taux d'intérêt naturel qui en serait indépendant, comme c'est le cas chez Wicksell ; (c) Elle est fondée sur une théorie de la demande de monnaie qui le conduit à une conception particulière de la théorie quantitative, qu'il revendique. Si Hawtrey invoque régulièrement l'idée d'une « instabilité du crédit », la question reste cependant ouverte de savoir si son apport personnel est suffisant pour affirmer qu'il propose véritablement une théorie de l'instabilité du crédit. Ces points seront discutés dans ce chapitre et le suivant.

La théorie macroéconomique de Hawtrey a été présentée par Sprend (1976), Black (1977), Hicks (1977), Howson (1978 et 1985), Davis (1979, 1981 et 1983),

Deutscher (1990), De Boyer (1985 et 2003, p. 162-82) et De Boyer et Solis (2007), soit dans sa totalité, soit sur certains de ses aspects. Saulnier (1939), Davis (1980), Cain (1982), Solis (1983 et 1999), Deutscher (1989), Laidler (1993), De Boyer (1997), Dimand (1997), De Boyer et Solis (2003) et Barjou (2010) ont proposé des comparaisons avec d'autres auteurs. Davis (1979, p. 11) remarque que la théorie du cycle de Hawtrey est fondée, d'une part, sur l'idée que l'instabilité explique la nature des fluctuations et, d'autre part, que la périodicité de ces dernières vient des caractéristiques du système monétaire. Cependant, aucun de ces auteurs n'aborde la question sous l'angle que nous avons choisi. Si plusieurs d'entre eux présentent la théorie de l'instabilité du crédit, aucun n'interroge la validité de cette théorie. Trouve-t-on réellement chez Hawtrey une théorie de l'instabilité du crédit ? Cette théorie est-elle valable ? Peut-on y voir des fondements pour une théorie de l'instabilité financière ?

*

Le présent chapitre montre que Hawtrey met en place un cadre conceptuel, fondé sur la distinction entre la monnaie et le crédit, dans lequel la question des *transferts* a une place centrale. Ce cadre conceptuel permet d'expliquer le rôle économique joué par le crédit et la finance. Nous proposons une représentation, simplifiée, du modèle macroéconomique, qui permet de mettre en évidence le rôle joué par la théorie quantitative de la monnaie et la nature du processus d'expansion économique par les stocks. Enfin, nous montrons que ce cadre conceptuel permet de penser non seulement le crédit, mais aussi la finance. Bien que la place des marchés financiers soit marginale dans l'œuvre de Hawtrey, marchés des biens et marchés financiers y sont articulés et ces derniers y ont toute leur place.

Ce chapitre a ainsi pour objectif de mettre en place les différents outils analytiques qui peuvent servir de base à une théorie de l'instabilité financière. Pour y parvenir , nous partons de quatre hypothèses :

1) Hawtrey s'inscrit dans la lignée des auteurs pour qui la finance joue un rôle central pour expliquer les cycles économiques. Nous nous attacherons à justifier cette hypothèse et à en montrer la portée dans le chapitre suivant.
2) Sa théorie a un intérêt en elle-même et l'on peut, dès lors, l'étudier indépendamment des théories concurrentes formulées à l'époque. Nous n'éviterons pas, cependant, les comparaisons avec d'autres auteurs. Le

lecteur pourrait être frustré qu'elles ne soient pas plus poussées ; ce n'est cependant pas l'objet du présent chapitre.

3) La méthode employée consiste à sélectionner, parmi les idées de Hawtrey, celles qui semblent pertinentes pour la démonstration. Des simplifications du modèle étudié seront parfois aussi requises. Il est possible qu'en procédant de la sorte nous nous éloignions de la pensée de l'auteur, comme il est possible que notre analyse nous conduise à des conclusions que l'auteur n'aurait pas partagées.
4) Les idées de Hawtrey sont restées constantes et sont cohérentes les unes avec les autres. Dès lors, l'analyse se focalisera sur l'ouvrage *Currency and Credit*, dont la première édition a été publiée en 1919. La 3ème édition, publiée en 1928[207], considérée par Charles Rist comme « le fondement doctrinal de toutes [l]es suggestions [de Hawtrey] » (1935) sera utilisée de manière privilégiée. L'année 1919 forme ainsi la borne de la période couverte par cette thèse, même si nous nous autoriserons à utiliser des écrits postérieurs à cette date pour étayer ou illustrer certaines idées de 1919.

Afin de montrer que Hawtrey met en place un cadre conceptuel qui lui permet de penser l'instabilité financière, le présent chapitre présente d'abord ses conceptions de la monnaie et du crédit et les situe par rapport à Marx et à la théorie quantitative de la monnaie (1). Les mécanismes d'ajustement à l'œuvre dans le modèle macro-économique de Hawtrey sont ensuite explicités, en lien avec la théorie quantitative de la monnaie et le rôle central joué par les stocks des négociants (2). Enfin, la troisième partie dégagera les rôles respectifs du marché des biens et du marché financier dans cette analyse, ce qui permettra de la situer par rapport à des cadres conceptuels alternatifs (3).

1. Théorie de la monnaie

Hawtrey propose une théorie de la monnaie originale, basée sur la notion de demande de monnaie. Pour lui, l'enjeu est bien entendu de définir le pouvoir d'achat de la monnaie et, par là, de montrer comment est déterminé le niveau général des prix. Dans la présente section, nous montrons que son analyse de la distinction entre

[207] Entre temps, une deuxième édition est parue en 1923.

monnaie et crédit l'amène à des conceptions très proches de celles de Marx sur le rôle des banques et de la monnaie. Si Hawtrey se revendique de la théorie quantitative, nous verrons qu'il en avance cependant ce que l'on peut appeler une version « faible ». Pour le montrer, nous proposons une formalisation de son modèle macro-économique.

Après avoir discuté quelques définitions de Hawtrey, en lien notamment avec les analyses de Marx (1.1), nous présenterons la version hawtreyenne de la théorie quantitative de la monnaie à l'aide d'une formalisation simple (1.2).

1.1. Hawtrey sur la distinction entre monnaie et crédit

Hawtrey rompt dès le premier chapitre de *Currency and Credit* (1919) avec la majorité des analyses classiques de la monnaie en faisant du crédit et non de la monnaie circulante (*currency*) l'objet d'une théorie de la monnaie. En cela, comme l'ont montré De Boyer et Solis (2003, p. 84), il se positionne dans la lignée des auteurs qui, comme Law et Thornton, ont associé la monnaie au crédit dans l'échange : la monnaie est une dette. Il propose une genèse logique[208] de la monnaie qui lui permet de distinguer analytiquement deux fonctions du banquier : la gestion de la monnaie et l'avance de monnaie contre intérêt. Nous montrerons qu'en cela, il rejoint une analyse que nous avons déjà rencontrée chez Marx.

a) Genèse logique de la monnaie et fonctions du banquier

Comme cela a déjà été souligné[209], Hawtrey ouvre *Currency and Credit* par une genèse logique (plutôt qu'historique) de la monnaie. Il commence ainsi par imaginer une économie de pur crédit, c'est-à-dire sans monnaie au sens d'un moyen légal de paiement[210]. Dans une telle économie, tout échange est payé par la création d'une dette (et donc d'une créance réciproque) et tout paiement signifie l'extinction d'une dette, qui ne peut avoir lieu que par compensation puisqu'il n'existe pas de

[208] De Boyer et Solis (2007, p. 6) indiquent que le traitement de la monnaie et du crédit par Hawtrey est similaire à celui de Thornton (1802) et Hicks (1989). Keynes (1920) remarque dans sa recension de *Currency and Credit* que Hawtrey s'oppose ainsi aussi bien aux conceptions métallistes de la monnaie qu'aux conceptions chartalistes (Knapp). La monnaie ne repose pas, non plus, sur une convention comme chez Locke.

[209] Voir par exemple Diatkine (2002, chap. 6) ou De Boyer (2003, p. 162-4).

[210] Il définit ainsi la monnaie comme « le moyen de paiement établi par la loi ou la coutume » (Hawtrey, 1919[3]).

moyen légal de paiement. Bien qu'il s'agisse de crédit, on voit que cette notion est séparée de la notion d'avance, et donc d'intérêt[211], la compensation pouvant avoir lieu immédiatement.

Ici, le crédit n'est monnaie qu'au sens d'une unité de compte et non comme moyen de circulation, ni même comme moyen de paiement, ni enfin comme réserve de valeur. C'est la dette qui, en tant que telle, sert de contrepartie dans l'échange des marchandises. Cette genèse logique de la monnaie implique qu'une unité de compte – nécessairement arbitraire - soit choisie. Ainsi, q grammes d'or seront définis comme une livre ou un franc et, la structure des prix relatifs et celle des échanges étant données (tous, donc, déterminés de manière réelle), il existe une certaine structure des dettes exprimées dans l'unité de compte arbitraire. Ainsi, Hawtrey (1919, chap. 1) imagine ce que serait sa société sans monnaie (*currency*) et en conclut que ce serait un système de dettes avec une unité de compte arbitraire. Mais dès l'instant où une partie de ces dettes est appelée à perdurer d'une période à l'autre, l'unité de compte ne peut plus être fixée arbitrairement : elle doit être fixée en référence à cet héritage historique[212].

Si dans ce système de crédit il n'y a ni troc ni monnaie circulante, c'est parce que les différentes dettes et créances créées lors des échanges se compensent entre elles. L'existence de ce système complexe de crédit rend logique l'apparition d'un commerçant spécialisé dans cette compensation, que Hawtrey appelle le négociant de dettes. La réunion entre ses mains des dettes et créances non compensables[213] permet d'éviter tout problème de paiement, sous condition de la solvabilité de ce négociant – c'est-à-dire de la banque. Au final, on se retrouve ainsi avec des crédits bancaires qui sont une dette et non de la monnaie, mais une dette qui ne diffère des autres que par les facilités offertes par le banquier pour la transférer à un autre créancier. Si bien que le crédit bancaire constitue maintenant un moyen de paiement.

La genèse logique de la monnaie ainsi proposée par Hawtrey lui permet de distinguer analytiquement les deux fonctions du banquier. En effet, dans ce monde sans moyen légal de paiement, le banquier a pour seul rôle de centraliser les dettes et les créances dans le but de les compenser et de reporter les soldes éventuels. Hawtrey note d'ailleurs que :

[211] Il s'agit donc du crédit dans le sens de *confiance* et non dans le sens de prêt.
[212] « He deals in debt » (Hawtrey, 1919, chap. 1). Voir *infra* la théorie de la détermination du niveau général des prix proposée par Hawtrey lorsqu'il existe un stock de monnaie.
[213] Par exemple la créance de salaire des salariés sur leur employeur.

> [Si] chacun dès qu'il obtient un crédit, le dépensait en marchandises, le banquier aurait pour seule fonction de liquider tous les comptes en fin de journée. Il serait un modeste comptable, rémunéré par exemple par une faible commission (Hawtrey, 1919[3], chap. 1).

En somme, le banquier ne crée pas de crédit mais un système de paiement : il n'est pas un prêteur mais un manieur de monnaie, c'est-à-dire, ici, de crédits. L'émission de billets de banque permet de faciliter encore cette compensation générale, notamment en ce qui concerne le paiement des salaires. Dans ce rôle, le banquier n'est qu'un commerçant parmi d'autres et n'est rémunéré que par une commission.

Ce n'est que dans un deuxième temps – un temps logique et non historique, encore une fois – que le banquier peut utiliser cette position de centralisateur de crédit pour octroyer des avances[214]. En fait, le crédit en tant que tel apparaît parce que le banquier, commerçant de créances, préfère prêter son crédit qu'acheter des biens. Ce n'est que dans cette opération de prêt, où le crédit est créé en dehors de l'échange des biens et services, qu'apparaît l'intérêt.

Enfin, dans un troisième temps, Hawtrey étudie les conséquences de l'introduction d'un moyen de paiement légal - or ou papier-monnaie inconvertible. Les clients de la banque peuvent maintenant exiger la conversion de leurs dépôts en monnaie légale et la compensation interbancaire nécessite elle aussi de la monnaie légale : la banque doit gérer un risque de liquidité[215]. La monnaie n'est que le moyen de se libérer d'une dette ; c'est un substitut au crédit[216].

Hawtrey, nous le verrons, a divisé les *traders* (commerçants, marchands) en détaillants, négociants et producteurs[217]. Parmi les négociants, certains se spécialisent dans le commerce des dettes et créances (donc, du crédit) et deviennent banquiers. Leur activité commerciale est la base sur laquelle ils peuvent développer une activité

[214] On voit ici que pour Hawtrey le crédit bancaire est avant tout l'avance en compte plutôt que l'escompte, car il n'y a rien à escompter dans cette économie où le crédit commercial n'est pas un moyen de différer le paiement dans le temps : il est lui-même un paiement.
[215] Hawtrey cite Macleod : « Un banquier est un commerçant qui achète de la monnaie et des crédits, des dettes ou des droits de poursuite payables à terme en créant et en émettant des crédits, des dettes ou des droits de poursuite payables à vue » (*Theory of Credit*, 2ème édition, cité dans Hawtrey 1919, chap. 1).
[216] Pour Hawtrey, l'intérêt de la monnaie réside dans le paiement légal des dettes et dans la correction de l'instabilité du crédit (voir *infra*). La monnaie n'est un moyen d'échange qu'incidemment ; c'est d'abord un moyen de payer les dettes. Elle n'apparaît comme moyen d'échange que parce que tout achat crée une dette qui peut être immédiatement ou ultérieurement payée.
[217] Soit respectivement *retailers*, *merchants* et *producers*.

de prêt à intérêt[218]. Hawtrey propose ainsi de distinguer deux fonctions du banquier (1919[3], p. 301-2). Néanmoins, sa fonction de négociant n'implique pas nécessairement sa fonction de prêteur :

> Si les avances temporaires n'existaient pas, on pourrait imaginer des banques qui consentiraient des crédits sur la seule base de leur encaisse et de leur placements (…) Organisées de cette façon, ces banques rendraient au commerce le service de lui éviter l'ennui et les dépenses causées par la manipulation, le transport et la conservation de la monnaie (Hawtrey, 1919[3], p. 303).

Ou encore :

> Les banques assument deux fonctions distinctes : l'avance temporaire et la fourniture de crédits transférables comme moyen de paiement. La réunion de ces deux fonctions entre les mains des banquiers n'est qu'une question d'avantages pratiques ; il n'y a pas entre elles de lien nécessaire (Hawtrey, 1919[3], p. 632).

Pour Hawtrey, sa méthode permet de distinguer l'analyse du crédit de celle de la monnaie.

b) Hawtrey et Marx sur les banques et la monnaie

Marx ne raconte pas tout à fait la même histoire que Hawtrey, puisque pour lui la monnaie existe d'emblée. Mais tous deux font du crédit commercial - au moins dans un premier temps – un substitut à la monnaie plus qu'un paiement différé. Nous soutenons cependant que Marx et Hawtrey décomposent analytiquement le rôle des banques de manière semblable. Pour chacun de ces deux auteurs, l'activité des banques ne se résume pas au prêt. Hawtrey veut présenter une histoire « logique » de la monnaie, mais c'est l'histoire « logique » des banques qu'elle implique qui attire notre attention.

Là où Hawtrey divise les *traders* en détaillants, négociants et producteurs, nous avons vu au chapitre Ier que Marx distingue tout d'abord le capital industriel du capital marchand, puis identifie le capital marchand au capital du commerce des marchandises, d'une part, et au capital du commerce de l'argent, d'autre part. Nous avons montré que ces différents types de capitaux ne sont pas des formes du capital, mais des processus de valorisation différents dans lesquels un même capital-argent initial peut être engagé. Marx avance par ailleurs qu'un capital individuel particulier

[218] Voir *infra* pour l'activité de prêt en dehors du crédit bancaire (marchés financiers).

peut, plutôt que de se faire valoir directement dans l'industrie ou le commerce, être prêté à intérêt à un capitaliste actif qui le fera valoir. Le banquier – commerçant d'argent – est à même de développer ainsi une activité de prêt : il transforme le capital-argent que son intervention comme commerçant a rendu oisif en capital porteur d'intérêt.

L'histoire logique des banques proposée par Hawtrey n'est pas différente. Les deux auteurs partent de l'analyse du commerce pour en déduire la banque, puis intègrent le prêt à intérêt[219]. De même que Marx distingue le *capital du commerce de l'argent* et le *capital porteur d'intérêt*, le premier étant l'activité bancaire au sens d'une activité de maniement de la monnaie (paiements, encaissements, change, garde de l'or, etc.) et le second étant l'activité de *prêt*, Hawtrey distingue le rôle des banques comme négociants de leur rôle comme prêteurs.

De plus, en procédant comme il le fait dans son analyse, Hawtrey échappe à la question de savoir si dans le crédit on avance de la monnaie ou du capital. Par là, il se place encore dans la lignée de Marx qui rejetait la distinction entre monnaie et capital telle que proposée par Tooke et Fullarton[220] : pour Marx, le crédit est toujours une avance de capital-argent, mais qui peut trouver son origine soit dans une demande de monnaie, soit dans une demande de capital.

Cela amène d'ailleurs Hawtrey à remettre en cause la distinction classique entre effets réels et effets fictifs : pour lui, le crédit est aussi légitime lorsqu'il finance de la trésorerie que lorsqu'il finance une opération commerciale sous-jacente réelle[221] (Hawtrey, 1919[3], p. 311). Le « papier de finance » ne pose problème que lorsqu'il est émis en contrepartie non d'un besoin de trésorerie temporaire mais d'immobilisations, comme ce fut le cas lors des crises de 1866 ou de 1907[222].

C'est la réunion dans les mêmes mains – celles des banques – des fonctions d'avance de crédits et de compensation des crédits qui lie ensemble crédit, monnaie et capital. Le seul résultat est de conférer une certaine élasticité à l'offre de pouvoir d'achat puisque toute avance consentie par le banquier est aussi une création de monnaie, c'est-à-dire de pouvoir d'achat. Si, au contraire, ces fonctions étaient

[219] On remarque d'ailleurs que Hawtrey rate un détail qui n'a pas échappé à Marx : le prêt à intérêt peut apparaître en dehors des banques, entre capitalistes financiers et capitalistes actifs. En fait, Hawtrey l'envisage lorsqu'il s'intéresse au marché des titres, mais n'en livre pas d'analyse particulière (voir *infra*).
[220] Bien que dans l'ensemble plutôt favorable à leur point de vue.
[221] En cela il suit Thornton dont la thèse, comme le remarquent De Boyer et Solis, « est que la solvabilité de l'emprunteur importe plus que la nature 'réelle' du financement » (2003, p. 84).
[222] Voir chapitre VII pour une discussion de Hawtrey et la crise de 1907.

séparées, un prêt ne serait qu'un transfert de ce pouvoir d'achat et non une création[223].

1.2. La version hawtreyenne[224] de la théorie quantitative de la monnaie

Dans les trois premiers chapitres de *Currency and Credit*, Hawtrey a étudié les différentes composantes de la quantité de monnaie : les crédits bancaires (c'est-à-dire les dépôts) et la monnaie légale en circulation s'il en existe une, qui peut être de la monnaie métallique ou du papier-monnaie. La question qui se pose alors est celle de la détermination du pouvoir d'achat de cette quantité de monnaie. Il appelle « marge disponible » le total des crédits bancaires (les dépôts) et de la monnaie légale en circulation. D'un point de vue comptable, ce total est aussi égal au total de l'encours des prêts bancaires[225] et de la quantité totale de monnaie légale (en circulation ou en réserve des banques). Hawtrey conçoit que le pouvoir d'achat de la monnaie est l'inverse du niveau général des prix.

Dès lors, notre proposition est qu'il avance ce que l'on peut appeler une « version faible » de la théorie quantitative de la monnaie. Nous reprenons ici la distinction de Hegeland (1951) selon lequel la théorie quantitative de la monnaie peut être vue comme une identité comptable qui définit le pouvoir d'achat de la monnaie (elle est alors triviale) ou comme une relation de causalité. C'est en effet la version originale et triviale de la théorie quantitative de la monnaie dont le seul objet est de faire ressortir l'absence de valeur propre de la monnaie (Hegeland, 1951, p. 1), que Hawtrey retrouve puisqu'il ne fait que définir son pouvoir d'achat. Plus précisément, si on laisse de côté la question de la valeur de la monnaie légale en tant que marchandise, Hawtrey aboutit à une conception de la théorie quantitative de la monnaie dans laquelle le niveau général des prix équilibre la demande de monnaie et la masse monétaire.

Hawtrey ne propose pas de formalisation de son modèle macroéconomique. Cependant, nous soutiendrons ce point de vue au moyen d'une modélisation formelle qui constitue notre interprétation de sa théorie macroéconomique de Hawtrey. Ce

[223] Mais bien que si ces deux fonctions des banquiers étaient séparées, l'offre de pouvoir d'achat perdrait son élasticité, il n'en reste pas moins que les négociants s'efforceraient tout de même d'emprunter, et qu'une grande partie des conclusions de Hawtrey resteraient valables (voir *infra*).
[224] Si le terme n'est pas très harmonieux, nous le reprenons cependant de Hicks (1969).
[225] On suppose donc ici que la réserve métallique et les prêts de la banque sont intégralement financés par les dépôts ; la banque n'a donc pas de fonds propres. Ou, ce qui revient au même, les prêts bancaires sont nets des capitaux propres de la banque.

modèle nous permettra de dégager l'équation de détermination « à la Hawtrey » du niveau général des prix, qu'il conviendra alors d'interpréter.

a) Un modèle simplifié à l'état stationnaire

On se place dans une économie composée de producteurs, négociants, détaillants, consommateurs et banquiers. Les comportements des membres de chacun de ces groupes économiques sont agrégés. Comme Hawtrey le suggère, l'ensemble des commerçants apparaît en fin de compte comme les capitalistes actifs sur le marché ; ce sont des agents professionnels du marché. Toutes les valeurs du modèle sont agrégées ; les minuscules représentent des valeurs réelles et les majuscules des valeurs monétaires. Les hypothèses du modèle sont détaillées ci-dessous pour chacun des groupes économiques.

Hypothèses sur les producteurs et les détaillants - Les producteurs détiennent un stock donné de capital productif et produisent des biens. On suppose par ailleurs qu'ils ne détiennent pas de stock, pas de monnaie, ne sont pas endettés[226] et ne cherchent pas à accumuler du capital[227]. A chaque période, ils reçoivent des commandes y des négociants, produisent instantanément cette production et vendent à ces derniers les biens produits au prix P. Ils perçoivent donc un chiffre d'affaires yP en contrepartie de leur production – on le définit comme *revenus des producteurs* - qu'ils distribuent intégralement en revenus (*dépenses des producteurs*). Enfin, on suppose qu'il existe toujours des capacités de production inemployées et que les rendements d'échelle sont constants. Les détaillants sont négligés. Les bilans des producteurs et des détaillants sont donc équilibrés par hypothèse.

Hypothèses sur les négociants - Les négociants détiennent le capital fixe nécessaire à leur commerce (on le néglige) et empruntent aux banques pour détenir des stocks ; on appelle B leur endettement. Nous reprenons l'hypothèse de Deutscher (1990, p. 35) suivant laquelle ils ne détiennent pas de monnaie[228]. A chaque période, ils décident du niveau de leurs commandes y aux producteurs - qui peut donc varier -

[226] Pour Hawtrey, les trois catégories de commerçants s'endettent et détiennent de la monnaie. Nous supposons cependant par simplification que seuls les négociants réalisent ces opérations et ont donc un bilan.

[227] Hawtrey se préoccupe peu – et plus ou moins selon les ouvrages - du problème de l'accumulation du capital, ce qui le conduit à des hypothèses particulières sur la structure de la production. Ces questions sont étudiées *infra*.

[228] Ce faisant, on considère qu'ils affectent toute la monnaie qui leur revient à leur désendettement. Leur endettement B est ainsi, plus précisément, leur endettement net des liquidités qu'ils détiennent.

reçoivent les biens produits qu'ils payent aux producteurs un montant yP et les cèdent aux consommateurs. Cette dernière décision a comme conséquence une variation de leurs stocks s, selon la demande des consommateurs, qui est donc financée par une variation de leur endettement.

Hawtrey place au centre de son raisonnement l'idée que le niveau de stocks désiré par les commerçants est une fonction décroissante du taux d'intérêt bancaire. Les négociants déterminent ainsi leurs commandes de sorte à détenir un niveau de stocks s qui dépend du taux d'intérêt bancaire r. Celui-ci est donc tel que les négociants décident de détenir des stocks s ; leur comportement est déterminé par cet objectif[229], qu'ils réalisent par hypothèse. L'équilibre de leur bilan implique donc :

(1) $sP = B$

On retrouve ici la proposition de Hawtrey selon laquelle l'endettement des commerçants varie comme leur stock (Hawtrey, 1919, chap. 1).

Hypothèses sur les consommateurs - Les consommateurs reçoivent leurs revenu[230] des producteurs – ce sont les *revenus des consommateurs* - et les utilisent soit pour acquérir des biens - ce sont les *dépenses des consommateurs* - soit pour augmenter leur encaisse monétaire sous la forme de dépôts D ou de monnaie légale M_c. Il y a ainsi une quantité de monnaie que les consommateurs désirent conserver : « on peut considérer que la demande de crédit et de monnaie est constituée par les besoins de la société en réserves de pouvoir d'achat » (Hawtrey, 1919[3], p. 61). On suppose provisoirement ici que cette demande de monnaie est une demande d'encaisses réelles[231] ; c'est une fonction croissante $L(.)$ de leur revenu réel. L'équilibre du bilan des consommateurs implique donc :

(2) $M_c + D = P.L(y)$

Hypothèses sur les banques - Les banques détiennent une réserve métallique M_b, accordent des crédits aux négociants en contrepartie de dépôts, effectuent les encaissements et les paiements de tous les autres agents (*via* les dépôts), donnent et reçoivent des espèces contre des dépôts. Par simplification, on suppose que leur capital est nul. L'équilibre du bilan des banques implique donc :

(3) $M_b + B = D$

[229] Leur capacité à atteindre ce stock est discutée *infra*.
[230] Qui comprennent donc aussi bien la rémunération du travail que la rémunération du capital.
[231] Cette hypothèse sera relâchée ultérieurement mais à ce stade, cela ne change pas nos conclusions.

Hypothèses sur la monnaie – On suppose qu'il existe une quantité fixe $\bar{M}$ du moyen légal de paiement qui se répartit entre les mains des consommateurs et les réserves des banques. Les consommateurs conservent une proportion fixe α de leurs dépôts sous la forme de moyens légaux de paiement[232] (Hawtrey, 1919[3], p. 62). Les deux équations suivantes traduisent ces hypothèses :

(4) $\bar{M} = M_c + M_b$

(5) $M_c = \alpha D$

Toutes les grandeurs réelles du modèle sont ainsi déterminées. De (2) et (5) on tire en effet les montants réels des dépôts et des moyens légaux de paiement détenus par les consommateurs :

$$\frac{D}{P} = \frac{L(y)}{1+\alpha} \text{ et } \frac{M_c}{P} = \frac{\alpha L(y)}{1+\alpha}$$

La marge disponible ne dépend donc que du niveau de la production, du niveau général des prix et du comportement des consommateurs représenté par la fonction $L(.)$ et le coefficient α. En outre, on peut alors tirer de (4) le montant nominal des réserves bancaires :

$$M_b = \bar{M} - P\frac{\alpha L(y)}{1+\alpha}$$

Par ailleurs, de (1) on déduit que l'endettement des négociants est entièrement déterminé par leur stock et le niveau général des prix :

$$\frac{B}{P} = s$$

Enfin, l'équilibre du bilan des banques (3) permet d'exprimer la marge disponible et de retrouver l'affirmation de Hawtrey selon laquelle elle est la somme de la monnaie légale en circulation et des engagements des banques (dépôts et billets) ou encore la somme de tout le numéraire existant et du montant des actifs bancaires qui portent intérêt (Hawtrey, 1919[3], p ; 62) :

$$M_b + B = D \quad \Leftrightarrow M_c + M_b + B = D + M_c$$

$$\Leftrightarrow \bar{M} + sP = P.L(y)$$

$$\Leftrightarrow P = \frac{\bar{M}}{L(y)-s}$$

[232] Le choix du public entre espèces ou crédit dépend des « convenances individuelles » des consommateurs (Hawtrey, 1919[3], p. 62).

Il apparaît ainsi que le niveau général des prix égalise la demande de monnaie et la marge disponible. Il est en effet égal au rapport entre la quantité de moyens de paiement légaux existant, d'une part, et la demande réelle de monnaie nette du montant réel des stocks, d'autre part. Cette formalisation a permis d'obtenir l' « équation quantitative » de Hawtrey.

b) Interprétation de l'équation de détermination du niveau général des prix

L'équation $\bar{M} + sP = P.L(y)$ que nous avons obtenue signifie simplement que le niveau général des prix doit être tel que la demande nominale de monnaie $P.L(y)$ est égale à la quantité totale de monnaie en circulation, c'est-à-dire la somme de la monnaie légale et des prêts bancaires, ou encore la somme de la monnaie légale détenue par les consommateurs et des dépôts. Hawtrey peut en conclure qu'à l'équilibre, le niveau général des prix P doit égaliser une demande de monnaie déterminée en termes réels à une quantité de monnaie. Le niveau de la production, celui des stocks et la quantité d'espèces circulantes étant déterminés, il n'y a qu'un seul niveau général des prix qui permette d'équilibrer ce « marché de la monnaie ». Il convient toutefois de noter – cela sera analysé plus en détails *infra* – que l'équation quantitative obtenue, si elle est nécessairement vérifiée à l'équilibre, dont elle est une condition, *n'explique pas* le niveau général des prix.

Au regard de la genèse logique de la monnaie proposée par Hawtrey, on peut remarquer que lorsqu'il n'y a pas de moyen de paiement légal l'égalité devient :

$$B = sP = P.L(y)$$

Nous retrouvons alors l'affirmation de Hawtrey selon laquelle, dans ce cas, le niveau général des prix est indéterminé : n'importe quelle unité de valeur est compatible avec l'équilibre économique. En fait, il n'y a pas ici de numéraire ; l'unité de valeur employée n'a pas été fixée. En effet, le niveau de production et les transactions étant donnés, fixer la mesure numérique d'une valeur c'est déterminer l'unité, et donc fixer les mesures numériques de tout (Hawtrey, 1919[4], p. 84). Hawtrey ajoute à cet égard :

> Let the unit of value be settled, and the numerical measure of the unspent margin is determined (…) Conversely, if the number of units of value in the unspent margin is settled, the unit of value is thereby determined.

L'équilibre économique ainsi décrit se perpétue indéfiniment. En effet, les négociants ne souhaitent pas faire varier leur endettement ni leurs stocks puisque ceux-ci se situent, par hypothèse, aux niveaux désirés. Ils adressent donc une demande monétaire yP aux producteurs et ceux-ci mettent en oeuvre une production y ; le niveau général des prix P se maintient donc. Les négociants offrent sur le marché ces y biens au prix P et les consommateurs, dont les revenus sont justement yP et qui ne souhaitent pas modifier leur encaisse monétaire, acquièrent ces biens à ce prix. Pour autant, nous n'avons établi aucune causalité entre la masse monétaire et le niveau général des prix. L'équation quantitative permet seulement la détermination de la valeur de la monnaie:

> All that we have established is that, if everything in the economic picture be painted in, save only the numbers to expressed in terms of the unit of value, then, *since the mutual proportions of these numbers are already determined by the economic conditions*, the number of units in any one will be directly proportional to the number in any other, and in particular the prices of commodities will be proportional to the number of units of value contained in the aggregate of bank credits or unspent margin (Hawtrey, 1919[4], p. 85).

Hawtrey a donc défini d'une part une demande de monnaie et d'autre part une marge disponible. La confrontation des deux donne le niveau général des prix.

Cependant, lorsque la monnaie est une marchandise, peut-elle véritablement prendre toutes les valeurs ? D'un côté, Hawtrey semble considérer que la valeur de l'unité monétaire est alors déterminée par la « valeur industrielle » du métal (Hawtrey, 1919[3], chap. 2). D'un autre côté, dans les discussions de politique monétaire des années 1920 et 1930 il admet que la valeur de l'or dépend de sa monétisation et il souligne que le risque d'une moindre utilisation de la monnaie métallique est la dépréciation de l'or (Hawtrey, 1919[4], chap. 6). Les règles d'émission et de convertibilité ont notamment pour rôle de créer une « demande conventionnelle d'or ». Pendant l'expansion, le pouvoir d'achat de la monnaie baisse, donc la valeur de l'or diminue, malgré son prix fixe en apparence (Hawtrey, 1919[4], p. 273).

*

Ainsi, Hawtrey fait reposer le cadre conceptuel qui lui permet d'étudier les fluctuations économiques sur une distinction entre la monnaie et le crédit qui implique une distinction entre les deux fonctions du banquier. En cela il propose une

analyse proche de celle de Marx. Nous avons montré qu'une formalisation simple de son modèle macroéconomique permet d'en déduire une équation quantitative qui exprime le pouvoir d'achat de la monnaie en fonction de la masse monétaire (dépôts et espèces). Il s'agit cependant d'une version « faible » de la théorie quantitative de la monnaie.

Finalement, Hawtrey propose une théorie de la monnaie à la fois originale et classique. L'étude des mécanismes d'ajustement du modèle macroéconomique proposé permettra, dans la section suivante, de préciser la nature de la théorie quantitative qu'il adopte et de caractériser le processus hawtreyen d'expansion par les stocks.

2. Mécanismes d'ajustements dans le modèle macroéconomique

La première section de ce chapitre nous a permis de présenter la théorie quantitative de la monnaie telle que Hawtrey la conçoit « à l'équilibre ». Dans cette situation, la quantité de monnaie est bien proportionnelle au niveau général des prix. Nous avons cependant qualifié une telle conception de la théorie quantitative de la monnaie de « faible » car elle ne permet pas d'expliquer le niveau général des prix. Pour Hawtrey, cette théorie ne dit rien sur les mécanismes de transition d'un équilibre à un autre, par exemple en réponse à un choc quelconque. Dès lors, seule l'étude des mécanismes d'ajustement du modèle macroéconomique simplifié proposé peut permettre de dégager comment est déterminé le niveau général des prix et, par là, le statut de sa théorie quantitative de la monnaie.

Ainsi, l'étude du mécanisme d'ajustement du niveau général des prix nous permettra, après avoir rappelé que la théorie quantitative n'implique aucune proportionnalité entre la quantité de monnaie et le niveau général de prix, de montrer que, dans un modèle « à la Hawtrey » , elle n'implique pas non plus de causalité entre ces deux variables [233] (2.1). Enfin, nous pourrons généraliser l'étude du mécanisme d'ajustement en modélisant le processus d'expansion par les stocks (2.2).

[233] Laidler note ainsi que Patinkin (1969) estime que la théorie quantitative de la monnaie a été universellement comprise comme impliquant un effet unidirectionnel et proportionnel de M vers P.

2.1. Ajustements et théorie quantitative de la monnaie

Dans la section précédente, nous avons caractérisé la version hawtreyenne de la théorie quantitative de la monnaie en nous situant dans une situation d'équilibre stationnaire. Nous n'avons pas expliqué comment l'économie était parvenue à l'équilibre décrit et nous avons seulement, pour un niveau *y* donné de la production et un niveau *s* donné des stocks, déterminé l'ensemble des grandeurs monétaires - et en particulier le niveau général des prix - compatibles avec l'équilibre économique. C'est donc logiquement qu'ayant ainsi exposé une version « faible » de la théorie quantitative – valable seulement pour l'équilibre - nous pouvons nous demander ce qu'il en est d'une version « forte » chez Hawtrey, c'est-à-dire d'une théorie impliquant une causalité. Cela revient à poser la question suivante : que se passe-t-il en cas de variation de la marge disponible[234] ?

Or, pour Hawtrey, il est clair que la théorie quantitative de la monnaie que nous venons de présenter n'explique pas comment les prix sont déterminés *en pratique* puisque cette théorie ne correspond à aucun mécanisme opérationnel. Ainsi, il n'a pas été expliqué comment une marge disponible donnée conduit au niveau général des prix d'équilibre qui a été déterminé. En *pratique*, les prix de gros sont déterminés sur le marché où les négociants demandent les biens offerts par les producteurs.

a) La théorie quantitative n'implique pas de proportionnalité

Pour Hawtrey, il est impossible d'affirmer avec la théorie quantitative de la monnaie qu'un doublement, par exemple, de la masse monétaire (marge disponible), s'accompagnera nécessairement d'un doublement des prix. Il y a deux raisons à cela. La première est qu'une augmentation de la masse monétaire peut aboutir à une hausse du niveau de la production. La seconde est que la demande réelle de monnaie dépend du niveau général des prix, ce qui empêche la variation du niveau général des prix d'être proportionnelle à la variation de la masse monétaire. Nous étudierons successivement ces deux facteurs de non-proportionnalité.

Une augmentation des commandes des négociants aux producteurs peut se traduire par une augmentation du niveau de la production *y*. Dès lors, s'il existe des capacités de production inemployées et qu'elles peuvent être mises en œuvre sans

[234] La question de la stabilité de l'équilibre est traitée *infra*.

augmentation des prix, l'endettement supplémentaire des négociants se traduit par une augmentation de la production sans hausse de prix[235] :

> Si l'industrie travaille à plein rendement, l'expansion du crédit se fera sentir surtout par une hausse des prix. D'autre part, s'il existe une marge considérable de puissance productrice inemployée, l'effet principal de l'expansion du crédit sera d'augmenter la production (Hawtrey, 1919[3], p. 69).

De manière générale, Hawtrey considère que toute augmentation des commandes des négociants aux producteurs, financée par emprunt bancaire et donc par une expansion de la masse monétaire, se résout en augmentation de la production *et* augmentation des prix.

Il semble par ailleurs considérer que les salaires nominaux sont rigides, ou au moins visqueux, et qu'une augmentation des prix de gros, due à l'augmentation des commandes passées par les négociants aux producteurs, diminue le taux de salaire réel et permet donc d'augmenter la production. Il attribue ainsi clairement la dépression[236] à des salaires réels trop élevés : la récession qui suit l'expansion a conduit à une baisse des prix sans que les salaires monétaires diminuent en parallèle. La sortie de la dépression nécessite alors soit la basse des salaires nominaux, soit une expansion du crédit qui entraînera la hausse du niveau général des prix.

Même en supposant que le niveau de la production est constant, il ne peut y avoir de proportionnalité entre les variations de la quantité de monnaie et celles du niveau général des prix. Bien que la réponse à cette question puisse paraître triviale, nous proposons de formaliser l'ajustement dans le cadre du modèle simplifié que nous nous sommes donné ; cette formalisation sera utile pour la suite, et permet en outre d'éclairer la nature des ajustements à l'œuvre dans le modèle macroéconomique. On suppose donc une augmentation des commandes telle que l'accroissement du chiffre d'affaires des producteurs est $\frac{\dot{Y}}{Y} = k$ avec $\frac{\dot{x}}{x} = \frac{dx}{dt}$. S'il n'existe pas de capacités de production inemployées, on a alors :

[235] Voir Cain (1982), Davis (1980, 1983), Deutscher (1990) et Dimand (1997) pour une interprétation de Hawtrey en termes de multiplicateur et de *output-adjustment model*.

[236] Après la crise de 1929, Hawtrey proposera une interprétation plus détaillée de la dépression. Il explique en particulier cette dépression par un phénomène de « credit dead-lock » - que nous n'étudierons pas en détail – dans lequel aucune baisse du taux d'intérêt ne peut agir sur l'investissement (1919, p. 78-80). Ainsi « if the depression is very severe […] it is possible that no rate of interest, however low, will tempt dealers to buy goods. Even lending money without interest would not help, if the borrower anticipated a loss on every conceivable use that he could make of the money » (Hawtrey, 1931).

$$\frac{\dot{P}}{P} = k$$

Les revenus R des consommateurs doivent varier[237], d'une part, parce que les dépenses des producteurs, qui constituent les revenus des consommateurs, augmentent[238], d'autre part, parce qu'ils récupèrent le profit exceptionnel alors réalisé par les négociants sur leur stock.[239]. On a donc :

$$\frac{\dot{R}}{R} = k\left(1 + \frac{s}{y}\right)$$

Dès lors, se pose la question de l'utilisation de ce revenu supplémentaire par les consommateurs. La différence entre leurs revenus et leurs dépenses vient alimenter la marge disponible. Bien que Hawtrey ne présente pas le problème en termes d'élasticité-prix de la demande de monnaie, nous proposons de retenir que les consommateurs utilisent ce revenu supplémentaire pour augmenter leur marge disponible, selon l'élasticité-prix e de leur demande nominale de monnaie. Cette élasticité sera supposée constate, mais rien n'impose un tel choix. Au contraire, la lecture de Hawtrey suggère plutôt que cette élasticité, variable au cours du cycle, est une fonction des revenus des consommateurs, du taux d'inflation et de la part des salaires dans les revenus des consommateurs[240]. Soit, en tenant compte de la répartition fixe entre espèces et dépôts :

$$\frac{\dot{D}}{D} = ek \text{ et } \frac{\dot{M}_c}{M_c} = ek$$

Par hypothèse, il vient directement que le taux d'accroissement de la marge disponible – égal au taux d'accroissement des dépôts - est :

$$\frac{\dot{D}}{D} = ek$$

On peut immédiatement en conclure qu'en cas de modification des conditions économiques – ici, les commandes passées par les négociants aux producteurs – le

[237] Le *trade cycle* est ainsi, chez Hawtrey, un phénomène monétaire parce que la demande agrégée est un phénomène monétaire (Deutscher, 1990, p. 59).
[238] Tous les revenus sont distribués. Voir *infra* pour une discussion comptable des revenus et des dépenses des consommateurs.
[239] Nous discuterons *infra* plus en détail cette hypothèse – différente de celle faite par Hawtrey – et ses implications.
[240] La part des salaires dans les revenus des consommateurs peut elle-même variée au cours du cycle. Ce point sera brièvement discuté ultérieurement.

niveau général des prix ne varie pas proportionnellement à la quantité de monnaie. Il dépend de l'élasticité-prix de la demande de monnaie.

b) La formule quantitative n'implique pas de causalité

Il s'agit de montrer qu'une version « forte » de la théorie quantitative de la monnaie, qui consisterait à affirmer que les changements dans la quantité de monnaie agissent directement et à eux seuls sur le niveau général des prix, n'est pas compatible avec le modèle macroéconomique de Hawtrey.

Dès lors que la masse monétaire et le niveau général des prix ne varient pas proportionnellement, le mécanisme d'ajustement implique des variations des grandeurs réelles. L'atteinte d'un équilibre économique qui ne se limite pas au marché de la monnaie suppose que la marge disponible est le résultat, et non la cause, des ajustements économiques. Nous pourrons ainsi montrer que, chez Hawtrey, la « formule » (plutôt que la « théorie ») quantitative de la monnaie n'implique aucune causalité. Hawtrey résume clairement sa position dans sa préface à la 4ème édition de *Currency and Credit* :

> Scientific treatment of the subject of currency is impossible without some form of the quantity theory (…) But the quantity theory by itself is inadequate, and it leads up to the method of treatment based on what I have called the consumers' income and the consumers' outlay - that is to says, simply the aggregate of individual incomes and individual expenditures. This method has been employed throughout the succeeding pages (Hawtrey, 1919[4], preface).

Son analyse part de la proposition centrale selon laquelle, nous l'avons vu, l'encaisse monétaire des consommateurs (la marge disponible) varie comme l'endettement des négociants[241]. Cette proposition a évidemment pour corollaire que l'encaisse réelle des consommateurs varie comme le stock des négociants. Cette proposition dérive immédiatement de l'étude des bilans faite *supra*. En effet, nous avions noté la relation suivante :

$$D + M_c = \bar{M} + sP \Leftrightarrow (1 + \alpha)D = \bar{M} + B$$

Il apparaît immédiatement que la variation de la marge disponible $D + M_c = (1 + \alpha)D$ est égale à la variation de l'endettement des négociants et que la variation de la marge disponible réelle est égale à celle du stock des négociants. Mais Hawtrey

[241] On retrouve cette affirmation à de nombreuses reprises. Voir par exemple Hawtrey (1932, p. 98-9).

préfère déduire cette proposition des relations de flux qui conduisent au bilan étudié, proposant ainsi une représentation cohérente des stocks et des flux. En effet, les différents flux s'arrangent comme suit :

(a) Marché des facteurs : Dépenses des producteurs = Revenus des consommateurs

(b) Production : Revenus des producteurs = Dépenses des producteurs

(c) Marché des biens en gros : Dépenses des négociants = Revenus des producteurs

(d) Commerce : Dépenses des négociants = Revenus des négociants + ΔB

(e) Marché des biens au détail : Revenus des négociants = Dépenses des consommateurs

(f) Consommation : Revenus des consommateurs = Dép. des consommateurs + Δ MD

Or, de (c), (b) et (a) il vient : Dépenses des négociants = Revenus des consommateurs

Et de (e) il vient que : Revenus des négociations = Dépenses des consommateurs

Dès lors, en utilisant (d) et (f) on arrive au résultat :

$\Delta B = \Delta MD$= Revenus des consommateurs – Dépenses des consommateurs

On peut ainsi de nouveau conclure que la variation de l'endettement des négociants a pour contrepartie la variation de la marge disponible[242]. La capacité de l'endettement des négociants à varier dépend de la capacité de la marge disponible à varier, et cette dernière dépend, au bout du compte, de la demande de monnaie des consommateurs. Par ailleurs, toute variation de l'endettement des négociants traduit le fait que la création de crédit est différente de la destruction de crédit sur la période considérée.

Dès lors que, comme nous l'avons vu, le niveau général des prix et la marge disponible ne varient pas proportionnellement lorsque les négociants accroissent leur demande d'emprunts bancaires, et que la variation de l'endettement des négociants a pour contrepartie la variation de la marge disponible, cette non-proportionnalité

[242] Dans une économie de troc, les biens non consommés par les consommateurs auraient été déposés à la banque pour être prêtés aux commerçants qui les ont stockés, mais le modèle macroéconomique de Hawtrey n'aurait pas beaucoup de sens dans une telle économie.

s'explique par des variations réelles du niveau des stocks et de la demande de monnaie des consommateurs.

Les négociants mettent en œuvre une variation déterminée de la quantité de crédit, dans le but d'accroître leurs commandes aux producteurs. Comme la production de ces derniers est supposée constante, et comme ils distribuent leurs revenus aux consommateurs, cette hausse des commandes entraîne les hausses proportionnelles du niveau général des prix et des revenus des consommateurs (Hawtrey, 1919[3], p. 63). Hawtrey souligne que ce n'est pas la marge disponible mais les dépenses des consommateurs qui sont la cause immédiate du mouvement des prix[243] (*Ibid*, p. 59). La variation de la marge disponible, de son côté, dépend de l'utilisation que les consommateurs vont faire de leurs revenus monétaires supplémentaires. Leur choix se traduit par la différence entre leurs revenus et leurs dépenses, qui alimente la marge disponible. Dès lors que les consommateurs ajoutent à la marge disponible une somme inférieure à la variation de crédit mise en œuvre par les consommateurs, la différence retourne aux négociants sous la forme de dépenses des consommateurs et vient réduire leur endettement[244] (*ibid.*, p. 66). Dès lors, la décision des négociants de s'endetter pour accroître leurs commandes ne résulte pas nécessairement en une augmentation finale de leur endettement du même montant.

Ainsi, dans le cas limite où les consommateurs n'accroissent pas leur encaisse monétaire en réponse à la hausse des prix et de leurs revenus, l'endettement final des négociants n'a pas varié. Dans le cas où les consommateurs décident de conserver une encaisse réelle constante (la marge disponible), la valeur des stocks des négociants et leur endettement varient proportionnellement au niveau général des prix.

Une augmentation de la quantité de monnaie en circulation mise en œuvre par les banques, *via* l'octroi de crédits aux négociants, entraîne d'autres effets que la seule augmentation du niveau général des prix, y compris dans l'hypothèse où il n'existe pas de capacités de production inemployées et où il est impossible d'augmenter la production même en augmentant les prix. Dès lors que la masse

[243] On ne peut cependant pas en déduire que le niveau général des prix est égal au rapport entre les dépenses des consommateurs et la quantité de biens échangés, comme le fait Saulnier (1938, p. 40) car alors on perd le rôle de la variation de la marge disponible.
[244] Ou accroitre leur encaisse monétaire mais nous avons déjà supposé que les négociants utilisent leur encaisse pour réduire leur endettement bancaire.

monétaire n'a pas varié proportionnellement au niveau général des prix, l'endettement des négociants n'a pas varié comme ils le désiraient et le niveau de leurs stocks n'est pas le niveau désiré. Dans le cas général où l'élasticité-prix de la demande de monnaie est inférieure à 1, les négociants obtiennent un niveau de stocks insuffisant et augmentent de nouveau leurs commandes aux producteurs, ce qui entraîne une nouvelle hausse du niveau général des prix et de l'endettement des négociants. Cette hausse des commandes doit se poursuivre jusqu'à ce que la hausse des prix soit suffisamment forte pour que la marge disponible, telle que voulue par les consommateurs, soit compatible avec le niveau de stocks désiré par les négociants. Par conséquent, les effets d'une expansion initiale du crédit sur le niveau général des prix seront d'autant plus importants qu'une part importante de ce crédit vient augmenter les dépenses des consommateurs et qu'une faible part vient augmenter leur encaisse monétaire.

La variation de la masse monétaire est finalement le résultat du processus[245]. De Boyer et Solis (2007, p.4) notent ainsi justement que la variable d'ajustement du marché de la monnaie n'est pas le niveau général des prix. Nous pouvons, pour que la démonstration soit complète, étudier le cas d'une augmentation exogène de la masse monétaire. Si nous supposons, à partir d'une situation d'équilibre général, une augmentation instantanée de la quantité de monnaie détenue par les agents, parce qu'un stock d'or a été découvert ou parce que de la monnaie est arrivée de nulle part par hélicoptères, la demande de monnaie n'est plus égale à la quantité de monnaie (marge disponible) détenue par les consommateurs.

La théorie quantitative de la monnaie, comprise comme une causalité, n'est pas vérifiée si une augmentation du niveau général des prix telle que la demande de monnaie est portée au niveau de la nouvelle quantité de monnaie, permettant ainsi d'ajuster le marché de la monnaie, ne permet pas de rétablir l'équilibre économique. En effet, le retour à l'équilibre du marché de la monnaie implique que les négociants ne réalisent plus leurs objectifs. On peut appréhender cette situation de deux manières :

- Si l'on suppose que les consommateurs cherchent à ajuster leur encaisse monétaire à leur demande de monnaie, leurs dépenses deviennent supérieures

[245] Tooke arrive à la même conclusion lorsqu'il estime que les consommateurs ajustent leur encaisse en réponse à la variation du niveau général des prix (Solis, 1983, p. 46).

à leurs revenus, ce qui diminue leur encaisse et vide les stocks des négociants. Le stock détenu par les négociants n'est alors plus égal à leur stock désiré.

- Si l'on suppose - ce qui n'est *a priori* pas cohérent avec l'analyse de Hawtrey – que le niveau général des prix s'est automatiquement ajusté pour équilibrer le marché de la monnaie, selon un mécanisme pratique inconnu, alors les revenus des consommateurs sont bien égaux à leurs dépenses puisqu'aucune altération de ces dépenses n'est nécessaire pour obtenir la variation de la marge disponible rendue nécessaire par la variation des prix. Pour les négociants, cela signifie que la valeur monétaire de leurs stocks réels (demeurés inchangés) a augmenté alors que leur endettement est resté identique. Quelle que soit la manière d'appréhender cette situation, elle se caractérise par un moindre endettement réel des négociants ; leur endettement ne correspond donc plus à leur endettement désiré.

Par conséquent, l'ajustement du marché de la monnaie ne conduit qu'à un pseudo-équilibre (partiel) dans lequel les négociants cherchent à augmenter leurs stocks ou, ce qui revient au même, leur endettement. Les négociants empruntent et accroissent leurs commandes aux producteurs, accroissant ainsi non seulement le niveau général des prix, mais encore les revenus des consommateurs. On en conclut immédiatement que la quantité de monnaie finalement atteinte au terme du processus d'ajustement est différente de celle qui avait été déterminée par le choc d'offre. La quantité de monnaie ou, plus exactement, la marge disponible, est ainsi le résultat du processus d'ajustement et non sa cause. C'est donc très justement que Hawtrey dénie à la théorie quantitative de la monnaie tout pouvoir d'explication de la détermination du niveau général des prix.

En généralisant ce que nous venons de montrer, en particulier au moyen de la démonstration précédemment faite de la conséquence d'une augmentation initiale de l'endettement des négociants, il est possible d'affirmer que dans le modèle macro-économique de Hawtrey la quantité de monnaie est déterminée de manière endogène. C'est en effet, au final, la marge disponible qui s'adapte à la variation du niveau général des prix. Toutefois, il n'en reste pas moins vrai qu'à l'équilibre il doit exister une certaine proportion entre la quantité de monnaie et le niveau général des prix. Et cette condition d'équilibre joue bien un rôle ici puisque tant qu'elle n'est pas vérifiée, ce sont les comportements des consommateurs qui provoquent la poursuite du processus d'ajustement. Le processus d'ajustement perdure nécessairement tant

que l'égalité entre les deux termes de « l'équation quantitative de la monnaie » n'est pas vérifiée. Néanmoins, l'ajustement du marché de la monnaie ne met pas fin à ce processus.

c) Hawtrey entre approche par les flux et approche par les stocks

En suivant Laidler (1988, 1991), on peut dire que dans l'orthodoxie monétaire britannique, la théorie quantitative de la monnaie consiste en un ajustement des prix à travers les transactions. C'est ainsi la comparaison entre un flux monétaire (par exemple, MV) et une quantité de biens ou de transactions (T) qui détermine directement le niveau général des prix :

> When Classical monetary economists argued that the general level of prices was determined by supply and demand […] they were referring […] to the interaction of a flow of money expenditures – MV – and a flow of goods offered for sale – T rather than Y – and arguing that prices – P – had to move in order to reconcile these two largely independantly determined flows (Laidler, 988, p. 89).

Les changements dans la demande de monnaie ne sont pris en compte qu'à travers sa vitesse de circulation. Dans cette optique, la question de l'inflation se limite à celle des facteurs qui accroissent le crédit. On a ensuite une nouvelle orthodoxie monétaire dont la théorie quantitative de la monnaie est conçue comme la confrontation entre une offre et une demande de monnaie. Le niveau général des prix doit être tel que la demande d'encaisses monétaires est égale au stock de monnaie disponible. C'est le type d'analyse que l'on retrouve chez Marshall[246], puis chez Pigou, mais aussi chez Keynes – en un mot, à Cambridge - et qu'on retrouvera finalement dans le monétarisme[247]. Keynes note d'ailleurs dès 1920 que la théorie de la marge disponible « is not dissimilar to a doctrine which has long been expounded first by Dr. Marshall and then by Professor Pigou, more amply in lectures than in print » (Keynes, 1920).

Or, Hawtrey semble osciller entre ces deux conceptions de la théorie quantitative de la monnaie[248]. D'un côté, il propose clairement une théorie des encaisses des consommateurs, basée sur leur demande de monnaie, affirmant que les

[246] Voir en particulier le manuscrit de Marshall (1871) sur la monnaie. Cependant, Eshag (1963, p.13-14) note que l'approche par les encaisses était déjà présente chez Petty, Locke, Cantillon et Nassau Senior. Les motifs de détention de la monnaie étaient déjà connus de Thornton, Bagehot et Giffen.
[247] Sur le lien entre Hawtrey et le monétarisme, voir Laidler (1993).
[248] Il est cependant avéré que Hawtrey n'a pas lu Marshall (Deutscher, 1990, p. 8).

consommateurs désirent conserver, avec leurs encaisses monétaires, une certaine quantité de pouvoir d'achat : « On peut considérer que la demande de crédit et de monnaie est constituée par les besoins de la société en réserves de pouvoir d'achat » (Hawtrey, 1919[3], p. 60).

Mais d'un autre côté il n'accepte pas formellement le mécanisme d'ajustement par le niveau général des prix qui en découle et propose une analyse en termes de flux de revenus et de dépenses des consommateurs[249]. Si bien que certains auteurs ont fait de lui un classique, là où d'autres en ont fait un précurseur de Friedman. Or, nous avons montré dans notre discussion sur la causalité dans la théorie quantitative de la monnaie que si, dans un premier temps, c'est bien à travers les revenus des consommateurs[250] que la variation du crédit agit sur le niveau général des prix, c'est en définitive la fonction de demande de monnaie de ces derniers qui détermine la hausse des prix qui sera nécessaire pour atteindre une augmentation donnée de l'endettement des négociants. La variation finale de la quantité de monnaie (la marge disponible) reste néanmoins le *résultat* du processus d'ajustement.

Dès lors, il est tentant de défendre l'idée que le passage d'un cadre d'analyse à l'autre est opéré par Hawtrey – tant d'un point de vue historique que d'un point de vue analytique. En effet, il propose clairement une théorie fondée sur la demande de monnaie (et donc l'offre), mais il fait le lien avec les transactions constituées de flux de revenus, de dépenses et de biens. On trouve dans son œuvre la vision « classique » puisque les négociants dépensent les crédits obtenus pour augmenter leurs commandes. La vitesse de circulation de la monnaie est de 1 et les prix augmentent proportionnellement à ce crédit (et ces commandes) supplémentaire. Mais on trouve aussi la vision « moderne » puisque si les négociants empruntent davantage mais que les consommateurs ne souhaitent pas augmenter leur encaisse monétaire, les crédits sont remboursés et, au final, on ne constate pas d'augmentation de la masse monétaire. Hawtrey serait ainsi à la fois pré-cambridgien et post-cambridgien.

[249] Pour autant, il semble difficile d'adhérer à l'opinion de Deutscher selon laquelle pour Hawtrey la variation du crédit agit *directement* sur les revenus (1990, p. 36 et p. 38) et non via les changements dans la quantité de monnaie. En effet toute création de crédit entraîne nécessairement une variation de la quantité de monnaie détenue par les consommateurs, tant que ces derniers n'ont pas modifié leurs dépenses de consommation.

[250] Schumpeter (1954) voit en Hawtrey un précurseur de l'approche « par les revenus » de la théorie quantitative de la monnaie.

*

Ainsi se revendique-t-il de la théorie quantitative de la monnaie, mais en lui déniant tout pouvoir explicatif du niveau général des prix. Si à l'équilibre il y a bien égalité entre la demande de monnaie et la quantité de monnaie, cette théorie ne permet pourtant pas d'expliquer comment s'opère le passage entre deux équilibres. La première raison est que la variation du niveau général des prix n'est pas – en général – proportionnelle à la variation de la quantité de monnaie. D'une part parce qu'un ajustement par le niveau de la production peut avoir lieu, d'autre parce que l'élasticité-prix de la demande de monnaie peut être différence de 1. La seconde raison est qu'il n'y a pas de lien de causalité partant de la variation de la quantité de monnaie pour expliquer la variation du niveau général de prix. Au contraire, la quantité de monnaie est déterminée de manière endogène.

2.2. Le processus d'expansion par les stocks

Il semble difficile de séparer la théorie du cycle d'affaires de Hawtrey de son analyse de la monnaie, puisque pour lui le cycle est un phénomène purement monétaire. Cependant, maintenant que nous avons mis en évidence sa théorie de la monnaie et les processus d'ajustement qu'elle implique, nous pouvons rendre compte du processus d'expansion économique qu'il décrit. Il s'agit d'un processus cumulatif, qui ne cesse que lorsque les forces monétaires qui l'ont initié y mettent fin. Dans ce processus, conformément à ce que nous avons montré précédemment, la quantité de monnaie est déterminée de manière endogène, comme résultat des ajustements économiques. Dès lors, après avoir dégagé la logique du rôle moteur joué par les négociants dans le processus d'expansion économique, il sera possible de le mettre en rapport avec l'élasticité-prix de la demande de monnaie.

a) La place centrale des négociants

Nous avons déjà indiqué que, pour Hawtrey, le niveau général des prix est déterminé sur le marché de gros, là où les négociants passent leurs commandes aux producteurs. Lorsque, par exemple, les consommateurs décident de diminuer leur encaisse monétaire et effectuent ainsi des dépenses supérieures à leurs revenus, les stocks de l'ensemble des négociants, détaillants et producteurs doivent diminuer. Cependant, Hawtrey considère que les détaillants se contentent d'accroître leurs

commandes aux négociants ; ces derniers peuvent satisfaire ces demandes supplémentaires au moyen de leurs stocks. Dès lors, les ajustements économiques reposent sur les stocks des négociants. Les prix augmentent lorsque ces derniers réagissent à la diminution de leurs stocks en augmentant leurs commandes, compte tenu, le cas échéant, des possibilités pour les producteurs d'augmenter leur production en fonction de l'augmentation plus ou moins forte des prix. Les prix fixés par les détaillants sont dérivés des prix de gros fixés entre producteurs et négociants.

La fonction économique spécifique des négociants est ainsi le maintien des stocks de la communauté. Solis (1983, p. 308) avance que pour Hawtrey le profit apparaît parce que dans une économie non centralisée il faut mettre en relation ceux qui produisent et ceux qui consomment. Les négociants, qui jouent ce rôle, doivent dès lors anticiper les besoins des consommateurs et maintenir des stocks. On peut ajouter que le maintien de stocks est ainsi le service spécifique qu'ils rendent aux consommateurs, permettant l'économie de transports, évitant les ruptures, effectuant les ajustements saisonniers, anticipant les évolutions du marché. C'est dans ce contexte que les négociants en place acquièrent des connaissances spécifiques de leur marché (conditions de l'offre et de la demande, influence des différents opérateurs, etc.) qui leur assurent un niveau de profit supérieur à celui qu'obtiendrait un nouvel entrant, pour un *mark-up* donné[251]. Tout se passe donc comme si les négociants étaient détenteurs d'un pouvoir de marché et que le profit rémunérait leur « pouvoir de vente » :

> The continuity in dealings creates what is called business connexion or « goodwill ». It is the very stuff and substance of the dealer's business (Hawtrey, *The Economic Problem*, 1926, cité par Deutscher [1990, p. 54]).

Hawtrey (1937) reconnaîtra que cette analyse revient à considérer que la concurrence est imparfaite. Dès lors, il considère que les prix sont déterminés par un *mark-up* appliqué par les négociants de sorte à laisser un taux de profit suffisant pour les négociants en place mais trop faible pour susciter de nouvelles entrées. D'où vient le profit des négociants ? « In fact, for the producers no less than for the merchant, profit is the remuneration of selling » (Hawtrey, 1951, p. 497).

[251] Ainsi, le taux de profit qu'obtiendrait un nouvel entrant peut être trop faible pour l'inciter à entrer alors même que le taux de profit obtenu par un négociant en place est suffisant pour qu'il ne sorte pas du marché.

Le maintien d'un niveau de stock suffisant est donc central pour le négociant, qui conserve ainsi son pouvoir de vente. Dès lors, plutôt que d'imaginer, comme nous l'avons fait précédemment, une augmentation initiale brute du crédit souscrit par les négociants, nous supposons maintenant que ces derniers ont un objectif d'augmentation *finale* de leur endettement ou de leurs stocks. Compte tenu de la relation d'égalité entre l'endettement et les stocks nominaux, ces deux objectifs sont identiques, mais l'objectif d'endettement est nominal alors que l'objectif de stocks est réel. De tels objectifs ne sont envisageables que si les négociants sont rationnels et anticipent parfaitement les effets de leurs décisions, ou bien s'ils tâtonnent jusqu'à obtenir le résultat voulu (cela est discuté ci-dessous). En utilisant à rebours le raisonnement utilisé précédemment, il vient immédiatement que pour obtenir une augmentation donnée des stocks ou de l'endettement des négociants, il faut une augmentation initiale de l'endettement d'autant plus forte que l'élasticité-prix de la demande nominale de monnaie est faible. Pour une élasticité-prix nulle, il faut, par exemple, une augmentation initiale infinie de l'endettement des négociants. Mais comme par ailleurs c'est la hausse initiale de l'endettement qui détermine l'intensité de l'augmentation du niveau général des prix, on peut en conclure que pour un endettement désiré ou pour un même niveau désiré de stocks des négociants, il faut une augmentation des prix d'autant plus forte que l'élasticité-prix de la demande de monnaie est faible.

Hawtrey n'explicite pas les déterminants de la demande de crédit des négociants en réaction à une variation du taux d'intérêt ou du niveau général des prix. Nous proposons de retenir une formalisation cohérente avec sa pensée : on suppose donc que les négociants essaient de maintenir leur endettement désiré[252] B_d à un certain multiple φ de leur bénéfice[253]. En notant m le taux du *mark-up*, il vient :

$$B_d = \varphi(myP - rB_d) \Leftrightarrow (1 + r\varphi)B_d = m\varphi yP$$

Les négociants augmentent donc leur endettement désiré lorsque leur bénéfice commercial augmente, soit parce que le taux de *mark-up* augmente, soit parce que les prix augmentent, et ils le diminuent lorsque le coût de leur financement augmente

[252] La référence à un endettement ou un niveau de stocks désirés permet de faire apparaître un écart avec ceux finalement obtenus. De plus, Hicks note que « Mr Hawtrey believes that changes in business activity are primarily induced by changes in the *willingness* of traders to hold stocks of commodities » (1939, p. 21).

[253] Ce qui correspond à une structure financière constante de leur entreprise, que l'on pourrait affiner en tenant compte du risque.

pour un endettement donné[254]. Toute augmentation du niveau de la production entraîne un accroissement de l'endettement agrégé désiré des négociants. Leur objectif est donc un objectif de niveau de stocks déterminé par la structure financière φ désirée, le taux de mark-up, le taux d'intérêt et le niveau de la production. L'endettement désiré est proportionnel au niveau général des prix et peut donc être exprimé en termes réels. De plus, nous retrouvons ici l'idée centrale de Hawtrey selon laquelle l'endettement des négociants dépend du taux d'intérêt bancaire r :

> Quand les banquiers, inquiétés par le drainage de leurs réserves d'espèces, élèvent le taux d'intérêt, c'est en vue de l'amener au point critique où il commence à freiner l'esprit d'entreprises des spéculateurs sur titres et négociants [si bien que] le lien étroit qui existe entre le volume des crédits nouveaux et la demande de marchandises, lien qui est la cause même de l'instabilité du crédit, sera mis en jeu (Hawtrey, 1919[3], p. 36).

L'équation proposée nous semble bien décrire le comportement des négociants selon Hawtrey. En particulier, en cas de baisse du taux d'intérêt bancaire, les négociants[255] révisent à la hausse leur niveau de stocks désiré[256]. Cependant, ce niveau de stocks désiré est fini et il n'existe pas, comme chez Wicksell (1907), une volonté infinie d'emprunter tant que la banque ne relève pas son taux.

Dans cette équation, une hausse du niveau général des prix n'a pas pour effet d'augmenter le niveau de stocks désiré par les négociants mais seulement leur endettement désiré, pour tenir compte de la hausse des prix. Hawtrey suggère pourtant un lien entre une hausse des prix anticipé et le niveau *réel* des stocks. Nous pensons cependant que cet élément spéculatif de la détermination du niveau des stocks désiré n'est pas central et ne change pas nos résultats. En cas de besoin, la hausse des prix pourrait être facilement prise en compte au niveau du stock réel désiré en faisant dépendre le taux de marge m de l'inflation ou l'inflation anticipée ou en incluant l'anticipation d'un profit exceptionnel sur les stocks.

[254] Nous laissons de côté la possibilité de variation du levier financier, représenté ici par le paramètre φ.
[255] En fait, le processus décrit par Hawtrey est plus complexe puisque ce ne sont pas seulement les négociants qui empruntent pour accroître leurs commandes amis aussi les producteurs qui empruntent pour produire davantage (paiement des salaires, etc.). Nous choisissons cependant de négliger cette idée afin de simplifier le modèle.
[256] Hawtrey note que le spéculateur sur titres réagit encore davantage (1919[3], p. 36), voir *infra*.

b) Le caractère cumulatif du processus

Bien que le niveau de stock désiré soit fini, le processus est cumulatif. Il est possible de le montrer rapidement dans le cas où il n'y a pas de moyens de paiement légaux $\overline{M}$; l'existence d'un processus cumulatif dans les cas plus complexes sera discutée dans le chapitre suivant. Nous avons vu que les consommateurs utilisent le revenu supplémentaire provenant de l'augmentation des commandes des négociants aux producteurs pour augmenter leur marge disponible, selon l'élasticité-prix de leur demande de monnaie. Soit, en tenant compte de la répartition fixe entre espèces et dépôts :

$$\frac{\dot{D}}{D} = \frac{\dot{M}_c}{M_c} = ek$$

Puisque la variation de l'endettement des négociants est égale à la variation de la marge disponible, on peut donc en déduire le taux d'accroissement de cet endettement :

$$\frac{\dot{B}}{B} = ek\left(1 + \frac{\overline{M}}{B}\right)$$

Afin de préciser la pensée de Hawtrey, nous pouvons étudier les différents cas de figure qui se présentent. Tout d'abord, l'endettement des négociants augmente d'autant plus que l'élasticité-prix de la demande de monnaie est importante. Pour $e = 1$ l'endettement évolue parallèlement au niveau des prix. Dans ce cas, les consommateurs doivent augmenter leur marge disponible proportionnellement au niveau des prix et, par hypothèse, cela signifie que les stocks des négociants n'ont pas varié. Les négociants ont reconstitué le même niveau de stock mais celui-ci a été obtenu à partir d'un endettement plus élevé.

En toute rigueur, nous devons convenir que dans ce cas $((e = 1)$ les stocks des négociants doivent augmenter. En effet, le taux d'accroissement des dépenses des consommateurs est alors inférieur au taux d'inflation k, ce qui devrait se traduire par une augmentation des stocks des négociants. Mais puisque nous avons supposé que les prix étaient déterminés sur le marché de gros, il faut admettre que les négociants vendent les biens produits aux consommateurs au nouveau prix. L'ensemble est cohérent si l'on tient compte des profits exceptionnels qu'ils réalisent, égaux à la hausse de la valeur de leur stock, qui est elle-même égale à l'augmentation de leur endettement et, au final, à l'augmentation de la marge disponible. Implicitement, on

suppose ainsi que l'on adopte pour les stocks la règle comptable *premier entré – premier sorti*, de sorte que les stocks ont toujours été acquis au prix courant.

Puisque tous les revenus reviennent aux consommateurs, ces profits exceptionnels ont constitué des revenus[257] pour eux précisément égaux à la fraction de leur revenu qu'ils n'ont pas dépensée dans le but d'augmenter leur marge disponible. Si bien que les stocks n'ont pas varié. Cette hypothèse n'est pas conforme à ce que dit Hawtrey (1932, p. 91) qui estime, en substance, que les plus et moins-values latentes sur les stocks ne doivent pas être comptées comme revenu. Elle est cependant nécessaire pour obtenir la cohérence de l'ensemble, sauf à supposer que les prix sont déterminés au niveau des détaillants[258].

Pour $e > 1$ l'endettement croît plus vite que les prix, si bien que l'endettement supplémentaire est plus grand que les profits exceptionnels des commerçants et qu'il y a constitution de stocks. Au contraire, pour $e < 1$ les stocks diminuent bien que l'endettement augmente. C'est la situation à laquelle pense Hawtrey puisque cette baisse des stocks doit inciter les négociants à augmenter encore leurs commandes. Pour $e = 0$, l'endettement ne peut pas être modifié et les stocks diminuent de manière inversement proportionnelle au niveau général des prix.

Finalement, on peut conclure que pour une élasticité-prix donnée de la demande de monnaie, une augmentation de l'endettement (final) donnée entraîne une hausse des prix d'autant plus forte que l'élasticité-prix de la demande de monnaie est faible et cette hausse des prix ne peut être obtenue qu'avec une augmentation proportionnelle des commandes. Hawtrey résume ainsi l'argument :

> Le caractère périodique des expansions et des contractions du crédit a depuis longtemps attiré l'attention des économistes. Quelle en est la cause ? C'est semble-t-il, le fait que les soldes en espèces détenus par le public, ou, en d'autres termes, les espèces de la marge disponible sont trop lentes à suivre les mouvements du crédit (Hawtrey, 1919[3], p. 214).

Dès lors, le taux d'inflation est une fonction décroissante de la vitesse de variation de la marge disponible. Néanmoins, l'existence de moyens de paiement légaux en quantité limitée modifie les conclusions : il y a alors une sur-réaction à la hausse de l'endettement. En effet, pour un taux d'accroissement donné de la marge

[257] Les négociants pourraient aussi utiliser ces profits pour se désendetter. Ce désendettement, nous l'avons dit, équivaut à une augmentation de la marge disponible.
[258] Or Hawtrey est clair : la hausse des prix est déterminée par les producteurs et survient sur le marchés de gros (1932, p. 97).

disponible, sa composante « dette » doit croître plus vite que l'ensemble puisque sa composante « monnaie légale » ne peut pas s'accroître. Cette sur-réaction de l'endettement est d'autant plus forte que la quantité de monnaie légale est importante et diminue au fur et à mesure que l'endettement des négociants s'accroît. Cela sera étudié dans le chapitre suivant.

*

Nous avons donc supposé que les négociants avaient un objectif d'augmentation de leur endettement et nous avons montré que le résultat des actions qu'ils mettent en œuvre pour atteindre cet objectif est une augmentation plus ou moins grande des prix en fonction de l'élasticité-prix de la demande de monnaie. Les différents cas de figure ont été discutés pour le cas particulier où il n'existe pas de moyens légaux de paiement. La variation de la quantité de monnaie est déterminée de manière endogène. Les négociants parviennent à réaliser leur objectif, à l'exception du cas où la demande nominale de monnaie est constante.

Cependant, la raison pour laquelle on a supposé que les négociants souhaitaient maintenir leur endettement à un certain multiple de leur bénéfice net est qu'ils pensent que cet endettement supplémentaire correspond à un niveau d'activité et de stocks plus élevés. Or, nous avons vu que pour tout $e \leq 1$ et en l'absence de moyens légaux de paiement en quantité limité, les stocks sont constants ou décroissent et qu'aucune augmentation des commandes ne peut permettre de les augmenter. Dès lors, si les négociants ont un objectif *réel* de niveau de stocks, comme Hawtrey semble le supposer, le processus cumulatif est infini. En résumé, le système est stable si le crédit créé est égal au crédit éteint (Hawtrey, 1919[3], chap. 1). Mais toute rupture de cet équilibre, par exemple parce que le taux d'intérêt baisse, entraîne une hausse cumulative des prix, du crédit et, éventuellement, de la production (Hawtrey, 1919[3], p. 17). L'expansion économique est instable et cette instabilité est directement liée aux mouvements du crédit.

3. Marché des biens et marché financier

A ce stade, nous avons présenté la théorie quantitative de la monnaie de Hawtrey et nous en avons discuté les implications pour son cadre conceptuel et pour sa théorie macroéconomique. A partir de là, nous avons mis en évidence les mécanismes d'ajustement à l'œuvre dans son modèle et dégagé le processus

d'expansion par les stocks qui y joue un rôle central. Cependant, au regard de notre objectif qui était de dégager les éléments permettant à Hawtrey de proposer une théorie de l'instabilité financière, on pourrait s'étonner de ne pas avoir trouvé, jusque là, de référence aux marchés financiers.

L'une des particularités du modèle macroéconomique de Hawtrey, abondamment relevée par la littérature secondaire, est le rôle marginal joué par l'investissement. Cette particularité est caractéristique de son œuvre dans laquelle les stocks, et non l'investissement, sont au cœur des décisions et de la dynamique économiques. Les *dépenses des consommateurs* comprennent indifféremment la consommation et l'épargne et les *dépenses des producteurs* incluent l'investissement. C'est ici l'articulation entre le marché des biens et le marché financier qui est posée. Cette articulation doit être étudiée car elle est constitutive du cadre conceptuel que Hawtrey met en place pour son analyse de l'instabilité financière.

Après avoir rappelé que Hawtrey ne considère pas comme essentielle la différence entre la consommation et l'investissement dans la demande agrégée (3.1), nous montrerons que, malgré tout, il ne néglige pas l'analyse du marché financier (3.2). Enfin, un aperçu analytique du débat entre Hawtrey et Keynes sur le *Traité de la monnaie* (Keynes, 1930), permettra d'étudier quelques enjeux soulevés par la question (3.3).

3.1. La distinction entre consommation et investissement chez Hawtrey

Dans la présentation du modèle macroéconomique de Hawtrey au cours des deux précédentes sections, on a considéré – conformément aux conceptions de l'auteur – que les revenus des consommateurs (salaires, profits, etc.) viennent alimenter, d'une part, leur encaisse monétaire et, d'autre part, leurs dépenses. Ces dépenses sont effectuées en biens détenus par les détaillants et, au final, par les négociants. Dès lors, les dépenses des consommateurs correspondent à la fois à leur consommation et à leur épargne. Hawtrey considère en effet que cette dernière est une acquisition de biens puisqu'elle est employée à l'achat de biens durables (maisons, etc.) ou de titres. Au risque de créer la confusion chez son lecteur, il appelle « investissement » ces achats et « investment market » le marché où s'acquièrent les titres. L'idée sous-jacente est clairement qu'à l'acquisition de titres par les consommateurs correspond une acquisition parallèle de biens par les

entreprises ayant émis ces titres. L'achat de ces biens par les entreprises (l'investissement, donc, au sens habituel) entre ainsi dans les dépenses des consommateurs *via* les achats de titres[259].

Cette représentation des revenus et des dépenses des agents traduit le fait que, pour Hawtrey, ni la distinction entre la consommation et l'épargne ni celle entre la consommation et l'investissement ne sont pertinentes. Seule la distinction entre les revenus et les dépenses (monétaires) des consommateurs l'est puisqu'elle conduit à la variation de la marge disponible et détermine donc l'effet sur les prix d'une variation donnée du crédit.

Pour autant, il ne néglige pas la question et se livre à une analyse comptable détaillée des revenus et dépenses des consommateurs, en particulier dans son article intitulé « Consumers' Income and Outlay », inclus dans *The Art of Central Banking* (1932, chap. 3). Les revenus des consommateurs comprennent l'ensemble des rémunérations de facteurs distribuées par les entreprises. De leur côté, les dépenses des consommateurs comprennent l'ensemble des acquisitions de biens ou de titres (ou de droits) qui peuvent être faites à partir de ce revenu (*Ibid.*, p. 84). Dès lors, lorsqu'une fraction du bénéfice d'une entreprise sert à son autofinancement, il s'agit simultanément d'un revenu et d'une dépense des consommateurs[260].

Les consommateurs peuvent obtenir des revenus qui ne proviennent pas de la rémunération des facteurs : c'est le cas de l'ensemble des transferts qui ont lieu entre consommateurs ou entre les consommateurs et les autres agents. Hawtrey les appelle « extraneous receipts » (*Ibid.*, p. 85) et ils viennent en déduction des dépenses des consommateurs. C'est le cas des emprunts non bancaires, des dons, des legs, des héritages, des gains de jeu ou encore des cessions de biens durables ou de titres. Ces transferts correspondent donc à des transferts de stocks. Hawtrey distingue ainsi, parmi les ressources des consommateurs, celles qui proviennent de stocks existants de celles qui proviennent du revenu courant. Il exclut cependant des « extraneous receipts » l'ensemble des flux provenant des relations avec la banque, qui entrent

[259] Le budget de l'Etat est traité de la même manière : l'Etat et les autres autorités publiques sont des commerçants offrant la loi, l'ordre et l'administration aux contribuables.

[260] On a ainsi un « investissement automatique » lorsque les prélèvements des négociants (à titre de consommateurs) sont inférieurs aux profits réalisés et des « extraneous receipts » lorsque les prélèvements des négociants sont supérieurs à leur profits (Hawtrey, 1932, p. 90).

dans la détermination de la marge disponible (*Ibid.*, p. 88). Les avances bancaires aux consommateurs sont ainsi traitées comme de la marge disponible négative[261].

C'est dès lors par construction que la dynamique du modèle macroéconomique de Hawtrey ne passe pas par l'investissement et l'accumulation du capital. Les seuls stocks existants sont les stocks de biens détenus par les négociants, leur endettement et la marge disponible des consommateurs. Par conséquent, la prise en compte du temps doit passer par la dynamique de ces trois variables qui, nous l'avons vu, sont liées entre elles. Les stocks jouent ici un rôle proche de celui joué par l'investissement dans d'autres théories. En choisissant de mettre ainsi les stocks des négociants au centre de sa théorie, Hawtrey s'exposait cependant à une double critique :

- La première est de négliger le rôle des variations de l'investissement dans les fluctuations économiques. En réponse, Hawtrey va s'attacher à montrer que l'investissement ne peut pas jouer le rôle central que Keynes, notamment, lui attribue[262].
- La seconde est de surestimer l'influence du taux d'intérêt bancaire sur les stocks, d'une part, et celle des stocks sur la production et les prix[263], d'autre part. Il va s'attacher à justifier l'importance de ces deux relations.

3.2. L'analyse du marché financier

La prise en compte de l'investissement impose à Hawtrey de préciser sa théorie sur deux points. Il lui faut tout d'abord prendre en compte le fait que l'acquisition de titres par les ménages (l'investissement à son sens) est réalisée sur le marché financier, et que dès lors il ne peut être affirmé qu'à ces acquisitions correspondent des dépenses équivalentes des producteurs. Il lui faut ensuite expliquer comment se réalise l'ajustement entre l'épargne et l'investissement, d'une manière qui confirme le rôle marginal joué par cet ajustement dans les fluctuations économiques.

[261] Hawtrey définit ainsi l'encaisse monétaire nette comme l'excès de l'encaisse monétaire sur l'endettement bancaire de court terme (1937, p. 65 et 141). En effet, celui qui augmente son encaisse par un découvert bancaire ne modifie pas sa « net cash balance », puisqu'il ne détourne rien de ses revenus, mais augmente son encaisse brute.
[262] Mais aussi l'ensemble des théories du cycle.
[263] Pour une intéressante discussion des arguments de Hawtrey sur l'importance des stocks et du rôle des négociants, voir Deutscher (1990, p. 23-30).

a) Le marché des titres

Comme pour les autres biens, le marché des titres est tenu par des négociants auxquels il revient de maintenir un stock de titres disponibles. Ces négociants en titres tiennent le « investment market » et y jouent le même rôle que les négociants en biens : ils acquièrent et cèdent des titres, la différence constituant la variation de leur stock de titres. Ce marché est à la fois un marché primaire et secondaire[264] puisque les négociants en titres sont la contrepartie non seulement des consommateurs (qui sont ici des investisseurs) mais encore des émetteurs. Lorsque les acquisitions nettes de titres par les consommateurs dépassent les émissions, les stocks des négociants de titres augmentent. Leur portefeuille joue ainsi le même rôle que les stocks des négociants en biens et les revenus dépensés en titres jouent le même rôle que les revenus dépensés en biens.

Comme ceux des autres négociants, les stocks de titres sont financés par endettement bancaire (Hawtrey, 1932, p. 102-103). Toutes choses égales par ailleurs, les négociants accroissent cet endettement lorsqu'ils constatent que leurs stocks diminuent, et inversement. Hawtrey a ici clairement en tête le fonctionnement des marchés financiers américains au moment de la crise de 1907 : les agents de change finançaient leur stocks de titres avec des *call loans* qui leur étaient consentis par les banquiers new-yorkais sur la base de leurs réserves oisives.

Le processus de financement de l'investissement (au sens standard) est le suivant : ce sont des *promotors* qui émettent des titres et passent commande d'éléments de capital fixe aux *contractors*. Là encore, *promotors* et *contractors* ne sont que des cas particuliers de négociants et de producteurs[265]. Les *investors* (les consommateurs) acquièrent les titres émis par les *promotors* et les *dealers in securities* absorbent la différence entre les ventes et les achats. La fluctuation des cours sur le marché des titres est sans incidence sur les revenus et les dépenses des consommateurs, ce qui correspond à une hypothèse d'absence d'effet de richesse.

Ainsi, les négociants en titres jouent dans le cycle le même rôle que les autres négociants. En cas de baisse des taux d'intérêt bancaires, ils essaient d'augmenter

[264] Nous ne pouvons donc pas suive Davis (1979, p.21 et 1983, p. 6) lorsqu'il affirme qu'il n'y a pas de marchés financiers secondaires chez Hawtrey. Les négociants en titres concentrent nécessairement entre leurs mains l'ensemble des transactions.

[265] Hawtrey néglige explicitement les décalages de flux temporels possibles entre les recettes et les dépenses des *promotors*, par exemple s'ils règlent les *contractors* selon l'avancement de la commande ; pour lui, ce genre de décalage peut exister dans les commandes de biens et ne change pas la nature du problème.

leur portefeuille de titres en s'endettant. Leur nouvelle demande de titres auprès des *promotors* se résout en émissions supplémentaires ou, plus sûrement, en une hausse du cours des titres. Dans la mesure où les négociants ont acquis ces titres à des prix plus élevés, les revenus des consommateurs s'accroissent et l'effet final sur le stock des négociants dépend de l'utilisation que les consommateurs feront de ces revenus supplémentaires, qu'ils peuvent partager entre l'accroissement de leurs dépenses et celui de leur encaisse monétaire.

Sur les marchés financiers, le résultat de cette hausse des cours est la diminution des taux d'intérêt de long terme. Ainsi, bien que les *promoters* ne se financent pas à court terme auprès des banques, les fluctuations du cycle économique ne sont pas sans incidence sur leurs conditions de financement. C'est pourquoi le retournement du cycle économique, lorsque les banques relèvent brutalement leurs taux d'intérêt, entraîne aussi le retournement des cours boursiers (Hawtrey, 1919[3], chap. 9).

b) L'ajustement épargne – investissement

Bien que Hawtrey regroupe la consommation et l'investissement sous la catégorie des dépenses des consommateurs, son modèle macroéconomique permet d'analyser le processus d'ajustement entre l'épargne et l'investissement[266]. Un déséquilibre entre l'épargne et l'investissement peut provenir soit d'un déséquilibre global des revenus et des dépenses des consommateurs, tel que nous l'avons déjà étudié, soit d'un déséquilibre sectoriel du marché des titres. Dans les deux cas, les stocks des négociants en titres varient du montant du déséquilibre entre les acquisitions nettes de titres et les émissions nettes.

Tous les commentateurs ont noté la distinction curieuse faite par Hawtrey entre deux types d'investissement. Il parle de « widening » (élargissement) du capital lorsque l'investissement a simplement pour but d'accroître l'échelle de la production, pour une intensité capitalistique constante, et de « deepening » (approfondissement) du capital lorsqu'il s'agit de diminuer les coûts de production par une augmentation de l'intensité capitalistique. Il estime que le montant de l'investissement correspondant au « widening » du capital est donné. En revanche, l'investissement

[266] C'est aussi l'opinion de Davis (1983, p. 5).

correspondant au « deepening » dépend des perspectives de profit et est donc sensible aux taux d'intérêt de long terme.

Par conséquent, sous l'hypothèse de stocks constants des négociants en titres, tout déséquilibre entre l'épargne et l'investissement est apuré par une variation du « deepening » du capital. Le marché financier fonctionne ici comme un marché de fonds prêtables [267] : les cours augmentent lorsque l'épargne est supérieure à l'investissement, ce qui diminue le taux d'intérêt de long terme et entraîne un plus grand « deepening » du capital. Les cours varient de sorte que les taux d'intérêt de long terme ajustent l'épargne et l'investissement *via* la variation du processus de « deepening » de l'investissement.

Si l'on désigne par S l'épargne définie comme la différence entre les revenus des consommateurs yP et leur consommation C, et si l'on appelle I l'investissement défini comme le montant des émissions de titres des *promotors*[268], on peut alors écrire les relations suivantes :

$$S = yP - C = I - \Delta T_s + \Delta MD$$

L'épargne est employée pour acquérir les titres émis I par les entreprises, pour acquérir des titres du portefeuille des négociants (leur stock varie donc de ΔT_s) ou pour accroître de ΔMD les encaisses monétaires des consommateurs. Dès lors, pour des revenus des consommateurs constants, le déséquilibre entre l'épargne et l'investissement peut se traduire de deux manières différentes :

- Lorsque $\Delta T_s \neq 0$ il existe un déséquilibre sectoriel sur le marché des titres. Les négociants modifient leur endettement pour restaurer le niveau de leurs stocks, ce qui ajuste le marché des fonds prêtables par une variation des taux d'intérêt de long terme. Dans ce cas, $S > I$ provoque la diminution des stocks des négociants, qui s'endettent pour les reconstituer de nouveau. Les cours montent et les taux d'intérêt de long terme diminuent. C'est l'augmentation de l'investissement qui rétablit l'équilibre.
- Lorsque le déséquilibre entre l'épargne et l'investissement se traduit par une variation de la marge disponible, cela signifie que les stocks des négociants

[267] Davis (1979, p. 20) note que le *investment market* ajuste les émissions nouvelles à l'épargne disponible. Cela appuie la « Treasury view » défendue par Hawtrey (1925, 1933) : en cas de déficit budgétaire l'émission gouvernementale de titres augmente les taux d'intérêt de long terme et réduit le processus de « deepening » du capital. Voir aussi Davis (1979, p. 25).

[268] On suppose donc que le montant des émissions est intégralement et immédiatement dépensé en biens et que les consommateurs n'investissent (au sens de Hawtrey) qu'en titres.

dans leur ensemble s'accroissent au-delà de leur niveau désiré. Afin de restaurer leur niveau initial, ils diminuent leurs commandes et se désendettent, enclenchant un processus déflationniste.

Cette distinction entre les deux types de déséquilibres I-S envisageables chez Hawtrey n'a pas été clairement vue par les commentateurs et cela a vraisemblablement contribué à brouiller le débat avec Keynes au sujet du *Treatise on Money*.

c) La structure de la production

On peut enfin noter que le traitement de l'investissement par Hawtrey implique une hypothèse sur la structure de la production. Il n'est en effet pas tenu compte, dans l'évolution du cycle économique, des déformations de la structure de production ni de processus d'épargne forcée. Nous ne sommes pas en présence d'une théorie à la Hayek ou à la Hilferding : l'investissement joue en permanence un rôle passif.

Il est vrai que, nous l'avons vu, des déséquilibres sectoriels peuvent exister. Mais Hawtrey considère qu'ils peuvent avoir lieu dans n'importe quel secteur et qu'ils se résorbent d'eux-mêmes sans entraîner de conséquences particulières sur le cycle économique[269]. Les chocs sectoriels ont peu d'effets agrégés. La variation des taux d'intérêt de long terme dans le cas où la marge disponible est constante (c'est le cas $\Delta T_s \neq 0$ étudié précédemment) n'est qu'un cas particulier d'ajustement du système des prix relatifs. L'accroissement des stocks des négociants en titres a pour contrepartie la diminution des stocks d'autres négociants. Cette considération nous semble centrale dans l'affirmation d'une théorie purement monétaire du cycle économique.

Hawtrey amendera quelque peu ce point de vue dans ses écrits postérieurs à *Currency and Credit.* Hicks (1939, p. 21) remarque ainsi qu'il y a un effet accélérateur dans *A Century of Bank Rate* (1938) : les négociants veulent accroître leurs stocks, ce qui augmente les prix et les revenus, accroît la demande de biens de consommation et entraîne une augmentation plus que proportionnelle de la demande de capital durable. Il nous semble cependant qu'une telle idée est absente de

[269] Saulnier remarque (1938, p. 43) que pour Hawtrey le système économique s'ajuste automatiquement à une variation dans la composition de la demande agrégée ; Hawtrey ne croit ni à la surproduction ni aux disproportions entre secteurs.

Currency and Credit (1919). Dans cet ouvrage, une surproduction de biens de production n'est que transitoire et est la conséquence, et non la cause, d'une diminution des dépenses des consommateurs.

3.3. Le débat Keynes – Hawtrey autour du *Traité de la monnaie*

Avant de conclure ce chapitre, nous nous proposons de mettre en évidence quelques une des différences entre la théorie des fluctuations économiques basée sur les stocks des négociants telle qu'elle est proposée par Hawtrey, et la théorie proposée par Keynes dans le *Treatise on Money* (1930). Si nous n'apporterons pas d'éléments nouveaux[270] sur ce sujet, qui n'est pas central pour notre propos, le débat sera cependant présenté en lien avec l'objectif général de ce chapitre. La discussion portera d'abord sur l'opposition entre les deux méthodes d'analyse des fluctuations économiques, puis sur les canaux de transmission de la politique monétaire.

Si Keynes affirme en préambule de sa recension de *Currency and Credit* que « this is the most original and profound treatise on the Theory of Money which has appeared for many years » (Keynes, 1920, p.362), il n'en est pas moins en profond désaccord avec Hawtrey sur les mécanismes macroéconomiques à l'œuvre dans les fluctuations économiques.

a) La méthode I-S et la méthode des revenus et dépenses des consommateurs

Les discussions entre Keynes et Hawtrey à propos du *Treatise on Money* ne sont pas symétriques. Alors que le premier semble convaincu qu'il n'y a entre eux qu'une divergence sur la méthode d'analyse mais non sur les mécanismes macroéconomiques à l'œuvre[271], il n'en va pas de même pour Hawtrey qui s'oppose assez vigoureusement aux analyses de Keynes. Pour lui, il n'est pas nécessaire de distinguer la consommation et l'investissement.

Hawtrey estime que tout le modèle de Keynes ne repose que sur des définitions particulières de l'épargne et de l'investissement (Deutscher, 1990, p. 94-5). Les profits d'aubaine des entrepreneurs sont en effet définis comme la différence entre

[270] Le lecteur intéressé trouvera une analyse détaillé des discussions entre Keynes et Hawtrey dans Deutscher (1990, chap. 4 et 5). On trouvera aussi dans le même ouvrage une analyse de ses discussions avec Robertson.

[271] Ainsi écrit-il dans une lettre à Hawtrey que « although we always seem to differ on these monetary questions in discussion, I feel that ultimately I am joined in common agreement with you as against most of the rest of the wolrd » (Keynes, 1973, vol. 13, p. 132).

l'investissement et l'épargne ou, dans le langage hawtreyen, comme la différence entre les revenus des producteurs et leurs dépenses (qui sont aussi les revenus des consommateurs). Dès lors, l'existence d'une divergence entre l'épargne et l'investissement ne vient que des définitions différentes utilisées pour calculer les revenus des producteurs et ceux des consommateurs.

Dès lors que l'on définit les différents flux selon la méthode des revenus et dépenses des consommateurs adoptée par Hawtrey, les revenus des producteurs sont égaux à ceux des consommateurs et le déséquilibre relevé par Keynes n'est pas un déséquilibre entre l'épargne et l'investissement mais un déséquilibre entre les revenus et les dépenses des consommateurs. Chez Hawtrey, ce déséquilibre se manifeste par l'accroissement de la marge disponible. Le déséquilibre entre l'épargne et l'investissement identifié par Keynes est donc, au final, un simple mouvement du niveau général des prix qui modifie les revenus des consommateurs et, ainsi, fait varier la marge disponible. Or, il ne peut jamais y avoir de déséquilibre entre l'épargne et l'investissement car une hausse de l'épargne correspond à une diminution des dépenses des consommateurs, qui entraîne un accroissement de la marge disponible exactement compensé par la croissance des stocks des négociants.

Pour Hawtrey, sa méthode est supérieure à celle de Keynes car elle permet de montrer que ce déséquilibre n'entraîne pas nécessairement des mouvements des prix, au moins tant que les négociants acceptent de voir le niveau de leurs stocks varier.

b) Canal de transmission et efficacité de la politique monétaire

Le désaccord entre les deux économistes porte en outre sur les causes des fluctuations économiques et les canaux de transmission de la politique monétaire. Hawtrey estime, nous l'avons vu, que l'explication des fluctuations économiques doit être recherchée dans le comportement des stocks des négociants et rejette l'idée de fluctuations générées par l'instabilité de la fonction d'investissement. Dès lors que les taux d'intérêt bancaires jouent un rôle central dans les fluctuations des stocks, c'est nécessairement par son action sur ces mêmes stocks que la politique monétaire peut être efficace.

Pour Keynes, les deux théories sont à certains égards équivalentes mais mettent l'accent sur des mécanismes différents[272]. Il ne niait pas le lien entre les taux

[272] Hicks (1977) estime que le *Treatise on Money* fut, en grande partie, une réponse à Hawtrey.

d'intérêt bancaires (courts), les stocks des négociants et le niveau de la production mais il pensait que l'efficacité de la politique monétaire était faible par ce canal, le lien entre taux d'intérêt à long terme, investissement et production devant prédominer. En somme, il semble possible de faire jouer à l'investissement net des producteurs le même rôle qu'à la variation des stocks des négociants, mais leurs effets ne sont pas de même ampleur. Dès lors, la politique monétaire n'est efficace que si les variations des taux d'intérêt de court terme se reflètent dans les taux d'intérêt de long terme :

> If credit regulation did have to act through long-term investment, its efficacy would be very seriously circumscribed […]. It is very natural that the economists who believe that the efficacy of credit regulation depends on its influence on the long-term investment market should be very sceptical of its power to do anything worth mentioning at all (Hawtrey, 1952, p. 112).

Hawtrey ne croit pas à cette influence des taux bancaires sur les taux à long terme[273]. Il essaie de fonder ce point de vue de manière empirique dans *A Century of Bank Rate* (1938), ce qui fera écrire à Hicks[274] que « [Hawtrey] is marshalling the empirical evidence which tells, so he believes, on his side of the great dispute which has made most English economists either Keynesians or Hawtreyans » (1939, p. 21).

Nous avons vu précédemment que, pour Hawtrey, il existe un lien entre les taux d'intérêt bancaires et les taux de long terme. En effet, les négociants en titres jouent le même rôle que les autres négociants dans le processus d'expansion consécutif à une diminution des taux bancaires. Sur le marché des titres, l'augmentation des prix est une augmentation des cours qui vient diminuer les taux d'intérêt de long terme. Leur diminution est donc la conséquence, et non la cause, de l'expansion économique. Il y a bien un lien entre les taux bancaires et les taux d'intérêt de long terme, mais ce lien passe par le processus d'expansion par les stocks lui-même. Dès lors, la relance économique ne peut pas être initiée par la diminution des taux d'intérêt de long terme puisque ceux-ci, non contrôlés par les banques, ne

[273] Pour une discussion contemporaine, voir Lavoie et Seccareccia (2005).

[274] Hicks est revenu à plusieurs reprises sur ce débat entre Keynes et Hawtrey, voir ainsi Hicks (1977, p. 120-1). S'il partage l'idée de Keynes selon laquelle l'essentiel des fluctuations macroéconomiques sont liées aux variations de l'investissement, il pense comme Hawtrey que la politique monétaire ne peut pas influencer les taux d'intérêt de long terme. Elle est donc inefficace.

diminuent qu'en conséquence de l'expansion[275]. Si la diminution des taux longs peut, éventuellement, venir renforcer le mouvement inflationniste, elle ne peut cependant pas en être à l'origine.

Ainsi, pour Hawtrey, la politique monétaire ne peut être efficace que si les stocks des négociants sont sensibles aux taux d'intérêt. Il pense pouvoir en conclure que puisque la politique monétaire a historiquement prouvé son efficacité et puisque qu'elle ne peut pas influencer les taux longs *avant* d'avoir été efficace, une théorie des fluctuations économiques repose nécessairement sur le rôle des stocks des négociants.

Conclusion

A l'issue de ce chapitre, nous disposons des éléments qui nous permettrons de montrer, dans le prochain chapitre, que Hawtrey propose une théorie de l'instabilité financière. Nous avons ainsi cherché, dans ses écrits, les éléments nécessaires au développement d'une telle théorie.

La théorie de la monnaie proposée par Hawtrey a été mise en évidence. Sa caractéristique première est de poser de manière distincte la question de la monnaie et celle de la finance, ouvrant la voie vers un traitement séparé de la question de la neutralité de la finance. Dans l'étude de cette théorie, deux principaux résultats ont été obtenus :

- La distinction faite par Hawtrey entre monnaie et crédit l'amène à une conception des banques que nous avons rapprochée de celle de Marx.
- Nous avons précisé le statut de la théorie quantitative de la monnaie telle que Hawtrey la conçoit. Si elle permet d'exprimer le pouvoir d'achat de la monnaie elle n'implique pourtant ni proportionnalité ni même causalité entre la masse monétaire et le niveau général des prix ; c'est ce que nous avons appelé la version « faible » de la théorie quantitative.

Nous avons ensuite proposé une formalisation simplifiée du modèle macroéconomique de Hawtrey, dont nous avons analysé les processus d'ajustement, en particulier en ce qui concerne le processus d'expansion par les stocks. Une telle

[275] « [Hawtrey] does not believe in any important direct repercussion of monetary policy on the long-terme rate of interest […] He holds that changes in the long rate are simply reflections of changes in the activity of business » (1939, p. 22-3).

formalisation ouvre la voie vers une théorie du cycle. En attendant, elle nous a permis :

- De formaliser le rôle joué par la théorie de la monnaie chez Hawtrey, et en particulier de prouver que la variation de la masse monétaire est le résultat, et non la cause, de la variation du niveau général des prix.
- Dans un second temps, de donner une version dynamique de ce modèle, qui nous a permis de traduire sa conception du processus cumulatif. La relation entre la marge disponible et le niveau général des prix a cependant été exprimée par l'élasticité-prix de la demande de monnaie, ce qui ne permet pas une véritable étude dynamique.
- De proposer un modèle de comportement des négociants, dont nous avons fourni les justifications .
- De manière générale, de montrer que toute la théorie de Hawtrey repose sur des articulations entre flux et stocks. C'est notamment le cas de la théorie quantitative et de sa définition des revenus et des dépenses des consommateurs.

Enfin, nous avons montré que les marchés financiers ne sont pas étrangers à la théorie de Hawtrey et nous avons précisé leur articulation avec les marchés des biens. Cela constitue le point de départ d'une généralisation de sa théorie qui en tiendrait compte. Dans ce cadre :

- En suivant Hawtrey, nous avons montré comment peut se concevoir, dans son modèle, l'ajustement entre l'épargne et l'investissement. En particulier, nous avons distingué selon que le déséquilibre I-S provenait d'un accroissement de la marge disponible ou d'un déséquilibre sectoriel.
- Enfin, nous avons présenté une vue d'ensemble cohérente de son analyse hawtreyenne de l'investissement.

Un tel travail devait assumer une part d'arbitraire. Celle-ci s'est surtout manifestée dans la sélection des idées et la focalisation sur *Currency and Credit* (1919). Le chapitre suivant prolonge le travail commencé ici.

Chapitre VI

L’instabilité économique chez Hawtrey

Introduction

Le précédent chapitre nous a permis d'étudier la théorie de la monnaie de Hawtrey, les mécanismes d'ajustement à l'œuvre dans son modèle macroéconomique et la place des marchés financiers dans ce modèle. A partir de ces acquis, l'objectif du présent chapitre est de discuter et élargir son affirmation selon laquelle il existerait une instabilité inhérente au crédit. Discuter, parce qu'il nous semble nécessaire de préciser les conditions de validité de cette affirmation. Elargir, parce que si notre objectif final est bien de mettre en évidence la contribution de Hawtrey aux théories de l'instabilité financière, celle qu'il propose peut sembler de portée limitée. Il s'agit ainsi de justifier son affirmation – tout en en relevant les limites – et de montrer que, malgré tout, sa théorie est de portée plus générale qu'elle ne paraît.

Davis (1979, p. 11) avance l'idée que, chez Hawtrey, les fluctuations économiques sont l'expression d'une instabilité fondamentale des systèmes de crédit et que leur périodicité vient des caractéristiques du système monétaire ; il n'en avance cependant pas la preuve. La majorité de la littérature secondaire reprend l'affirmation de Hawtrey sur l'instabilité inhérente du crédit et la justifie en développant son explication du processus cumulatif. Mais la preuve de l'affirmation n'est pas apportée.

La longue introduction du précédent chapitre constituait aussi, à bien des égards, une introduction au présent chapitre. Nous ne reviendrons pas sur la présentation de Hawtrey et de son œuvre. Nos hypothèses sont, pour l'essentiel, les mêmes dans les deux chapitres. Cependant, la méthode suivie sera sensiblement différente. Il ne s'agira pas seulement d'expliciter le contenu de la théorie de l'auteur, mais de le questionner. Ainsi, pour montrer que Hawtrey propose une théorie de l'instabilité financière, nous partirons de son modèle macroéconomique et nous essaierons progressivement de généraliser ses conclusions au crédit puis à la finance. A chaque étape nous mettrons en évidence les conditions de validité de la

théorie et nous discuterons les hypothèses qui y sont implicitement ou explicitement posées.

Nous commencerons par discuter la théorie des fluctuations économiques de Hawtrey en explicitant les conditions sous lesquelles le processus d'expansion est cumulatif en l'absence de banques, puis en étudiant le mécanisme de retournement et les conséquences réelles du cycle économique (1). Nous pourrons alors établir l'instabilité généralisée du modèle macroéconomique, que nous discuterons au regard de la question de la rationalité des agents et du rôle joué par l'étalon-or (2). Enfin, nous essaierons de mesurer en quoi cette théorie constitue une théorie de l'instabilité financière (3). Cela nous permettra, comme annoncé en introduction du précédent chapitre, de justifier le choix de Hawtrey comme théoricien pré-keynésien de l'instabilité financière.

1. Théorie des fluctuations économiques

Au cours du précédent chapitre, nous avons exposé le processus d'expansion par les stocks décrit par Hawtrey. En réaction à une baisse des taux d'intérêt bancaires[276] les négociants augmentent leur niveau de stocks désirés. Afin d'accroître ces derniers, ils augmentent leurs commandes aux producteurs, ce qui conduit à une augmentation des prix si la production ne varie pas. Cependant, les négociants sont contraints de demander de nouveaux crédits pour deux raisons : d'une part, parce que la hausse des prix augmente leur endettement désiré, d'autre part, parce que dans la mesure où les consommateurs n'ont pas augmenté leur encaisse monétaire dans la même proportion que l'augmentation de leurs revenus, une partie des revenus supplémentaires dus à l'accroissement initial de l'endettement des négociants revient à la banque en remboursement de ses avances.

Hawtrey affirme qu'en l'absence de contrainte sur la quantité de moyen légal de paiement, ce processus d'expansion cumulatif n'a pas de limite :

> The governing condition, on which everything else depends, is the enlargement of the consumers' income and outlay. What stops that enlargement is the shortage of gold reserves; this is the only obstacle in the way of indefinite expansion (Hawtrey, 1932, p. 105-6).

[276] Mais, nous l'avons montré, d'autres facteurs peuvent expliquer le commencement du processus cumulatif.

Le crédit est instable : toute décision des négociants d'augmenter leur stock éloigne l'économie de l'équilibre et elle n'y revient jamais. Néanmoins, l'existence d'un moyen légal de paiement en quantité limitée implique que le processus cumulatif n'est pas illimité parce que l'expansion amène une réaction des banques qui y met fin : le relèvement du taux d'intérêt.

Dès lors, le modèle macroéconomique de Hawtrey lui permet de définir une succession de phases d'expansion et de dépression du crédit, des prix et des stocks des négociants ; il propose ainsi une théorie du cycle économique. Nous étudierons donc successivement les conditions du processus cumulatif d'expansion (1.1) et celles du retournement du cycle (1.2). Ce cycle économique n'est pas seulement un cycle du crédit ; il a aussi des conséquences réelles, que nous discuterons (1.3).

1.1. Le processus d'expansion est-il cumulatif en l'absence de réaction des banques ?

En l'absence de réaction des banques, Hawtrey affirme que le processus d'expansion est cumulatif. Il semblerait en effet que les négociants ne parviennent pas à atteindre leur objectif d'accroissement de leurs stocks, ce qui les contraint à une nouvelle expansion du crédit. Laidler (1993, p. 1073) suggère ainsi que le processus cumulatif est lié à la frustration des plans des négociants concernant l'accumulation de stocks. Nous suivons ici cette suggestion.

Il s'agit dès lors de discuter l'affirmation de Hawtrey selon laquelle la réaction des banques due au manque d'or est le seul obstacle à une expansion infinie. Nous nuançons cette affirmation en montrant que même en l'absence de réaction des banques il existe un frein endogène à l'expansion, dû à l'existence d'un intervalle du niveau général des prix sur lequel le niveau des stocks augmente avec lui. Les conditions d'une expansion infinie sont ainsi précisées.

Après avoir étudié le cas général, nous détaillerons le cas particulier d'une économie sans monnaie, au sens de moyens légaux de paiement, par laquelle Hawtrey commence son exposé dans *Currency and Credit* (1919), puis le cas particulier d'une élasticité-prix nulle de la demande réelle de monnaie lorsque qu'il existe des moyens légaux de paiement en quantité limitée. Nous conclurons en rapprochant les résultats obtenus des descriptions de Hawtrey.

a) Le cas général

A partir du modèle simplifié proposé au chapitre précédent, on peut obtenir l'équation suivante de la demande de monnaie :

$$\frac{(M_c + D)'}{M_c + D} = \frac{(M + B)'}{M + B} = e\frac{P'}{P}$$

En posant c une constante et en intégrant, on obtient :

$$ln(M + B) = eln(P) + ln(c) \qquad \Leftrightarrow M + B = cP^e$$

$$\Leftrightarrow B = cP^e - M$$

D'où l'on tire une expression du niveau des stocks en fonction du niveau des prix[277] :

$$s = \frac{B}{P} = \frac{cP^e - M}{P} = cP^{e-1} - \frac{M}{P}$$

Il est ici évident que lorsque le niveau général des prix augmente, il existe un niveau des prix p_s jusqu'auquel le niveau des stocks augmente et à partir duquel il commence à diminuer. Ce niveau des prix pour lequel le niveau maximum des stocks est atteint est donné[278] par :

$$p_s = \left(\frac{M}{(1-e)c}\right)^{\frac{1}{e}}$$

Le niveau maximum que les stocks peuvent atteindre est alors donné par[279] :

$$s_{max} = ecP_s^{e-1}$$

A l'opposé, les stocks deviennent négatifs dès que :

$$s < 0 \Leftrightarrow p < \left(\frac{M}{c}\right)^{\frac{1}{e}}$$

L'accroissement des stocks des négociants est donc limité au volume suivant :

$$s_{max} - s = ecP_s^{e-1} - cP^{e-1} + \frac{M}{P} = (e-1)cP^{e-1} + \frac{M}{P}$$

Pour $e \leq 1$ cette marge d'accroissement est inférieure à $\frac{M}{P}$, c'est-à-dire au pouvoir d'achat du stock de monnaie légale.

[277] La constante c relie ici la demande de monnaie au niveau de la production y. En effet, pour $e = 1$ la demande nominale de monnaie est égale à cP et la demande réelle de monnaie est égale à c.
[278] Voir l'annexe D pour le détail du calcul.
[279] Voir l'annexe D pour le détail du calcul.

Finalement, nous avons montré que le niveau des stocks des négociants est une fonction croissante du niveau général des prix sur l'intervalle $]0; p_s]$ et décroissante sur l'intervalle $[p_s; +\infty[$. Dès lors, les négociants peuvent obtenir le niveau de stocks désiré s'il est inférieur à s_{max}. Cela est en revanche impossible pour $0 < e \leq 1$ et pour un objectif de stock supérieur à s_{max}.

Hawtrey a clairement en vue une situation où l'élasticité-prix de la demande nominale de monnaie est inférieure à 1. Cela peut être dû, par exemple, au fait que les salariés ont une élasticité-prix unitaire de leur demande de monnaie mais pas les capitalistes[280]. Puisque Hawtrey suppose une certaine viscosité des salaires, une phase d'expansion peut même se traduire par une diminution de cette élasticité-prix[281]. Nous pouvons cependant envisager deux cas particuliers :

Pour $e = 0$ – Dans cette situation, la demande nominale de monnaie est constante. Le niveau des stocks décroît lorsque le niveau des prix augmente, pour tout stock positif[282].

Pour $e > 1$ - Toute augmentation des prix entraîne un accroissement de la marge disponible supérieur à l'accroissement des prix et le niveau des stocks peut augmenter indéfiniment. Les commerçants atteignent donc toujours leur objectif. En effet, pour tout $e > 1$ on a $p_s = +\infty$.

b) Processus cumulatif en l'absence de moyen légal de paiement.

Le cas particulier d'une économie sans moyens légaux de paiement permet d'interpréter les résultats obtenus. En effet, le niveau des stocks est alors donné par $s = \frac{B}{P} = cP^{e-1}$ et l'on constate :

Pour $e < 1$ - Le niveau des prix au-delà duquel le niveau des stocks décroît devient nul. Le niveau des stocks décroît donc toujours lorsque celui des prix augmente. Le processus cumulatif d'expansion est infini. Dans la société « sans monnaie », il y a une unité de compte qui est une unité de mesure des dettes, et donc des prix ; le banquier fournit un moyen de paiement efficace « mais il apparaît que cet équilibre est *instable* » (Hawtrey, 1919 [3], p. 19).

[280] L'élasticité-prix de la demande de monnaie pourrait aussi être une fonction décroissante du taux d'expansion du crédit.
[281] Laidler (1993, p. 1074) note que la répartition du revenu national entre les salaires et les profits peut jouer un rôle central.
[282] Mais croît pour un niveau des stocks négatif.

Pour $e = 1$ – Le niveau des stocks est constant à $s = c$ et ne varie pas lorsque le niveau des prix varie. Toute décision des négociants d'augmenter leurs stocks les laisse inchangés. Le processus d'expansion cumulative est infini.

Pour $e > 1$ – Le niveau des stocks augmente pour tout niveau général des prix positif : le niveau des stocks croît lorsque celui des prix croît. Les négociants peuvent atteindre leur objectif d'augmentation de leurs stocks.

Ainsi, pour tout $e \leq 1$ et en l'absence d'un moyen légal de paiement, les négociants ne parviennent jamais atteindre leur objectif réel de stocks. Le processus cumulatif est donc sans limite dès lors que les négociants augmentent leurs commandes pour accroître leurs stocks.

On peut remarquer que lorsque l'élasticité-prix de la demande de monnaie est inférieure à un, la marge disponible augmente moins vite que le niveau général des prix. Comme cette marge disponible finance les stocks des négociants, la valeur totale de ces stocks augmente moins vite que leur prix lorsque le niveau général des prix augmente. Le volume des stocks doit donc baisser. En revanche, lorsqu'il existe des moyens légaux de paiement dont la quantité est fixe, la marge disponible a pour contrepartie à la fois les stocks des négociants et cette quantité de monnaie légale. Dès lors, dans un premier temps, l'accroissement de la marge disponible au taux ek permet un accroissement de la valeur des stocks des négociants supérieur à la hausse des prix, si bien que le volume de ces stocks peut augmenter.

c) Processus cumulatif pour une demande réelle de monnaie constante

Le modèle statique proposé dans le chapitre précédent décrivait un état stationnaire. Nous y avons supposé que la demande de monnaie était une demande réelle, c'est-à-dire que nous avons implicitement admis que l'élasticité-prix de la demande nominale de monnaie était de 1. Dès lors, le niveau des stocks des négociants était donné par :

$$s = \frac{B}{P} = L(y) - \frac{M}{P}$$

Il vient immédiatement que le niveau des stocks croit indéfiniment avec le niveau général des prix. En effet, une part de plus en plus grande de l'encaisse réelle des consommateurs constante a pour contrepartie les stocks des négociants. On a alors $s_{max} = L(y)$ et la fonction de stock admet un majorant égal à la demande

d'encaisse réelle constante. En comparant l'équation précédente à celle obtenue dans le cas général, on obtient :

$$s = \frac{B}{P} = cP^{e-1} - \frac{M}{P} = L(y) - \frac{M}{P} \Leftrightarrow c = L(y)$$

Par conséquent, la constante c précédemment introduite est la demande réelle de monnaie pour le niveau initial des prix. Lorsque l'élasticité-prix de la demande réelle de monnaie est nulle, le niveau des stocks ne varie qu'en fonction du pouvoir d'achat contenu dans la quantité fixe des moyens légaux de paiement. Le niveau des stocks devient négatif dès lors que la demande réelle de monnaie devient inférieure au pouvoir d'achat contenu dans cette quantité fixe. La marge d'accroissement du niveau général des stocks est égale au pouvoir d'achat des moyens légaux de paiement.

Les négociants peuvent accroître leurs stocks en augmentant les commandes qu'ils passent aux producteurs, ce qui a pour effet d'augmenter le niveau général des prix. On peut par conséquent immédiatement en conclure :

- Qu'il n'existe pas d'équilibre économique si le niveau de stocks désiré par les négociants est supérieur à la demande réelle donnée de monnaie c ; dans ce cas, les négociants augmentent indéfiniment leur endettement dans l'espoir d'accroître leurs stocks au-delà de ce volume maximum et le processus cumulatif est infini.
- Que pour un niveau de stock désiré inférieur à la demande réelle de monnaie, les négociants augmentent leurs commandes d'un montant et atteignent un niveau de prix tels qu'ils réalisent leur objectif de stocks, en une fois s'ils sont rationnels, en augmentant successivement leurs commandes sinon.

Dans le cas particulier où il n'existe pas de moyens légaux de paiement, il n'existe donc pas d'équilibre économique si le niveau de stock agrégé désiré par les négociants est supérieur ou égal à la demande réelle donnée de monnaie. Le processus cumulatif est alors infini dans tous les cas. Les négociants n'ont collectivement aucun intérêt à accroître ou diminuer leur endettement mais chacun d'eux a nécessairement intérêt à le faire s'il ne veut pas voir ses profits diminuer.

d) Le processus cumulatif d'expansion par les stocks

Le processus cumulatif décrit par Hawtrey peut alors prendre place. A partir d'un état stationnaire, lorsque les banques diminuent leur taux d'intérêt, les négociants veulent accroître leurs stocks. Cependant, si le niveau de stocks ainsi désiré (correspondant à l'endettement désiré) est supérieur au niveau de stocks maximum, la hausse des commandes ne permet jamais d'atteindre la situation désirée. En fait, les commerçants sont incapables d'atteindre l'endettement désiré car toute augmentation de leur endettement entraîne une hausse des prix telle que l'augmentation initiale de leur endettement s'avère insuffisante :

> Une demande excessive de crédits provient en réalité de l'épuisement des stocks du négociant, et la prospérité qui permet au consommateur d'épuiser ces stocks a pour véritable origine les commandes nouvelles passées par le négociant pour leur reconstitution (Hawtrey, 1919[3], p. 37).

Il n'existe aucune hausse de leur endettement qui leur permette d'atteindre leur objectif. Ils augmentent donc leur endettement, ce qui augmente les prix et les éloigne chaque fois davantage de leur objectif :

> [C'est là un] nouvel exemple d'un phénomène que l'on retrouve constamment dans la théorie du crédit et qui est, en effet, à la base de l'instabilité inhérente au crédit : une cause perturbatrice donne naissance à des effets ultérieurs qui ont tendance, à leur tour, à stimuler la cause elle-même (Hawtrey, 1919[3], p. 213).

Pour eux, la seule solution serait de diminuer leur endettement de sorte que les prix baissent à un niveau où il existe une solution à leur dilemme. Leur endettement est, en somme, toujours inférieur à celui qu'ils désirent.

Même dans les cas où le niveau de stock désiré des négociants peut être atteint, il peut y avoir un processus cumulatif transitoire si ceux-ci prennent leurs décisions sur la base des « prevailing prices » plutôt que des prix d'équilibre rationnellement anticipés. A priori, le processus cumulatif vient du fait que les négociants fondent leurs décisions sur ces « prevailing prices » et non sur les prix anticipés.

En l'absence de moyen légal de paiement, un processus cumulatif d'inflation des prix et des dettes peut avoir lieu. Il est cumulatif car il y a une continuité temporelle des dettes :

> However conventional and arbitrary the unit may be, once it is established as the basis of the debts and prices and values of a market, it si bound to assume a certain continuity » (Hawtrey, 1919[4], p. 49).

Si le marché était soldé (« cleared ») à chaque période, l'unité de compte serait fixée de manière arbitraire à chaque période et l'étude du niveau général des prix n'aurait aucun sens[283]. En revanche, si un stock de dettes (et donc une marge disponible) subsiste d'une période à l'autre, il doit y avoir une certaine continuité.

*

Ainsi, la possibilité de stocks croissants lorsque le niveau général des prix augmente est liée à l'existence de moyens légaux de paiement en quantité limitée. Le niveau maximum de stocks qui peut être atteint ne peut cependant pas être très supérieur au niveau de stocks existant. Nous retrouvons ici la conclusion de Hawtrey selon laquelle lorsque la création de crédit n'est pas égale à sa destruction, on a une baisse ou une hausse du crédit et des prix sans limite. Nous la retrouvons cependant *sous conditions*.

1.2. Le processus de retournement du cycle économique

En considérant les objectifs des négociants, nous avons vu que le caractère infini ou non du processus cumulatif dépendait de leur capacité à atteindre ces objectifs. En faisant cela, nous avons délibérément laissé de côté – provisoirement – l'existence de forces adverses que l'expansion peut engendrer. Or, en dégradant la liquidité des banques, l'expansion doit nécessairement amener une réaction de leur part qui doit mettre fin à cette dégradation, et donc à l'expansion économique.

Ainsi, la défense de leurs réserves conduit les banques à relever leur taux d'intérêt, produisant ainsi un cycle économique. Il s'agit maintenant d'étudier comment les contraintes de liquidité des banques conduisent au retournement du cycle économique. Les caractéristiques institutionnelles et internationales du système monétaire ont un impact sur ce cycle et son retournement ; elles seront donc rapidement étudiées. Enfin, nous déterminerons la capacité de stabilisation de l'économie que les banques - et en particulier la banque centrale lorsqu'elle existe –

[283] Dans le crédit sans monnaie, le choix de l'unité est indéterminé et non-essentiel, parce que seuls importent les prix relatifs. De même que le choix de la langue de négociation est arbitraire, n'a pas d'importance et ne détermine pas le résultat de la négociation.

acquièrent compte tenu de leur rôle décisif dans la phase d'expansion et dans le retournement.

Nous ferons provisoirement deux hypothèses, qui seront successivement relâchées dans la prochaine section. La première est que nous nous trouvons dans un système d'étalon-or, dans le pays considéré comme dans les autres pays. La seconde est que les banquiers sont des agents rationnels qui, à ce titre, anticipent rationnellement les conséquences de leurs décisions.

a) La contrainte de liquidité bancaire

Pour Hawtrey, le processus cumulatif prend nécessairement fin car, lorsqu'il existe un moyen légal de paiement en quantité limitée – comme c'est le cas dans un système d'étalon-or - la nécessité pour les banques de conserver une liquidité minimale les oblige à relever leur taux d'intérêt. Ce relèvement du taux d'intérêt bancaire provoque une révision à la baisse des objectifs de stock des négociants et met fin au processus cumulatif d'expansion du crédit et de hausse des prix.

Or, Hawtrey remarque qu'il existe toujours une demande de monnaie sous forme de moyens légaux de paiement pour le paiement des salaires et pour les dépenses de consommation des négociants, qui ne peuvent se régler sur la base du crédit et nécessitent de la monnaie (*currency*). Comme nous l'avons fait jusqu'ici, nous supposons que cette demande de monnaie légale représente une fraction constante du montant des dépôts bancaires[284]. Dès lors, l'augmentation de la marge disponible entraîne un besoin croissant de moyens légaux de paiement. Dans la mesure où ces derniers n'existent qu'en quantité limitée, l'accroissement de la quantité d'espèces dans les mains des consommateurs ne peut provenir que d'une réduction des réserves des banques. Il s'ensuit bien évidemment que la liquidité bancaire mesurée par le rapport $\frac{M_b}{D}$ a tendance à se dégrader. L'expansion s'accompagne ainsi d'un drainage des espèces détenues par les banques et, donc, d'une liquidité bancaire décroissante.

[284] L'analyse de Hawtrey est cependant plus fine et détaillée sur ce sujet.

Finalement, Hawtrey conclut que « le danger provient d'une augmentation excessive des crédits. Le remède ne peut être qu'une restriction des crédits » que les banques obtiennent par l'élévation du taux d'intérêt[285] :

> Il peut sembler étrange qu'un changement aussi faible qu'un accroissement de 1 ou 2% dans le taux d'intérêt des emprunts à court terme puisse avoir des résultats aussi lointains que ceux que l'on constate en fait. L'explication réside en partie dans la réaction immédiate des négociants qui sont les dirigeants de l'économie. Mais cet effet se trouve beaucoup accru, parce qu'une contraction du crédit signifie une chute des prix des marchandises et qu'une chute des prix a elle-même un effet semblable à une nouvelle élévation dans le taux de l'intérêt (Hawtrey, 1919[3], p. 212).

L'expansion doit ainsi s'accompagner d'une élévation du taux d'intérêt, de sorte que c'est la monnaie - au sens de *currency* - qui est la source de la stabilisation du crédit. L'expansion du crédit ne peut donc aller plus loin que les limites imposées par la gestion de la liquidité bancaire.

Puisque nous supposons que les banquiers agissent rationnellement, nous pouvons ajouter l'équation suivante au modèle proposé au chapitre précédent, où l est un ratio de liquidité bancaire que les banques souhaitent laisser constant :

$$\frac{M_b}{D} = l \Leftrightarrow B = (1-l)D \Leftrightarrow l = 1 - \frac{B}{D}$$

Or, toute variation du niveau général des prix doit s'accompagner d'une variation de ce ratio. En effet :

$$(1+\alpha)D = cP^e \text{ et } B = cP^e - M$$

D'où :

$$\frac{B}{D} = \frac{(1+\alpha)(cP^e - M)}{cP^e} = (1+\alpha)\left(1 - \frac{M}{cP^e}\right)$$

De l'égalité précédente, se déduit le résultat évident que $1 - {}^{B}/_{D}$ n'est pas une constante mais une fonction décroissante du niveau général des prix qui tend vers $-\alpha$[286], sa dérivée étant décroissante. Le ratio de liquidité bancaire a ainsi tendance à se détériorer jusqu'à un point que les banques ne peuvent supporter puisque leurs réserves tendent à devenir négatives.

---

[285] Les banquiers disposent d'autres techniques pour restreindre le crédit sans formellement le refuser, mais la principale est la hausse du taux d'intérêt. Cette hausse n'est pas tellement un problème pour le producteur mais c'en est un pour le négociant (Hawtrey, 1919[3], p. 33).

[286] $l < 0$ signifie seulement que la banque a fait défaut sur la convertibilité en or de ses billets et dépôts, ou l'a suspendue.

Il est clair ici que si les banques modifient leur taux d'intérêt en anticipant rationnellement leur ratio de liquidité, de sorte à maintenir ce ratio constant, le niveau des prix ne peut pas varier.

b) Complications internationales

L'existence de taux de change, comme dans un système monétaire international basé sur l'étalon-or, accentue encore le cycle. Cet aspect de l'analyse de Hawtrey est suffisamment connu pour que l'on puisse se contenter de souligner quelques points qui nous paraissent importants. L'argument central est que dans un système d'étalon-or international les mêmes causes qui conduisent à un drainage intérieur de la réserve des banques conduisent aussi à un drainage extérieur des espèces puisque, lorsque le niveau des prix augmente comme conséquence de l'expansion du crédit, l'or sort du pays.

En effet, « l'équilibre sur le marché des changes dépend de l'équilibre entre les achats et les ventes de produits internationaux » (Hawtrey, 1919[3], p. 99), en tenant compte de toutes les transactions et non seulement des ventes de biens, si bien que « l'équilibre auquel tend le marché des changes étrangers est un équilibre du *niveau des prix* » (Hawtrey, 1919[3], p. 100). Dès lors, en présence d'un étalon-or international, toute expansion intérieure du crédit entraine des exportations d'or[287] qui imposent de nouvelles limites à l'expansion :

> Tout pays qui s'engage dans une expansion du crédit à laquelle ses voisins ne participent pas est appelé à perdre de l'or. Mais cela même l'incite à réfréner cette expansion et l'or qui est exporté donne naissance à une expansion dans les autres pays (Hawtrey, 1919[3], p. 153).

L'étalon-or est ainsi un mécanisme de régulation du crédit car le seul moyen de mettre fin à la sortie d'or est de contracter le crédit :

> Une expansion du crédit stimule la production. C'est seulement quand la production cesse de réagir facilement à ce stimulant qu'une hausse des prix en partie virtuelle, en partie réelle, commence. Lorsque tout l'outillage de la production travaille à plein, que les prix sont hauts, que les marchés sont devenus par trop avantageux pour les produits internationaux, les importations augmentent, les exportations diminuent, et le solde débiteur du pays s'accroît d'autant. Si on ne s'y oppose pas, ce solde est réglé en métal jusqu'à épuisement des réserves d'or. Une contraction du crédit, en forçant les

[287] Pour Hawtrey on assiste alors à une dépréciation *virtuelle* de la monnaie nationale.

> négociants à accroître leurs ventes et à diminuer leurs achats, contribue à redresser sur le champ une balance défavorable des paiements et à garantir le stock d'or contre des exportations continuelles. Mais le remède ne sera décisif que lorsque la cause du désordre aura été supprimée, c'est-à-dire quand les dépenses excessives de consommation auront été réduites (Hawtrey, 1919[3], p. 194).

En situation de taux de change flottant, celui-ci s'ajuste de telle sorte que la monnaie nationale se déprécie et il n'existe pas de mécanisme automatique de régulation du crédit. Il en va de même lorsqu'il existe un étalon-or international mais que l'on fait face à une expansion universelle du crédit, puisque l'or ne peut pas être exporté. Dans ce cas, le crédit fluctue de manière simultanée dans tous les pays et le monde pris dans son ensemble subit les mêmes dangers qu'un pays isolé (Hawtrey, 1919 [3], p. 154).

c) Efficacité de la politique monétaire

Le taux d'intérêt bancaire semble tout puissant : son relèvement met fin au processus d'expansion cumulatif que son abaissement avait déclenché. Cependant, à s'en tenir à ce que nous venons de voir, on ne peut pas constater de cycle économique puisque le taux d'intérêt s'ajuste instantanément de sorte que le niveau d'endettement et donc le niveau général des prix restent constants. Cela suppose cependant que les banques prennent des décisions rationnelles – nous discuterons ce point plus loin.

Il ne s'agit pas, néanmoins, d'un ajustement automatique : l'ajustement du taux d'intérêt bancaire résulte d'une décision explicite de la banque. Dès lors, une banque centrale ayant le contrôle de la quantité des moyens de paiement légaux en circulation bénéficie d'un pouvoir discrétionnaire dans la fixation du taux d'intérêt. Hawtrey est dès lors favorable à l'existence d'une banque centrale qui doit jouer ce rôle de prêteur en dernier ressort permanent[288]. On peut dès lors espérer l'avènement d'un système plus rationnel dans lequel :

> Il suffira d'une intervention opportune des Banques Centrales du monde pour arrêter l'expansion du crédit avant qu'il ne soit trop tard et éviter ainsi le besoin d'une contraction ultérieure. Le niveau des prix mondiaux deviendra relativement stable. Le chômage et les crises financières qui accompagnent la chute des prix seront évités ; et l'on ne verra plus ainsi les conflits qui résultent de l'ajustement continuel des salaires

[288] Voir De Boyer et Solis (2003, p. 84-6).

au pouvoir d'achat de la monnaie durant les variations cycliques (Hawtrey, 1919[3], p. 216-7).

La théorie macroéconomique de Hawtrey aboutit ainsi à la conclusion de la toute puissance de politique monétaire dans la stabilisation économique. C'est ce qui a fait écrire à Schumpeter que :

> Throughout the twenties, Hawtrey's theory enjoyed a considerable vogue. In the United States, especially, it was the outstanding rationalization of the uncritical belief in the unlimited efficacy of the open-market operations of the Federal Reserve System that prevailed then (Schumpeter, 1954).

Hicks (1969) remarque de son côté que la publication de *Currency and Credit* en 1919 ouvre la période des politiques monétaires actives de stabilisation.

Pour cela, la banque centrale doit contrôler non pas le niveau général des prix mais les revenus des consommateurs. Hawtrey ajoutera dans ses écrits postérieurs à *Currency and Credit* l'existence d'un effet « psychologique » des variations des taux d'intérêt sur les stocks des négociants[289]. En effet, une faible variation des taux d'intérêt bancaires suffit à modifier le comportement de ces derniers qui anticipent que les banques devront accentuer cette variation jusqu'à rétablir leur liquidité. Ils ajustent donc leurs stocks quelle que soit la variation finale des taux d'intérêt bancaires.

L'existence d'une contrainte de liquidité bancaire s'exerçant sur les banques et celle de contraintes internationales liées au système de l'étalon-or assurent le retournement de la phase d'expansion. Cependant, les banques n'ont aucune raison de maintenir leurs taux d'intérêt à un niveau qui diminue leur ratio de liquidité bancaire. Leur réaction devrait être immédiate. Dès lors, l'existence d'un cycle économique implique l'absence de rationalité des banquiers ou l'inefficacité de leur action. Une banque centrale qui contrôle la quantité des moyens légaux de paiement a la liberté de permettre le développement de phases d'expansion mais celles-ci sont alors dues à l'action de la banque centrale et non à l'instabilité inhérente du crédit. De plus, une telle liberté est limitée en régime d'étalon-or.

[289] Sur le rôle des anticipations dans la politique monétaire selon Hawtrey, voir Hicks (1977, p. 124-5).

1.3. Les conséquences réelles du cycle économique

Nous avons donc successivement mis en évidence les conditions du processus d'expansion cumulatif puis les conditions de retournement du cycle économique. Ces dernières sont telles que, sous l'hypothèse d'étalon-or et de rationalité des banques, le cycle ne peut cependant pas être constaté. Avant de lever ces hypothèses dans la prochaine section, nous pouvons achever notre étude des caractéristiques du cycle en discutant ses conséquences réelles. En effet, bien que pour Hawtrey le cycle économique soit un phénomène purement monétaire, ses conséquences sont bien réelles. Il ne restera plus, au cours des deux sections suivantes, qu'à montrer comment ce cycle peut être généré.

Nous étudions successivement les conséquences réelles du cycle en situation de sous-emploi et en situation de plein-emploi. Nous concluons sur les rôles respectifs du négociant et du banquier dans le cycle économique.

a) Conséquences réelles du cycle en sous-emploi des capacités de production

Pour Hawtrey la situation économique normale est celle où existent des capacités de production inemployées. Dès lors, l'augmentation des commandes des négociants aux producteurs peut se traduire par une augmentation du niveau de la production :

> Si l'industrie travaille à plein rendement, l'expansion du crédit se fera sentir surtout par une hausse des prix. D'autre part, s'il existe une marge considérable de puissance productrice inemployée, l'effet principal de l'expansion du crédit sera d'augmenter la production (Hawtrey, 1919[3], p. 69).

Hawtrey n'est cependant pas toujours très clair sur la manière dont cette production supplémentaire est obtenue. Il est ainsi difficile de déterminer si, pour lui, le chômage et les capacités de production inemployées sont de type classique ou « keynésien » :

- Il semblerait en première approche que les producteurs ont intérêt à augmenter leur production aux prix courants, ce qui signifierait que leur coût marginal est inférieur au prix et que les chômeurs sont de type « chômeurs involontaires ».

- Hawtrey semble cependant considérer que les producteurs ont déjà maximisé leur profit mais que la hausse du niveau général des prix ne s'accompagne pas d'une hausse équivalente du taux de salaire monétaire, si bien que les producteurs ont intérêt à accroître leur production. Les salariés sont ainsi victimes d'une illusion monétaire.
- Il reste enfin possible que les producteurs soient eux-mêmes victimes d'une illusion monétaire et que, voyant les prix augmenter, ils augmentent les salaires pour produire davantage.

La prise en compte de cette possibilité d'accroissement de la production pendant la phase d'expansion modifie le modèle proposé par Hawtrey puisque le niveau de la production y dépend maintenant du niveau général des prix P. Lorsque les négociants s'endettent dans le but d'accroître leurs stocks, l'augmentation de leurs commandes aux producteurs entraîne une augmentation de la production *et* des prix. L'augmentation du niveau de la production est alors une fonction du niveau général des prix :

$$y = f(P) \qquad \text{avec } y' > 0 \text{ et } y'' < 0$$

Au fur et à mesure que l'expansion avance et que les surcapacités de production disparaissent, l'augmentation du niveau général des prix devient de plus en plus forte relativement à l'augmentation de la production. L'augmentation des commandes passées par les négociants aux producteurs s'écrit alors :

$$\frac{\dot{Y}}{Y} = \frac{(\dot{Py})}{Py} = \frac{\dot{P}}{P} + \frac{\dot{y}}{y} = k$$

Dans la mesure où tous les raisonnements précédents sont basés sur une augmentation donnée des prix, l'introduction de capacités de production inemployées ajoute peu de difficultés. On peut en effet remplacer l'élasticité-prix de la demande nominale de monnaie utilisée jusqu'ici par une élasticité-revenu, si bien que l'accroissement du revenu réel et l'accroissement du niveau général des prix ont le même effet sur la demande nominale de monnaie. L'ajout d'une fonction déterminant le partage de l'effet de l'augmentation des commandes des négociants entre l'augmentation de la production et l'augmentation des prix permet de tenir compte de ce partage.

Dans le cas limite où l'augmentation des commandes des négociants provoque une augmentation de la production sans augmentation des prix, la marge disponible

s'accroît d'un taux $ek > 0$ alors que le niveau général des prix est resté identique. Dans le cas général, dès lors que le taux d'accroissement du niveau général des prix est inférieur à ek, le niveau des stocks peut s'accroître puisque la marge disponible augmente plus vite que le niveau général des prix. Les négociants peuvent dès lors atteindre des niveaux de stocks supérieurs puisqu'une augmentation donnée des prix est contemporaine d'une hausse de la production qui incite les consommateurs à accroître davantage la marge disponible. Le niveau maximum de stocks atteignable est d'autant plus grand que les capacités de production inemployées sont grandes.

Une partie de la littérature secondaire a ainsi vu dans le schéma hawtreyen une préfiguration du principe keynésien de la demande effective. En effet, une diminution du taux d'intérêt stimule les commandes des négociants et s'accompagne d'une expansion monétaire qui stimule la demande globale (dépenses des consommateurs). Cela entraîne un ajustement du marché des biens par une augmentation du niveau de la production. Davis (1979, p. 23-24) est ainsi un ardent défenseur de la thèse selon laquelle Hawtrey a anticipé le multiplicateur keynésien[290].

Nous ne pouvons cependant pas souscrire à sa thèse selon laquelle les ajustements se font par les quantités (production, stocks) plutôt que par les prix. Nous avons en effet démontré que les limites imposées par les consommateurs à l'évolution de la marge disponible impliquent nécessairement des variations de prix. Même dans le cas limite où l'accroissement des commandes des négociants entraîne une hausse de la production et n'entraîne aucune hausse des prix, la capacité des négociants à atteindre leurs objectifs de stocks dépend de la variation de la marge disponible mise en œuvre par les consommateurs. Dès lors que cette variation n'est pas compatible avec le niveau de stocks désiré par les négociants, d'autres variations de leurs commandes aux producteurs doivent se produire et modifier le niveau général des prix. Or, nous l'avons vu, certains niveaux de stocks ne sont pas atteignables.

Enfin, on notera qu'une fois la dépression installée, il est clair que pour Hawtrey c'est le niveau trop élevé des salaires réels qui empêche le redémarrage de l'activité économique. Cela semble conforter une analyse des variations de la

[290] Cependant, Moggridge (1973) et Patinkin (1976) sont moins enthousiastes. Nous partageons leur point de vue. Davis (1983) essaie de rendre de compte de la convergence progressive des modèles de Hawtrey vers des modèles keynésiens de type *Treatise on Money* (1930) puis *Théorie Générale* (1936).

production dans le cycle en raison de la variation du salaire réel. Mais on peut noter que lorsque les banques relèvent leur taux d'intérêt, une baisse du salaire réel n'est pas suffisante pour empêcher la contraction du crédit et donc de la production puisque, par hypothèse, les banques relèvent leurs taux d'intérêt jusqu'à obtenir cette contraction.

b) Conséquences réelles du cycle au plein-emploi des capacités de production

Même lorsque les producteurs utilisent pleinement leurs capacités de production, le cycle économique n'est pas exempt de conséquences réelles. Ici, le fait central est que les banques, pour la gestion de leur liquidité, se guident par un rapport fixe entre leurs réserves et leurs engagements (Hawtrey, 1919[3], p. 37). Or, lorsqu'on s'approche du plein-emploi, les nouvelles commandes des négociants aux producteurs cessent de faire augmenter la production mais peuvent allonger le carnet de commande. Ainsi, l'apurement du marché des biens au plein-emploi lorsque les commandes des négociants augmentent peut être réalisé par l'augmentation des prix ou l'allongement des délais de livraison.

Mais dans la mesure où l'on peut supposer que les négociants n'ont besoin de s'endetter en contrepartie de leurs commandes supplémentaires que lorsque les biens sont livrés, il s'ensuit que la part de l'augmentation des commandes qui se résout par un allongement des délais de livraison des biens aux négociants par les producteurs, n'a pas pour contrepartie une augmentation immédiate de l'endettement des négociants mais une augmentation *latente* de cet endettement.

Or, les banques ne tiennent pas compte de cet endettement latent lorsqu'elles se guident par leur ratio de réserves tel qu'elles le constatent. Leur erreur est due à l'ignorance dans laquelle elles sont de l'état des carnets de commande des producteurs. De plus, la hausse des taux d'intérêt bancaires, lorsqu'elle survient, ne permet pas aux négociants de refuser la livraison des commandes et ils doivent s'endetter pour payer ces livraisons bien que le coût de cet endettement a augmenté. Dès lors, le relèvement des taux d'intérêt est sans effet sur l'endettement latent des négociants et leur endettement augmente alors même que les banquiers essaient de contracter le crédit. Ici, seule une augmentation du taux d'intérêt conduisant à la faillite des négociants pourrait mettre fin sans délai à l'accroissement de leur

endettement. Il existe ainsi un risque de panique des banquiers[291] qui dégénère en faillite des banques et de leurs clients (Hawtrey, 1919[3], p. 39). La façon de procéder des banques ne les protège donc pas : les choses peuvent être normales en apparence alors qu'en réalité un excès de crédit existe. Dès lors, la contrainte de liquidité bancaire ne joue pas son rôle stabilisateur puisque la crise se manifeste par des faillites et non par une dépréciation de la monnaie. La crise, bien que d'origine monétaire, a ainsi des conséquences réelles.

Hawtrey pense cependant qu'une politique monétaire adéquate est capable d'empêcher la crise d'éclater. Il est optimiste et estime qu' « il n'y a, au fond, pas de raison pour qu'une contraction du crédit ne puisse se réaliser sans entraîner de crise » (Hawtrey, 1919[3], p. 266). Lorsque la crise éclate malgré tout, Hawtrey préconise de sauver les affaires solvables :

> Si l'on pouvait, une fois pour toutes, distinguer les affaires qui sont définitivement insolvables et que l'on doit laisser s'écrouler, de celles qui peuvent être sauvées et si l'on pouvait donner à ces dernières les avances nécessaires, il n'y aurait pas de crise (Hawtrey, 1919[3], p. 252).

Cela implique que la banque centrale joue un rôle de prêteur en dernier ressort. En effet, lorsque les prix baissent il n'y a plus de danger de drainage de l'or :

> A ce moment, il n'y a plus aucune raison de restreindre la quantité de monnaie mise à la disposition du public (…) La Banque Centrale doit être libre de prêter, puisqu'en prêtant elle crée de la monnaie (Hawtrey, 1919[3], p. 253).

Cette intervention du prêteur en dernier ressort est cependant limitée aux crises où l'insolvabilité n'est pas générale et où la contraction engagée a été suffisante pour mettre fin à la sortie d'or. Le plus souvent, une coopération internationale entre banques centrales est nécessaire pour contrôler les effets de la crise. A bien des égards, la gestion de la crise de 1907 est celle que Hawtrey préconise : intervention de la New York Clearing House et des *money pools* organisés par J.P. Morgan[292] comme prêteurs en dernier ressort pour sauver les banques solvables, suspension de la convertibilité des *National Bank Notes*, coopération internationale à travers l'importation d'or à New-York en provenance de Londres[293].

[291] Avec notamment restriction quantitative du crédit ou demande de remboursement des prêts à vue. Voir Hawtrey (1919 [3], chap. 2) sur la panique des banquiers.
[292] Voir Mendez et Tutin (2010 et 2011).
[293] Voir chapitre VII.

c) Le personnage central : le négociant plutôt que le banquier

On peut enfin noter pour être complet qu'alors que le cycle a des causes exclusivement monétaires selon Hawtrey, ses ressorts profonds sont à rechercher non du côté des banquiers, mais du côté des négociants et des producteurs :

> L'un des avantages de notre point de vue, qui consiste à traiter le crédit comme le principal moyen de paiement et la monnaie comme un moyen subsidiaire, est de faire ressortir les causes et la nature de ces mouvements cycliques, avec une clarté toute particulière. Et je crois que cela nous a permis de trouver la case de l'instabilité du crédit, non pas tant dans l'activité des banquiers, mais dans celle des négociants et des entrepreneurs (Hawtrey, 1919[3], p. 630).

C'est ainsi avant tout le comportement des personnages qui assurent la production et l'échange des biens qui permet d'expliquer la crise, et non celui des personnages qui s'occupent de la monnaie et du crédit. Cela permet déjà, en soi, de poser la question de la *finance*.

*

La théorie des fluctuations économiques est, nous l'avons vu, une théorie du cycle dans laquelle la question du financement des négociants joue un rôle central. Un processus d'expansion cumulatif est à l'œuvre, sous des conditions que nous avons précisées. Cependant, la contrainte de liquidité des banques et les contraintes internationales liées à l'étalon-or doivent conduire à un retournement du cycle. Comme Juglar l'avait déjà proclamé, l'unique cause de la dépression est l'expansion qui a précédé. Le cycle économique ainsi décrit a deux caractéristiques que nous avons mises en évidence. D'une part, il a des conséquences réelles, même au plein-emploi des capacités de production. D'autre part, ce cycle peut être supprimé ou géré par des banques rationnelles ou, mieux, par une banque centrale qui contrôle la quantité de monnaie légale.

Il convient dès lors, dans une prochaine section, de montrer que ces fluctuations économiques prennent nécessairement la forme d'une instabilité généralisée du crédit.

2. Instabilité du crédit

Le chapitre précédent a été l'occasion d'expliciter, pour chaque agent, ses comportements et les conditions de réalisation de ses objectifs. En particulier, les conditions d'ajustement de la marge disponible et du niveau général des prix en réponse à une tentative des négociants de modifier le niveau de leurs stocks ont été mises en évidence. La première section de ce chapitre a permis de déterminer les conditions et les modalités du processus d'expansion par les stocks et de son caractère cumulatif, puis du processus de retournement du cycle économique. L'importance du comportement des banques ou de la politique monétaire lorsqu'il existe une banque centrale a été soulignée. Celles-ci peuvent en effet stabiliser le crédit et, donc, le système économique, malgré les obstacles réels que nous avons évoqués.

La présente section a pour but, dans un premier temps, de rassembler l'ensemble des éléments du « puzzle » pour étudier l'instabilité du modèle macroéconomique de Hawtrey dans sa globalité (2.1). Dans un second temps, les conclusions ainsi obtenues pourront être généralisées en relâchant les hypothèses de rationalité (2.2) et d'étalon-or (2.3).

2.1. L'instabilité généralisée du modèle macroéconomique de Hawtrey

Nous proposons de clarifier les mécanismes d'ajustement dans le modèle macroéconomique de Hawtrey en distinguant trois équilibres : un pseudo-équilibre de très court terme correspondant à l'équilibre des consommateurs, un équilibre de court terme dans lequel les négociants détiennent le niveau de stock désiré et un équilibre général de moyen terme tel que le taux d'intérêt bancaire ne varie pas. Une telle distinction des équilibres des différents agents est nécessaire pour comprendre les mécanismes d'ajustement à l'œuvre.

Dès lors, nous serons en mesure de proposer un modèle simple d'équilibre général, à partir du modèle simplifié développé dans le présent chapitre et le précédent. Un tel modèle permet de préciser le rôle joué par chacun des agents économiques. Sur cette base, nous discuterons enfin la nature du taux d'intérêt d'équilibre chez Hawtrey.

a) Ajustements et stabilité économique

Equilibre des producteurs : Identité - Dans le modèle simplifié proposé jusqu'ici, l'équilibre des producteurs a été postulé. En effet, leurs revenus sont, par construction, identiques à leur dépenses. Nous avons vu que les choses sont un peu plus complexes lorsque le niveau de la production varie, notamment parce que les producteurs peuvent être victimes d'illusion monétaire. Le niveau y de la production sera donc supposé constant.

Equilibre des consommateurs : le pseudo-équilibre de court terme - A partir d'un équilibre général où les consommateurs détiennent les encaisses désirées, où les négociants détiennent les stocks désirés et où leur endettement est constant et compatible avec les contraintes de liquidités bancaires, un mouvement inflationniste ou déflationniste peut être initié par :

- La modification de la demande de monnaie des consommateurs ;
- La variation du niveau de stocks désiré par les négociants, qui peut être due à une modification du taux d'intérêt bancaire, du taux de mark-up ou du multiple φ, qui entraîne une variation des commandes passées par les négociants. La conséquence en est, d'une part, la variation du niveau général des prix et, d'autre part, la variation des revenus des consommateurs.

Un tel mouvement conduit ainsi à une inégalité entre les revenus et les dépenses des consommateurs qui tient compte, le cas échéant, de la variation du niveau général des prix, et qui entraîne la variation de la marge disponible. La marge disponible ainsi obtenue correspond à un niveau d'encaisses qui satisfait la demande de monnaie des consommateurs compte tenu de leurs revenus et du niveau général des prix.

Il convient, dans ce mouvement, de distinguer les effets transitoires et les effets permanents[294]. En effet, l'accroissement initial du crédit et l'accroissement initial de la marge disponible qui en résultent sont transitoires. Les consommateurs ajustent leurs dépenses de consommation et la part du revenu supplémentaire qui accroît ces dépenses fait retour aux négociants puis aux banques. L'accroissement final du crédit

[294] Ce que, selon nous, ne font pas Davis (1983, p.8), Sprend (1976, p. 28) ou encore Saulnier (1938, p. 50).

et de la marge disponible est en général (si $e < 1$) moindre que l'accroissement initial et dépend des comportements des consommateurs.

Mais il s'agit ici d'un pseudo-équilibre de très court terme. En effet, la variation de la marge disponible et du niveau général des prix a pour contrepartie la modification du niveau des stocks des négociants. Si les consommateurs sont à l'origine du mouvement, le nouveau niveau de stocks ne correspond pas à celui désiré par les négociants. Si les négociants sont à l'origine du mouvement ce niveau de stocks ne peut pas correspondre, dans le cas général, à celui qu'ils désirent, comme nous l'avons vu précédemment. Nous retrouvons ici la critique de Hawtrey envers la théorie quantitative de la monnaie, qui ne saurait expliquer les mouvements de prix.

Equilibre des négociants : l'équilibre de court terme – L'équilibre des consommateurs tel qu'il vient d'être défini n'implique pas celui des négociants et des banquiers. En effet, le niveau des stocks des négociants n'est pas celui qu'ils désirent et la variation des dépôts qui a été la conséquence de la variation de la marge disponible a éloigné les banques de leur liquidité désirée. Ce sont justement les efforts faits par les négociants pour mettre en œuvre leur niveau de stocks désiré qui sont à l'origine des processus d'expansion ou de dépression cumulatifs. D'un point de vue statique, il existe nécessairement un niveau général des prix qui permet aux négociants d'atteindre leur objectif tout en impliquant une marge disponible compatible avec la demande de monnaie des consommateurs. L'équation suivante était donnée au précédent chapitre :

$$P = \frac{\bar{M}}{L(y) - s}$$

La marge disponible est alors déterminée par le niveau de stocks désiré par les négociants et le niveau général des prix que leurs efforts ont déterminé. L'offre de monnaie est endogène. Nous avons cependant montré dans la section précédente que, d'un point de vue dynamique, la situation initiale peut être telle que ce niveau de stock désiré ne puisse pas être atteint. En effet, les comportements des consommateurs – que nous avons approchés par l'élasticité-prix de la demande de monnaie – sont tels dans le cas général que toute tentative des négociants d'accroître

(de diminuer) leurs stocks se solde par une variation insuffisante, voire inverse à celle désirée.

Equilibre des banquiers : l'équilibre général de moyen terme – En supposant que les négociants sont parvenus à constituer un niveau de stocks conforme à leurs objectifs, celui-ci n'a pu être atteint que par une variation de leur endettement, contrepartie de la variation de la marge disponible. Dès lors, la liquidité bancaire s'en est nécessairement trouvée modifiée. Si les banquiers ont pour objectif de maintenir constant leur ratio de liquidité, ils doivent chercher à rétablir ce dernier par une variation de leurs taux d'intérêt.

La variation du taux d'intérêt bancaire entraîne des ajustements des consommateurs et des négociants. Au terme de ces ajustements, elle doit non seulement permettre de ramener le ratio de liquidité bancaire à son niveau désiré, mais encore être telle que les stocks détenus par les négociants correspondent à ceux désirés à ce taux d'intérêt et aux nouvelles conditions économiques. Le taux d'intérêt d'équilibre est ainsi celui qui convainc les négociants de ne pas modifier leur niveau d'endettement, ce dernier étant tel que le ratio de liquidité bancaire est celui désiré.

Dès lors, si l'offre de monnaie est endogène à court terme, il n'en est pas exactement de même à l'équilibre de moyen terme : la marge disponible est une fonction de la quantité de moyens légaux de paiement $\bar{M}$, de la fraction α des dépôts conservée sous forme métallique par les négociants et du ratio de liquidité bancaire désiré par les banques, comme nous le verrons ci-après. Ce sont les banques, via la fixation de leur ratio de liquidité, qui déterminent donc la quantité de monnaie[295].

b) L'équilibre général

Les différents ajustements économiques à l'œuvre dans la macroéconomie hawtreyenne ayant été organisés d'un point de vue logique et temporel, nous proposons de formaliser la détermination de l'équilibre général, c'est-à-dire l'équilibre simultané des producteurs, des consommateurs, des négociants et des banquiers.

[295] La politique monétaire passe cependant directement par les taux d'intérêt et non par la quantité de monnaie.

Les caractéristiques du système monétaire et financier sont déterminées par les quatre égalités suivantes[296] :

(1) $\bar{M} = M_c + M_b$

(2) $M_c = \alpha D$

(3) $D = B + M_b$

(4) $B = (1 - l)D$

L'équation (1) postule que les moyens légaux de paiement sont répartis entre les consommateurs et les banques ; l'équation (2) détermine la quantité de ces moyens légaux de paiement détenus par les consommateurs, en fonction du montant des dépôts bancaires. Par ailleurs, l'équation (3) représente l'équilibre du bilan des banques et l'équation (4) leur contrainte de liquidité. Les paramètres $\bar{M}$, α et l étant fixés, les variables M_c, M_b, D et B sont parfaitement déterminées.

Dès lors, à moyen terme, la marge disponible et l'endettement des négociants sont déterminés par les caractéristiques du système monétaire et financier[297]. Nous n'aboutissions pas à la même conclusion dans le chapitre précédent car nous n'avions pas fait intervenir la contrainte de liquidité bancaire. Nous nous situions donc dans la perspective de l'équilibre de moyen terme, où l'endettement est déterminé par les négociants.

La marge disponible doit être égale à la demande de monnaie des consommateurs. En adoptant, par simplification, une demande réelle, l'équilibre des consommateurs implique :

(5) $P.L(y) = M_c + D = (1 + \alpha)D$

Pour un niveau donné de la production, le comportement des consommateurs détermine ainsi parfaitement le niveau général des prix. Celui-ci permet aux consommateurs, compte tenu de la marge disponible exprimée en termes monétaires, de détenir l'encaisse désirée. Enfin, le niveau de stocks désiré par les négociants peut être défini comme nous l'avons fait dans le chapitre précédent :

(6) $S = \frac{B}{P} = \frac{m\varphi y}{1+r\varphi}$

Pour un niveau donné de la production, les négociants choisissent ainsi le niveau de leurs stocks en fonction du taux de *mark-up*, d'une structure financière cible et du taux d'intérêt bancaire. Cependant, puisque l'endettement des négociants

[296] L'ensemble des équations utilisées ont déjà été exposées et justifiées. On se reportera à la section précédente et au chapitre précédent pour plus de détails.
[297] Sous réserve, toujours, de la possibilité dynamique de parvenir à cet équilibre.

et le niveau général des prix ont d'ores et déjà été déterminés, le niveau de stock l'est aussi : c'est le taux d'intérêt bancaire qui doit s'ajuster. En somme, la banque doit fixer son taux d'intérêt de sorte que le niveau de stocks désiré par les négociants soit celui qui est compatible avec les caractéristiques du système monétaire et financier et l'équilibre des consommateurs.

c) Nature du taux d'intérêt d'équilibre

Ni Hawtrey ni ses commentateurs ne sont clairs sur la nature du taux d'intérêt d'équilibre hawtreyen tel que nous venons de le définir. Pour certains, il s'agit d'un taux naturel et le cycle se caractérise par une divergence entre le taux bancaire et ce taux naturel. Le processus cumulatif proposé par Hawtrey doit alors être rapproché des théories de Wicksell ou de Fisher[298]. Pour d'autres, au contraire, le taux d'intérêt d'équilibre est celui qui permet simplement d'assurer le maintien de l'étalon-or et il n'est pas déterminé en référence à un taux naturel[299]. Notre réponse sera nuancée.

La conclusion de la formalisation qui vient d'être présentée est que le taux d'intérêt d'équilibre est déterminé de manière endogène. Il ne s'agit donc pas d'un taux naturel déterminé à l'extérieur du modèle mais d'un taux d'intérêt choisi par les banques parce qu'il permet d'obtenir un niveau de stocks compatible avec l'équilibre des consommateurs et la contrainte de liquidité bancaire. A tout taux d'intérêt choisi par la banque correspond un niveau de stocks qui permet de réaliser l'équilibre de court terme, mais un seul taux d'intérêt d'équilibre ajuste la liquidité de la banque au ratio désiré. Cependant, tout changement d'un paramètre du modèle, comme par exemple un déplacement de la fonction de demande de monnaie des consommateurs, modifie le niveau de stocks d'équilibre et, donc, le taux d'intérêt d'équilibre, qui n'est pas unique. Aucun mécanisme économique ne ramène ce nouveau taux d'intérêt d'équilibre vers l'ancien.

De plus, un processus cumulatif à la Wicksell ne serait pas cohérent avec le modèle. En effet, le processus cumulatif proposé par Hawtrey n'est pas dû à une divergence entre un taux bancaire et un taux naturel mais à l'incapacité des

[298] Voir Rebeyrol (1988) pour une présentation des théories pré-keynésiennes de Wicksell et Fisher.
[299] Ainsi De Boyer (1998b, p.230) oppose Wicksell et Fisher à Hawtrey (1919) et Keynes (1930) pour lesquels le taux monétaire n'est pas déterminé par un taux d'intérêt réel. Solis (1983, p. 8, p. 368-9 et p. 371) estime que chez Hawtrey le taux d'intérêt monétaire varie en fonction des exigences posées par la stabilité de l'étalon-or, et non autour d'un taux de référence comme chez Wicksell ; il semble cependant parfois adopter une position différente (1983, p. 298).

négociants d'atteindre, dans certains cas, le niveau de stocks désiré. S'ils y parvenaient néanmoins, une divergence entre les deux taux déplacerait l'économie vers un nouvel équilibre de court terme. Cet équilibre serait stable et ne serait pas caractérisé par un mouvement cumulatif des prix et du crédit si les banques n'essaient pas de restaurer leur ratio de liquidité.

En tout état de cause, s'il y a un taux d'intérêt naturel chez Hawtrey, ce taux est une fonction de l'ensemble des paramètres du modèle[300]. Hawtrey utilise dans *Good and Bad Trade* (1913) le concept de « profit rate » de l'intérêt, qu'il dérive d'un taux naturel[301]. On peut cependant le définir comme le taux d'intérêt compatible avec l'équilibre général, ce qui serait plus proche des conceptions ultérieures de l'auteur. Lorsque le taux d'intérêt est fixé à un niveau différent, cela traduit simplement la volonté des banquiers d'accroître ou de restreindre le crédit. Il semblerait dès lors que le taux d'intérêt doive entrer dans la fonction de production des négociants comme un coût ; le niveau de stocks désiré par ces derniers étant alors celui qui maximise leur profit. Ainsi, pour un taux d'intérêt donné, les négociants accroissent leurs stocks tant que le profit marginal est positif :

> A capitalist who borrows with a view to adding to his business that one of all possible extensions of capital which seems likely to produce the greatest annual additional profit in proportion to its first cost ; and this proportion will represent the highest rate of interest at which he will be willing to borrow (Hawtrey, 1913, p. 29).

On peut en conclure que le « profit rate » de l'intérêt n'est pas de même nature que le taux d'intérêt naturel de Wicksell. Il n'est cependant pas sans lien avec le taux de profit. Ces dernières considérations viennent justifier, *a posteriori*, la fonction de stocks désirés que nous avons proposée au chapitre précédent.

Il est ainsi clair qu'il n'y a pas chez Hawtrey de processus faisant intervenir un taux de marché et un taux naturel à la Wicksell. Nous avons montré que le taux d'intérêt est déterminé de manière endogène en fonction de l'ensemble des

[300] C'est ce que Saulnier (1938, p. 59) semble avoir en tête lorsqu'il affirme qu'il ne s'agit pas d'une comparaison entre un taux naturel ou normal de l'intérêt et un taux de marché. Sur ce point, Hawtrey n'aurait pas changé d'avis depuis 1913 : il s'agit d'une comparaison entre un taux d'intérêt et un taux de profit. Dès lors que le taux de profit s'écarte du taux d'intérêt, un processus cumulatif commence, qui rétroagit sur le taux de profit.

[301] Voir Wicksell (1907, p. 214) pour une comparaison. Hawtrey définit ainsi (1913, p. 66) un taux naturel de l'intérêt, déterminé par la capacité du capital à économiser du travail ; un « profit rate » de l'intérêt qui diverge du précédent en fonction de la tendance des prix ; un taux de marché de l'intérêt déterminé par les banquiers et qui divergent du précédent selon leur volonté d'accroître ou de diminuer le crédit.

paramètres du modèle, sans référence à un taux naturel qui lui serait extérieur. Cependant, ce taux d'intérêt est lié au taux de profit des négociants et, dès lors, il n'est pas certain que ce résultat ne soit pas lié à nos hypothèses de travail.

*

L'incapacité de l'économie à atteindre l'équilibre général qui vient d'être décrit doit donc être cherchée, outre les chocs qui pourraient affecter les paramètres du modèle, dans l'incapacité des négociants et des banquiers à atteindre leurs objectifs. En effet, l'ajustement des stocks et des taux d'intérêt n'est pas assuré de manière automatique : elle dépend des choix et des efforts des négociants et des banquiers. Ces derniers, dès lors qu'ils acceptent de relâcher leur contrainte de liquidité, ou s'ils sont en mesure d'émettre des moyens légaux de paiement, peuvent mener une politique discrétionnaire.

2.2. Rationalité

En posant l'hypothèse de rationalité des banques, le modèle macroéconomique proposé par Hawtrey peut être stable. Cela a deux implications. La première est qu'en présence d'un processus cumulatif d'expansion ou de dépression par les stocks, les banques ajustent leurs taux d'intérêt de façon à restaurer l'équilibre économique. La seconde est que la politique monétaire peut stabiliser l'économie. Ce que nous disons ici c'est, en quelque sorte, que la brutale apparition d'une rationalité des banques dans une économie où, jusque là, elles étaient passives, rétablit l'équilibre économique. Il n'y a cependant aucune raison, dans le cadre de cette hypothèse, pour que de tels déséquilibres apparaissent. Dès lors, l'affirmation de Hawtrey selon laquelle il existe une instabilité inhérente au crédit impose de lever cette hypothèse.

Le relâchement de l'hypothèse de rationalité peut être effectué de plusieurs manières, qui trouvent toutes une justification dans les écrits de Hawtrey.

a) Les réactions des banques rationnelles sont inefficaces

Il est d'abord possible de montrer qu'à partir d'une situation de déséquilibre, c'est-à-dire un équilibre de court terme pour lequel la liquidité des banques n'est pas celle désirée, l'action rationnelle des banques pour restaurer l'équilibre peut être inefficace.

On retrouve ici la problématique que nous avions mise en évidence pour les négociants : ceux-ci peuvent être incapables d'atteindre le niveau de stocks désiré. En effet, pour une élasticité-prix de la demande de monnaie, l'augmentation de leurs commandes provoque, dans le cas général, une diminution du niveau de leurs stocks. Une coordination des négociants sur une diminution des commandes pourrait leur permettre d'accroître leurs stocks mais est impossible car dans une telle situation chacun a intérêt à accroître ses commandes individuelles.

Or, nous l'avons vu, le ratio désiré de liquidité bancaire étant donné, le niveau de stocks permettant d'atteindre un équilibre général est unique. Dès lors, si le niveau de stocks atteint dans cet équilibre de court terme est différent de celui qui est compatible avec le ratio de liquidité bancaire désiré par les banques, ces dernières doivent manipuler les taux d'intérêt bancaires pour amener le niveau des stocks des négociants – *via* les variations de leur endettement – vers celui compatible avec leurs objectifs. Le mécanisme pratique d'ajustement passe par les variations des commandes des négociants aux producteurs en réaction aux variations des taux d'intérêt. Nous nous retrouvons par conséquent dans le cas où les négociants souhaitent modifier le niveau de leurs stocks. Comme nous l'avons vu, ce niveau de stocks peut ne pas être atteignable par une variation des commandes des négociants aux producteurs.

L'efficacité des ajustements des taux d'intérêt bancaires subit ainsi les mêmes limites que celle des ajustements des commandes des négociants. Si les banquiers peuvent maintenir tout équilibre de court terme atteint en fixant le taux d'intérêt au niveau qui maintient constant l'endettement des négociants, ils ne sont en revanche pas certains de pouvoir ramener l'équilibre de court terme vers un équilibre compatible avec leur contrainte de liquidité[302].

On peut enfin ajouter que l'économie telle que la conçoit Hawtrey est touchée par des chocs permanents, en particulier en ce qui concerne les caractéristiques du système monétaire (quantité d'or, fonction de demande de monnaie, habitudes d'utilisation des espèces, etc.). Elle est ainsi en permanence déviée de sa trajectoire par des chocs exogènes réels ou monétaires. Si cette idée est présente chez Hawtrey, elle ne nous semble néanmoins pas centrale.

[302] Il n'en va pas de même, bien sûr, pour une banque centrale qui peut accroître $\bar{M}$. Sa politique monétaire est efficace car la stabilité du niveau des stocks existants est toujours compatible avec sa contrainte de liquidité. Cela est étudié ci-dessous.

b) Les banques sont rationnelles mais mal informées

Pour Hawtrey, la principale difficulté dans le pilotage des taux d'intérêt par les banques ou par la banque centrale est qu'elles ne disposent que d'informations imparfaites. Bien qu'agissant rationnellement, elles ne parviennent pas, dès lors, à stabiliser l'économie. La principale explication du cycle économique vient ainsi du fait que les banquiers réagissent avec retard. Cela pour plusieurs raisons :

- Il existe en réalité un décalage entre l'expansion de M_c et celle de D ;
- L'augmentation des commandes des négociants aux producteurs peut se traduire, outre par une augmentation des prix et de la production, par un allongement des carnets de commandes. Les négociants devront emprunter pour payer ces commandes alors même que la banque aura relevé son taux d'intérêt. Il existe donc une marge disponible latente (et donc une demande latente d'espèces) et le relèvement du taux bancaire n'a pas d'effet sur le crédit induit par ces commandes en attente.

Par conséquent, malgré le relèvement des taux d'intérêt par les banquiers, les espèces continuent de sortir des banques pour ces deux raisons. La réaction des banques devrait tenir compte de ces deux phénomènes latents, mais il s'avère impossible pour elles d'évaluer à quel moment du cycle se situe l'économie. Le résultat est que la manipulation du taux d'intérêt par les banquiers ne permet pas d'empêcher le développement d'un cycle économique :

> Pendant une expansion du crédit, les prix haussent, les profits sont élevés et le taux de l'intérêt s'élève parallèlement aux profits. L'expansion passe par un maximum et se termine lorsqu'une nouvelle élévation du taux de l'intérêt réduit à néant l'attente d'un profit. Il s'ensuit une période de contraction du crédit et de baisse de l'intérêt. Cette baisse se poursuit alors même que les réserves des banques ont été restaurées et ramenées à la proportion normale par rapport aux exigibilités. Elle a désormais pour but d'inciter les négociants à reprendre leurs emprunts et leurs achats. L'historie du marché monétaire de Londres offre maints exemples de cette alternance d'intérêts faibles et d'intérêts élevés (Hawtrey, 1919[3], p. 213).

Comme le relèvement du taux d'intérêt a lieu trop tard, il doit être suffisamment fort pour provoquer une contraction du crédit : à l'expansion succède

la récession. Les dépressions sont le résultat d'erreurs dans le *timing* de la politique monétaire[303].

c) La rationalité des banques est limitée

Enfin, l'incapacité des banques à stabiliser l'économie peut être attribuée au caractère limité de leur rationalité. L'idée centrale ici est que les banques modifient leur objectif de liquidité l au fur et à mesure de l'expansion ou de la contraction du crédit[304]. Dans ce cas, en effet, l'expansion devient possible puisque la diminution continue du ratio de liquidité désiré des banques entraîne l'augmentation continue du niveau de stocks compatible avec l'équilibre général.

Cela rejoint l'une des conclusions de Minsky : la croissance de l'endettement réduit la demande de monnaie. En effet, la confiance qui accompagne l'expansion économique entraîne une réallocation des portefeuilles consistant en une diminution de la part de la monnaie (De Antoni, 2006, p. 162). Chez Hawtrey, cela se traduit, d'une part, par le fait que l'élasticité-prix de la demande de monnaie est, en général, inférieure à 1 et, d'autre part, par la révision à la baisse du ratio de liquidité désiré.

Cela rejoint aussi l'expérience de la crise américaine de 1907[305]. L'expansion précédant la crise a été caractérisée par une diminution continue du ratio de liquidité des institutions financières, en partie permise par l'action des *trust companies* non régulées.

2.3. L'instabilité du crédit en l'absence d'étalon-or

Hawtrey a commencé son analyse par une économie sans moyens légaux de paiement et il a montré qu'une telle économie est caractérisée par l'instabilité du crédit. Si l'introduction de l'or comme moyen légal de paiement vient corriger cette instabilité, c'est au prix de l'apparition d'un cycle économique et de crises. Au contraire, l'existence d'une banque centrale jouant le rôle de prêteur en dernier ressort, c'est-à-dire pouvant fixer de manière discrétionnaire la quantité de moyens légaux de paiement, accroît l'efficacité de la politique monétaire de stabilisation.

[303] Davis (1979, p. 14).
[304] Laidler (1993, p. 1077) estime ainsi que la variation de ce ratio est cruciale dans le cycle économique.
[305] Voir le chapitre suivant.

a) L'instabilité du crédit en l'absence de monnaie légale

Le crédit pur tel que Hawtrey l'imagine au début de *Currency and Credit* (1919) et tel qu'il se développe dans les échanges de biens et de services constitue une monnaie dont la quantité est endogène : la quantité de monnaie est précisément égale aux besoins des échanges de biens et de services. La contrainte budgétaire de chaque agent limite ses acquisitions de biens et de services au montant de ses cessions. L'offre de pouvoir d'achat est limitée tant que le crédit doit avoir pour base un pouvoir d'achat préexistant.

Mais la double activité du banquier[306] comme marchand de dettes et prêteur introduit une élasticité considérable de l'offre de pouvoir d'achat. C'est cette élasticité qui rend le crédit instable. Comme nous l'avons déjà montré, la masse monétaire est en effet endogène et dépend avant tout de l'endettement que les négociants décident de mettre en œuvre. On constate ainsi paradoxalement que lorsque le pouvoir d'achat de la monnaie diminue, c'est-à-dire lorsque son prix diminue, son offre augmente. Dès lors, Hawtrey s'interroge (1919[3], p. 274-6) sur la validité de l'analogie entre la monnaie (au sens de la marge disponible) et les autres biens. Il en ressort que ce sont précisément les différences de l'offre et de la demande de monnaie avec celles des biens qui sont à la base de cette instabilité. Ainsi, l'offre et la demande de monnaie sont toutes deux des fonctions décroissantes de son prix. Pour Hawtrey, la raison en est que la production de monnaie est sans coût et que, par conséquent, l'offre reflète simplement la demande. Cela se traduit par le fait que ce sont les crédits qui font les dépôts.

Ce qui augmente ou diminue la demande de monnaie augmente ou diminue également son offre et c'est ce mécanisme qui est à la base de l'instabilité du crédit. Il peut en conclure que la théorie selon laquelle la monnaie se comporte comme une marchandise n'est vraie que pour la monnaie métallique. Le crédit bancaire, en permettant ce comportement particulier de l'offre de monnaie, est instable par nature.

b) La stabilisation cyclique du crédit par l'étalon-or

De même que les commentateurs ont souligné – peut-être abusivement - le rôle central des stocks chez Hawtrey, ils ont largement ancré sa théorie dans un système

[306] Voir le chapitre précédent.

d'étalon-or. En effet, l'introduction d'un moyen légal de paiement vient limiter l'instabilité du crédit puisque les banques doivent réagir en cas de risque pour leur liquidité[307] :

> Tant que la quantité de pouvoir d'achat (ce que nous avons appelé la marge disponible), n'est pas exagérément augmentée ou réduite, les prix ne sont pas troublés et la valeur de l'unité monétaire de compte reste stable. En raison de l'instabilité naturelle du crédit, on ne peut pas compter sur la réalisation de cette condition, aussi a-t-on adopté un expédient *qui consiste à fixer le prix d'une marchandise particulière*. On fixe le prix légal de l'or et il est décrété, pour que ce prix devienne une réalité, que chaque débiteur peut être obligé, si son créancier le désire, de payer en or à ce prix (…) Mais ce système qui consiste à rendre les dettes payables en or n'est qu'un procédé destiné à limiter les variations que pourrait subir la valeur de l'unité monétaire (*ibid.*, chap. 23).

Le mécanisme de cette stabilisation, nous l'avons vu, vient du fait que le processus cumulatif d'expansion ou de récession est fini en raison même de la finitude du stock de monnaie légale. Si Hawtrey souligne que « l'instabilité inhérente au crédit que nous avons mise en lumière au chapitre premier, est à l'origine de presque tous les problèmes monétaires » (*ibid.*, p. 150), c'est parce que l'étalon-or apporte une stabilité insuffisante à un tel système ; la stabilisation permise par l'or est en quelque sorte instable. Ainsi, l'existence d'un moyen légal de paiement en quantité limitée permet d'éviter l'instabilité du crédit mais, en contrepartie, amène des crises régulières :

> Par sa nature même, le crédit ne peut pas être soumis à des règles. Il va toujours jusqu'à l'extrême limite de ses possibilités pour être ensuite ramené brusquement en arrière quand est atteint le maximum d'inflation que peut permettre le maintien d'un étalon métallique (*ibid.*, chap. 10).

Or, pour Hawtrey, aucune règlementation des réserves bancaires ni aucune quantité de réserves ne peut permettre d'éviter ces crises. Le *National Banking System* américain prévoyait, par exemple, des ratios de réserves bancaires très élevés qui étaient pourtant incapables d'empêcher la crise de subvenir. En effet, dès lors que

[307] Hawtrey a déjà montré que lorsque cette monnaie légale est un papier-monnaie inconvertible plutôt que l'or (ou du papier-monnaie convertible en or) la stabilisation est moins forte puisque l'expansion entraîne une appréciation du taux de change et non l'exportation d'or. Hawtrey est favorable à l'étalon-or parce qu'il assure un mécanisme de régulation automatique sur le plan interne (qui peut être suspendu) et la coordination des politiques monétaires sur le plan extérieur, c'est-à-dire, finalement, la stabilité de la monnaie et la stabilité du change.

les banques prêtent jusqu'au minimum du ratio de réserve autorisé, tous les billets faisant retour à la banque pour être convertis en or et non compensés par un dépôt d'or équivalent obligent la banque à réduire son bilan. Il faut dès lors convenir que les réserves sont là pour être utilisées (*ibid.*, chap. 13) et que la banque centrale doit jouer le rôle de prêteur en dernier ressort. Plus généralement, Hawtrey pense qu'il est inutile d'imposer des taux de couverture fixes et qu'il est préférable de s'en remettre à la prudence des banques et à leurs techniques de régulation du crédit (*ibid.*, p. 145) alors même qu' « aucune réserve d'or, si grande soit-elle, ne peut servir à protéger la circulation monétaire contre la folie et l'ignorance des banquiers et des gouvernements ni contre les nécessités de la guerre » (*ibid.*, p. 219).

c) Papier-monnaie inconvertible et banque centrale

La possibilité pour la banque centrale d'offrir des moyens légaux de paiement sur le marché monétaire[308] a pour corollaire la possibilité, pour les banques de second rang, d'augmenter leur ratio de liquidité bancaire en empruntant sur ce marché. Dès lors, face à un processus d'expansion cumulative du crédit, les banques de second rang peuvent choisir de restaurer leur liquidité soit en augmentant leurs taux d'intérêt, soit en empruntant de la monnaie légale à la banque centrale. Cette dernière, en contrôlant le taux d'intérêt du marché monétaire, a une influence décisive sur ce choix des banques de second rang.

Dans la formalisation proposée de l'équilibre général hawtreyen, le ratio de liquidité l est maintenant contrôlé par la banque centrale. Cela a deux conséquences :

- Les banques dans leur ensemble conservent la possibilité de stabiliser l'économie à l'équilibre de court terme atteint en fixant leurs taux d'intérêts à un niveau tel que les négociants ne souhaitent pas modifier le niveau de leurs stocks.
- Une telle politique de stabilisation se heurtait auparavant à la nécessité, pour les banques, de restaurer leur liquidité. La banque centrale n'est pas assujettie à une telle contrainte et peut transformer l'équilibre de court terme en équilibre de moyen terme (général) en restaurant la liquidité des banques *via* sa politique monétaire.

[308] Pour une analyse détaillée du marché monétaire chez Hawtrey, et notamment de son articulation avec le marché de la monnaie, voir De Boyer (2003, p. 164 et suivantes).

Dès lors, la politique monétaire ne se heurte plus à une éventuelle impossibilité, pour les négociants, de mettre en œuvre le niveau de stocks compatibles avec l'équilibre de moyen terme. Dans un système monétaire où une banque centrale contrôle l'offre de monnaie légale, le déroulement du cycle économique dépend donc, bien sûr, de sa politique d'émission. Il y a encore un moyen légal de paiement – sinon aucune stabilisation ne serait possible – mais la banque centrale peut en modifier la quantité. Si cette dernière laisse aux banques de second rang le soin de choisir la quantité de liquidités dont elles ont besoin, nous retrouvons l'instabilité initiale du crédit. Au contraire, si la banque centrale limite la masse monétaire – par exemple avec un objectif de stabilité des prix – cette politique monétaire vient apporter une stabilisation du crédit qui souffre des mêmes défauts que la stabilisation par l'étalon-or.

Enfin, par une politique monétaire active, la banque centrale doit être capable de stabiliser l'économie, sous réserve des problèmes d'information et de rationalité limitée déjà évoquée. Mais la banque centrale se trouve dans la même position qu'une banque ordinaire dans une économie de crédit où il n'existe pas de moyen légal de paiement, puisque c'est sa dette qui est ce moyen légal. Dans une telle économie, il existe une instabilité inhérente au crédit que ne vient limiter que la volonté politique de la banque centrale.

*

L'étude du processus d'expansion par les stocks, de son retournement et de ses conséquences réelles dans la section précédente, a définitivement mis en évidence l'importance du rôle joué par les négociants à travers la détermination de leur niveau de stocks désiré. Cependant, ce rôle ne devient déterminant que parce que les négociants poursuivent leurs objectifs au moyen du crédit bancaire. Dans la présente section, nous nous sommes attachés aux causes fondamentales de l'instabilité du crédit.

Nous avons donc tout d'abord montré l'existence d'équilibres de court terme instables dont l'instabilité du crédit est la conséquence. Ici, l'absence d'un taux d'intérêt naturel au sens d'un taux d'intérêt déterminé indépendamment de la structure monétaire et financière de l'économie est un facteur aggravant. L'hypothèse d'action rationnelle des banques n'est pas suffisante pour obtenir la stabilité économique pour trois raisons que nous avons mises en avant. La première est que même conscientes de leurs intérêts, elles peuvent être incapables de mettre en œuvre

l'équilibre économique stable ; la deuxième est qu'elles disposent d'une information imparfaite ; la dernière est qu'à certains égards leur rationalité est limitée. Nous avons enfin montré que la stabilisation apportée par l'existence d'un moyen de paiement légal est relative.

3. Instabilité financière

Nous nous sommes attachés, dans la première section de ce chapitre, à la théorie des fluctuations économiques de Hawtrey. Dans la section suivante, nous avons montré l'étendue et les limites de l'instabilité du crédit dans cette théorie. Nous pouvons d'ores et déjà en conclure que Hawtrey rend compte d'une économie qui est profondément instable. Cette instabilité, cependant, repose sur le crédit bancaire, et non sur la finance. Si le crédit est bien un *transfert* de pouvoir d'achat et donc s'il relève bien de la *finance* telle que nous l'avons définie en introduction de cette thèse, nous ne pouvons pas ignorer ses spécificités. En particulier, le crédit bancaire est en même temps création monétaire et, dès lors, nous ne pouvons pas automatiquement définir une théorie de l'instabilité du crédit comme théorie de l'instabilité financière.

Car la *finance* est une catégorie plus large que celle de crédit. A la suite de notre étude de Veblen, nous pouvons dire qu'elle concerne, plus généralement, l'ensemble du passif des entreprises. Si la théorie de Hawtrey n'était relative qu'au crédit au sens strict, il deviendrait alors difficile de justifier le choix d'étudier Hawtrey dans cette thèse plutôt qu'un autre théoricien quelconque du *credit cycle*.

Cette dernière section aura donc pour objectif d'apporter une telle justification. Pour cela, nous montrerons tout d'abord que c'est le financement des entreprises, plus que le crédit, qui pose problème et qu'en conséquence la finance n'est pas neutre chez Hawtrey (3.1). Nous pourrons alors conclure ce chapitre en justifiant le choix de Hawtrey, comme nous nous y étions engagés dès l'introduction du chapitre précédent (3.2).

3.1. La neutralité de la finance chez Hawtrey

Comme Veblen, Hawtrey envisage une économie qui est d'emblée monétaire. Certes, il ne se désintéresse pas complètement des aspects réels de

l'économie puisque les taux de salaire, la demande de monnaie ou les stocks des négociants ont des déterminants réels. Cependant, les agents prennent des décisions sur la base de valeurs monétaires qui ne sont pas le simple effet voilé de valeurs réelles ou fondamentales. Dans une telle économie, la finance n'est pas neutre puisque les décisions de financement, en modifiant les grandeurs monétaires, affectent aussi les décisions des agents.

Il n'y a pas de place pour une rationalité qui consisterait à ne pas se laisser prendre à des illusions monétaires. Le crédit apporte d'ailleurs, nous l'avons vu, l'irrationalité en plusieurs points du système économique : les taux de salaire réels ne s'ajustent pas instantanément, la demande de monnaie n'est pas une demande réelle, les négociants passent des commandes supplémentaires pour accroître leurs stocks alors même qu'elles ont pour conséquence de les faire diminuer, les banquiers révisent leur objectif de liquidité au fur et à mesure du développement du cycle. Toutefois, Hawtrey, comme Veblen, ne pose pas d'hypothèse sur la rationalité des agents ; il construit sa théorie sur la base de l'observation de leurs comportements réels.

Dans une telle économie, le financement des entreprises ne peut pas être sans conséquence. En effet, le financement par le crédit bancaire ou l'émission de titres implique que les entreprises sont caractérisées par un bilan, dont les déformations sont sources d'instabilité. De plus, les titres émis sont échangés sur un marché secondaire où les négociants et les spéculateurs jouent un rôle central.

a) La déformation des bilans

Dans une économie monétaire comme celle que décrit Hawtrey, le financement des entreprises implique des déformations de leurs bilans dont les conséquences économiques ne sont pas neutres. Il est ainsi impossible de suivre Modigliani et Miller (1958) dans l'idée que la valeur d'une entreprise ne dépend pas de son mode de financement[309]. Hawtrey part sur une opinion directement contraire puisque les négociants ajustent leur endettement en fonction des autres paramètres du système économique. Dès lors, la structure financière des entreprises est directement liée au cycle économique.

[309] Voir annexe A.

De manière générale, Hawtrey souligne (1919[3], chap. 10) que lors du retournement tous les agents résistent à la hausse des taux d'intérêt dans laquelle ils voient une pénurie de monnaie et des pertes financières : les salariés résistent à la baisse de leur taux de salaire monétaire, les consommateurs résistent à la diminution de leur encaisse monétaire, les négociants résistent à la hausse de leur stock, les banquiers résistent à la contraction du crédit (et donc à la hausse des taux d'intérêt elle-même), et cette résistance collective précipite la crise.

Avec la crise, ce n'est pas seulement le levier financier des entreprises qui est modifié, mais leur passif et leur actif qui évoluent de manière asymétrique. Hawtrey avance à ce sujet une théorie de la déflation par la dette antérieure à celle de Fisher (1933) mais postérieure à celle de Veblen[310] (1904). Ainsi Fisher ajoute-t-il en note de son article dans *Econometrica* :

> [The bibliography given in *Booms and Depression*] omitted Veblen's *Theory of Business Enterprise* […], 1904, Chapter VII of which, Professor Weslet C. Mitchell points out, probably comes nearest the debt-deflation theory. Hawtrey's writings seem the next nearest (1933, p. 350).

Le problème central est que, pour un même agent, les mouvements du crédit et des prix ont des implications différentes pour ses actifs et ses passifs. Pour Hawtrey, la crise survient parce qu'en réaction à un processus d'expansion cumulative, les banques provoquent une violente restriction du crédit. Les négociants cherchent dès lors à diminuer leurs stocks et à se désendetter, provoquant la baisse des prix et de la demande. Dès lors, la valeur de leur stock diminue ainsi que leurs revenus, alors que leur endettement nominal et leurs charges financières restent les mêmes. De même, les consommateurs font face à une diminution de leurs revenus. Pour restaurer leur solvabilité, négociants et consommateurs vendent leurs titres et précipitent la crise financière.

Mais « la chute des valeurs réduit les actifs sans alléger les engagements » (Hawtrey 1919[3], p. 223) et accroît l'évolution asymétrique des bilans, entraînant de nouvelles ventes d'actifs et de nouvelles tentatives de réduction des stocks. Les difficultés des négociants se transmettent aux banquiers en raison des défauts de paiement et des faillites, et ces derniers sont contraints de réduire leur bilan en contractant encore le crédit et en procédant eux-mêmes à des ventes d'actifs :

[310] Voir chapitres III et IV.

> The true significance of a crisis is this – that when the monetary unit has been allowed to depreciate it can only be restored at the cost of increasing the burden of all debts, and that, if this is done too suddenly, the debts outweight the assets of the debtors and cause a multitude of failures (Hawtrey, cité par Keynes, 1920).

La déflation des prix et du crédit alimente donc les ventes forcées, qui à leur tour entretiennent la déflation.

Si bien que, note Hawtrey, une chute violente des cours des titres précède la crise elle-même ; cette dernière pouvant se produire à n'importe quel moment de la contraction du crédit (Hawtrey, 1919[3], p. 247). Ainsi, « les ventes forcées de titres constituent, plus encore que les ventes forcées de marchandises, un des traits caractéristiques des crises » (Hawtrey, 1919[3], p. 233). Ici encore, l'exemple de la crise américaine de 1907 semble être l'archétype de la crise hawtreyenne. Comme nous le verrons dans le chapitre suivant, le « *silent krach* » a commencé dès 1906 mais ce n'est qu'en 1907 que la crise monétaire elle-même a lieu, caractérisée par la suspension des paiements.

b) La dynamique hawtreyenne avec marchés financiers

Il est maintenant possible de reconstituer la macroéconomie hawtreyenne en y incluant les marchés financiers. Comme nous l'avons vu au cours du chapitre précédent, Hawtrey considère que les évolutions des taux d'intérêt de long terme et, donc, de l'investissement, sont les conséquences et non les causes du cycle économique. En effet, l'expansion se caractérise par les tentatives des négociants – y compris les négociants de titres – pour accroître leurs stocks. Au moyen du crédit, ils augmentent leurs souscriptions et leurs acquisitions de titres, ce qui entraîne la hausse des cours et la baisse des taux longs. Si cette dernière est suffisamment forte, un processus de « deepening » du capital se met en place, qui accroît l'investissement. A cet enchaînement il est aisé, comme le fera Hawtrey lui-même, d'ajouter un effet accélérateur dû aux commandes de moyens de production.

Malgré tout, le rôle des marchés financiers dans l'instabilité économique est central. En effet, les négociants en titres jouent, on l'a vu, un rôle équivalent à celui des autres négociants dans les phases d'inflation ou de déflation. Dès lors, l'euphorie peut entrainer un déséquilibre sectoriel, étudié dans le précédent chapitre, caractérisé par une diminution des stocks des négociants de titres qui les conduit à accroître leur

endettement. La part de l'endettement de ces négociants dans l'endettement total s'accroît au fur et à mesure de l'expansion et, dès lors, s'accroît aussi le poids de leur influence sur le cycle économique. Un tel mouvement sectoriel peut s'expliquer par l'existence d'un mouvement spéculatif, comme nous allons le voir.

c) La spéculation financière[311]

Pour les consommateurs, l'acquisition de titres (ils jouent alors le rôle d'investisseurs au sens de Hawtrey) conduit nécessairement à la constitution d'un stock. Par conséquent, contrairement aux autres biens, le stock global de titres est en permanence partagé entre les négociants et les consommateurs. La détention d'un tel stock transforme ces derniers en vendeurs potentiels et, dès lors qu'un investisseur est prêt à céder ou acquérir des titres en fonction des évolutions du marché, il devient un spéculateur (Hawtrey, 1932, p. 53). Les fluctuations des cours tendent à transformer les investisseurs en spéculateurs sensibles aux taux d'intérêt bancaires[312], puisque ce sont ceux-ci qui génèrent les mouvements cycliques

Par ce constat, Hawtrey donne à sa théorie des accents keynésiens. Bien qu'il n'aille pas plus loin lui-même, nous pouvons avancer qu'un tel stock de titres détenu par ces spéculateurs (qui sont donc des consommateurs et non des négociants) les conduit à un arbitrage entre la détention de titres et de monnaie. En période d'expansion, le spéculateur peut décider d'accroître son stock de titres, et donc ses dépenses de consommation, plutôt que sa marge disponible. En période de crise, il peut au contraire céder des titres, recevoir ainsi un « extraneous receipt[313] » qui vient diminuer ses dépenses de consommation et limiter ainsi la baisse de sa marge disponible. Le stock de titres joue ainsi le rôle d'une marge disponible latente, qui devient effective lorsque survient la déflation.

Dans tous les cas, cette marge disponible latente diminue l'élasticité-prix de la demande de monnaie. La contrepartie de cette diminution est que les stocks de titres que les spéculateurs constituent à partir de leur revenu à côté de ceux des négociants viennent diminuer les stocks des négociants pendant l'expansion et les augmenter pendant la récession. Il faut dès lors de plus grandes variations des commandes des

[311] Le rôle de la spéculation sur titres est étudié par Hawtrey (1932, chap. 2).
[312] Les taux d'intérêt déterminés sur les marchés financiers sont fonction du cycle économique et ne suivent donc pas nécessairement les taux d'intérêt bancaire.
[313] Voir chapitre précédent pour une définition.

négociants, et donc des prix, pour obtenir une variation donnée du crédit. Le cycle économique s'en trouve amplifié. Nous pouvons en conclure avec Hawtrey que :

> La direction du crédit, comme celle d'un navire est périlleuse ; et les crises financières, comme les naufrages, sont la conséquence d'erreurs qu'il est presque impossible d'éviter (Hawtrey, 1919[3], chap. 14).

Le rôle des spéculateurs financiers est encore renforcé par le fait qu'ils finissent par acquérir un rôle identique à celui des négociants de titres. Hawtrey voit deux raisons à cela :

- Les spéculateurs eux-mêmes peuvent s'endetter, soit directement soit, plus souvent, *via* les agents de change, et se désendetter lors de la crise. Ils deviennent dès lors eux-mêmes des négociants (*ibid.*, p. 56) et les mouvements du crédit qu'ils génèrent amplifient le cycle économique.
- Lorsque le poids des spéculateurs devient déterminant sur le marché, les négociants eux-mêmes sont contraints de suivre leurs décisions[314]. Ils sont conduits à ajuster leurs stocks en réponse à des mouvements spéculatifs alors même qu'ils estimeraient que le cours des titres ne le justifie pas.

Ainsi Hawtrey écrit-il que les marchés financiers sont, aux moins autant que les marchés commerciaux, à l'origine des crises (Hawtrey, 1919[3], p. 231).

*

Le problème est que Hawtrey a mis l'accent, nous l'avons vu, sur le rôle des intermédiaires et de leurs stocks sur tous les marchés (biens, monnaie et titres). Dès lors, la désintermédiation du financement des entreprises, telle qu'on a pu la constater ces dernières décennies semble sonner comme une condamnation pour la macroéconomique hawtreyenne. Nous pensons pourtant qu'il n'en est rien. Nous avons en effet montré, tout d'abord, que la théorie du cycle de Hawtrey met en jeu l'ensemble du bilan des entreprises. A ce titre, ce ne sont plus seulement les stocks mais les actifs en général qui sont l'objet de la théorie : les stocks de marchandises, la monnaie, les titres. Ensuite, que les marchés financiers y occupent bien une place centrale, soit en tant que marché particulier (marché des fonds prêtables), soit à travers le rôle déterminant qu'y joue la spéculation. Par cette dernière, les marchés

[314] Ce rôle des spéculateurs apporte cependant une information nouvelle aux banquiers : « The existence of a large volume of speculation with borrowed money is itself a danger signal » (*ibid.*, p. 58).

financiers concourent de manière décisive, aux côtés du crédit, à l'instabilité économique. Cette instabilité est dès lors, avant tout, financière.

3.2. Choisir Hawtrey : une justification a posteriori

De nombreux auteurs classiques ou néoclassiques ont étudié les différentes questions qui nous ont occupés dans ce chapitre et le précédent. Certaines de leurs théories s'intéressent, au moins en partie, à l'instabilité financière. Il est dès lors nécessaire de terminer ce chapitre en justifiant le choix de Hawtrey.

a) Cristallisation et bricolage

La première justification de ce choix est que nous pensons que sa théorie est une sorte de cristallisation en un ensemble cohérent de tous les éléments qui, en 1919, pouvaient permettre de construire une théorie de l'instabilité financière. Dès lors, étudier Hawtrey serait en même temps étudier d'un seul coup tout ce qui, chez ses prédécesseurs, constitue un fragment d'une théorie pré-keynésienne de l'instabilité financière non encore élaborée.

La littérature secondaire est souvent ambiguë sur la portée des apports de Hawtrey à la théorie économique. Tous les commentateurs constatent que la théorie du cycle telle qu'il la propose, c'est-à-dire en la considérant dans son ensemble, est originale et n'a pas de précédent. Cependant, les articles et monographies portant sur l'œuvre de Hawtrey discutent rarement la question de l'originalité de cette théorie en ses différentes composantes[315]. Au contraire, beaucoup d'auteurs proposant une histoire longue de l'analyse[316], soulignent le peu d'originalité des éléments théoriques mobilisés par Hawtrey[317]. Lui-même, dans la Préface de la quatrième édition de *Currency and credit* (1919[4]) écrit que « to add yet another to the legion of books which have been written on Currency is an act which almost requires an apology ».

[315] Deutscher (1990, p. 1) note qu'il n'est pas possible de faire de Hawtrey l'inventeur originel d'aucune innovation majeure. Mais il laisse ensuite tomber cette idée pour se concentrer sur les liens entre la théorie de Hawtrey – aussi peu originale soit-elle – et celles de Robertson et Keynes. Il affirme cependant que les combinaisons d'idées telles qu'elles se présentent dans son travail et les aspects de la réalité économique qu'il met en avant sont assez différents de n'importe quel autre économiste.

[316] C'est le cas, par exemple, de Hansen (1927) et Schumpeter (1954).

[317] Il n'y a d'ailleurs pas de « Hawtreyean Economics » aujourd'hui, comme le remarque Deutscher (1990, p. ix).

Si son insistance sur le rôle des stocks, sa défense de l'efficacité de la politique monétaire discrétionnaire, sa définition d'un taux d'équilibre qui n'est pas un taux réel voire son affirmation de la nécessité d'un prêteur en dernier ressort international, peuvent être classés parmi les apports originaux, il n'en est pas de même sur de nombreux autres points. Des éléments aussi centraux dans sa théorie que la distinction entre le crédit et la monnaie, la notion de demande de monnaie, la déflation par la dette, la fluctuation du taux d'intérêt autour d'un taux d'équilibre, le caractère cumulatif de l'inflation et de la déflation ou encore la myopie des banquiers peuvent être trouvés chez ses prédécesseurs, bien que sous des formes différentes.

C'est pourquoi nous pouvons accepter l'idée largement partagée que Hawtrey propose une théorie qui est la cristallisation originale de la pensée antérieure sur la monnaie et les cycles. *Cristallisation* parce que Hawtrey incorpore à sa théorie une grande partie des idées pertinentes découvertes avant lui. *Originale* parce qu'il propose une théorie dans laquelle tiennent ensemble, pour la première fois, la monnaie, le crédit, les stocks, la production et les titres[318]. Hansen juge ainsi que :

> Hawtrey['s] theory of the business cycle may be said to be the culmination of the line of analysis which have been tracing. Earlier writers (with the exception of Fisher) gave only incidental notice to the problem of the business cycle. Hawtrey applied the analysis of his predecessors directly to the trade cycle, and found in this analysis of the interrelations and interactions of reserves, discount rates, bank credit, prices, and money drawn into hand-to-hand circulation the complete explanation of the periodic fluctuations in modern industry and trade (Hansen, 1927, p. 137-9).

Dans une lettre du 3 avril 1936, répondant à Keynes qui lui indiquait qu'il ne le comptait pas parmi les « classiques » combattus dans la *Théorie Générale* (1936), Hawtrey rejette le compliment : ses différences avec les classiques, écrit-il, ne tiennent qu'à l'importance donnée aux conditions monétaires. Dès lors, il serait le premier à réussir à tout faire tenir ensemble en une théorie cohérente. Cela malgré le jugement favorable de Charles Rist selon qui :

> [Les deux parties de *Currency and Credit*] constituent une contribution des plus originales à l'explication des phénomènes monétaires et représentent l'effort d'un

[318] Laidler (1991, p. 101) juge que « It was Ralph Hawtrey […] who, in pre-World War I Britain, produced a complete and purely monetary theory of the cycle. He integrated the cash balance approach to the quantity theory with other elements in Cambridge thought, not to mention somme acute insights of his own, into a theory of fluctuations which explained turning points as endogeneous phenomena. Unlike Fisher, moreover, Hawtrey treated output and employment fluctuations as essential features of the cycle ».

> esprit particulièrement vigoureux, pour rendre compte d'évènements dont les causes ont toujours paru entourées d'une sorte de mystère, encore accru par l'extension au cours du XIXe siècle des méthodes de crédit et des procédés scripturaires de compensation des dettes et des créances (Rist, 1935).

Laidler (1993, p. 1071) souligne malgré tout qu'avant la Première Guerre mondiale, seul Fisher parmi les quantitativistes avait proposé une théorie purement monétaire du cycle. Mais là où Fisher (1907, 1911) veut expliquer des périodes transitoires, Hawtrey s'intéresse à l'équilibre économique. A la suite de Fisher, Hawtrey fait de la hausse des taux d'intérêt la conséquence nécessaire de l'inflation. Il conteste cependant la similarité des deux théories. Deutscher (1990, p. 205) rapporte que lorsque Haberler commence à expliquer la théorie de Hawtrey par « changes in the quantity of the circulating medium », Hawtrey proteste à la lecture du manuscrit car cela gommerait ses différences avec Fisher. Il demande à Haberler d'adopter une présentation en termes de *consumers' income and outlay.*

Comme Wicksell (1898, 1907), Hawtrey propose un processus cumulatif basé sur la divergence entre un taux d'intérêt de marché et un taux d'équilibre, qui entraîne l'expansion ou la contraction du crédit bancaire et la variation correspondante des prix. Ainsi, comme beaucoup de commentateurs, Haberler fait-il ce lien :

> The expert will realize that this theory of Hawtrey is a masterly blend of the theories of Wicksell and I. Fisher. However, Hawtrey was almost certainly unfamiliar with Wicksell's work at the time of writing either *Good and Bad Trade* and *Currency and Credit* (Haberler, cite par Deutscher, 1990, p. 12).

Cependant, s'il existe bien un taux d'intérêt d'équilibre chez Hawtrey, nous avons montré qu'il ne s'agit pas d'un taux naturel, au sens d'un taux qui serait déterminé sans référence à la monnaie. C'est en tout cas certain lorsqu'il existe une banque centrale puisque celle-ci peut fixer l'intérêt à n'importe quel taux[319]. Cependant, si l'on adopte la définition de Wicksell (1898) selon laquelle le taux d'intérêt naturel est celui qui ne modifie pas les prix sur le marché des biens et services, alors il existe bien un taux naturel chez Hawtrey puisqu'il existe un taux

[319] Voir De Boyer et Solis (2003, p. 86) qui expliquent que les théoriciens du prêteur en dernier ressort – dont Hawtrey – ont progressivement évolué vers l'idée que le prêteur en dernier ressort fixe son taux d'escompte au niveau qu'il désire et n'est donc pas obligé d'ajuster son taux d'escompte sur le taux de marché ni, comme chez Wicksell, sur un taux d'intérêt naturel.

d'intérêt pour lequel les prix ne varient pas et la liquidité bancaire reste constante. Nous avons déjà souligné les difficultés de la question.

Les économistes de l'école de Cambridge ont par ailleurs souligné la proximité de la théorie de la monnaie de Hawtrey avec celle de Marshall, bien que cette dernière n'ait été qu'orale et ne fut publiée que plus tard[320] (Marshall, 1923). Pigou, dans sa recension de *Good and Bad Trade*, rejette cependant comme superficielle l'idée de causes exclusivement monétaires du cycle: les causes premières, insiste-t-il, sont non monétaires bien qu'elles opèrent via les mécanismes monétaires.

On peut enfin souligner que l'importance que nous accordons à Hawtrey dans les théories pré-keynésiennes du cycle est encore renforcée si on le considère non pas par rapport à ses prédécesseurs mais par rapport à ceux qui l'ont suivi. Son influence sur la théorie cambridgienne en général et keynésienne en particulier est centrale[321]. Keynes n'a-t-il pas écrit que Hawtrey était « [His] grandparent (…) in the paths of errancy » ? Hawtrey apparait ainsi, tout à la fois, comme un point d'arrivée, un moment de cristallisation et un point de départ ; il occupe une position centrale dans l'histoire des théories du cycle basées sur le rôle du crédit et de la finance.

b) Une théorie pré-keynésienne de l'instabilité financière

Puisque nous cherchons à justifier la place de Hawtrey aux côtés de Marx et Veblen dans une étude historique et analytique des théories pré-keynésiennes de l'instabilité financière, il nous reste à mettre en évidence ses liens avec ces deux autres auteurs. Nous terminerons en reprenant les différents arguments que nous avons rencontrés au cours de ce chapitre et du précédent prouvant que la théorie macroéconomique de Hawtrey est, plus qu'une autre, une théorie de l'instabilité financière.

Nous avons déjà souligné au début du chapitre précédent les liens analytiques entre Marx et Hawtrey sur la monnaie, le crédit et les banques. On peut ajouter que

[320] Laidler (1988, p. 74) écrit à ce propos que « though Marshall's unpublished manuscript on 'Money' was probably written in 1871, and shows quite clearly that, by this early date, he had a firm grasp of all the essential ingredients of what was later to be called 'Cambridge Monetary Theory', these ideas did not begin to permeate the published literature until the 1880s ».

[321] Voir Deutscher (1990) dont c'est le sujet principal, ainsi que Patinkin (1976), Davis (1980, 1983) et Cain (1982) sur l'influence de Hawtrey sur Keynes. Hicks (1977) affirme que le *Traité* était, en grande partie, une réponse à Hawtrey. Schumpeter (1946) écrit que « from the *Tract* to the *Treatise* [Keynes] was an Hawtreyean".

Hawtrey – contrairement à Marx – a focalisé son attention sur le crédit et le rôle des banques, rejoignant en cela les travaux de Hilferding (1910). Et cela n'est pas étonnant puisque leurs travaux se situent à la même époque. Dès lors, nous pouvons facilement voir dans cette focalisation de Hawtrey la prise en compte de spécificités historiques qui autorise une généralisation de sa théorie. Hawtrey et Veblen mettent tous deux l'accent sur les décisions des capitalistes relatives à leurs actifs et à leur financement : leurs stocks et le crédit pour Hawtrey, leurs filiales et leurs émissions de titres pour Veblen. Nous avons, de même, déjà souligné les similitudes entre les stocks de Hawtrey et l'investissement de Keynes. Ces trois théoriciens semblent ainsi proposer des théories proches, dans lesquelles ce sont les décisions de détention d'actifs des capitalistes et les modalités de financement de ces décisions qui expliquent les fluctuations économiques. Nous développerons partiellement ces comparaisons dans le prochain chapitre.

Contrairement aux théories concurrentes, la macroéconomie hawtreyenne tient compte en permanence, dans tous ses développements, de la question du financement. Elle se présente ainsi d'emblée comme une théorie du crédit plutôt que comme une théorie de la monnaie. Dès ce premier stade, la question du financement des stocks devient centrale et joue un rôle prépondérant y compris dans la théorie quantitative de la monnaie. Dès le départ, Hawtrey cherche à expliquer l'instabilité d'une économie financière.

C'est le financement nécessaire et rationnel des négociants qui donne son mouvement au cycle économique, et non des erreurs commises par les agents ou la spéculation. Cela conduit à des processus cumulatifs d'expansion et de dépression, qui concernent aussi l'économie réelle. La variation du taux d'intérêt est ici une nécessité, que Hawtrey s'attache à justifier de plusieurs manières. Elle est à la fois la cause du cycle et le moyen de stabilisation l'économie. Enfin, comme la section précédente a permis de le montrer, l'instabilité repose sur les bilans des entreprises et la théorie de Hawtrey permet aussi de rendre compte des mécanismes économiques à l'œuvre sur les marchés financiers. Ces derniers jouent un rôle central, *via* la spéculation, même si Hawtrey a insuffisamment analysé et développé cette idée.

*

Davantage qu'une simple théorie de l'instabilité du crédit, Hawtrey propose donc – incomplète, imparfaite – une véritable théorie de l'instabilité financière. La raison n'est pas seulement que le crédit est inclus dans la finance. Les processus

d'expansion par les stocks puis de retournement du cycle reposent sur la déformation des bilans des agents économiques, et en particulier des négociants, c'est-à-dire sur leur financement. Les marchés financiers s'intègrent sans difficulté à ce modèle et ils y jouent, dans une certaine mesure, un rôle de premier plan. La spéculation, inhérente à ces marchés, leur donne un rôle central.

Conclusion

Ce chapitre avait pour objectif de montrer que la macroéconomie de Hawtrey constitue une théorie de l'instabilité financière. Nous n'aboutissons cependant pas à une théorie complète, parfaite et formalisée qui pourrait venir concurrencer des théories ultérieures. Il ne s'agissait pas, en effet, de construire un modèle « à la Hawtrey » à partir de quelques unes des idées qu'il a développées. Un tel travail serait la suite logique de ce chapitre et du chapitre précédent. Nous avons cependant estimé qu'il n'avait pas sa place dans une recherche historique.

Notre démarche a été différente. Partant des affirmations de Hawtrey selon lesquelles il existe une stabilité inhérente au crédit, se traduisant par l'existence de processus cumulatifs d'expansion et de récession, nous avons cherché à dégager les conditions de validité de ces affirmations. Nous avons ainsi montré que le caractère cumulatif de l'expansion par les stocks est lié à la capacité des négociants d'atteindre leurs niveaux de stocks désirés. Les conditions ont été formalisées dans différents cas de figures, et en particulier avec ou sans moyens de paiement légaux et en fonction des différentes élasticités-prix de la demande de monnaie.

Pour cela, nous avons mis en avant l'importance de cette notion d'élasticité-prix de la demande de monnaie chez Hawtrey, alors même qu'elle n'y figure pas. Nous avons montré que la plupart de ses conclusions dépendent finalement d'hypothèses faites sur cette élasticité. De même, la contrainte de liquidité bancaire à l'origine du retournement a été précisée.

Afin d'obtenir une théorie du cycle plus systématique, nous avons précisé le cadre temporel des différents ajustements à l'œuvre. Cela a permis de montrer que plusieurs équilibres se succèdent, la plupart instables. Un modèle très simple d'équilibre de l'ensemble des agents économiques a été proposé à partir du modèle développé au chapitre précédent. Dans ce cadre, nous avons pu mener une analyse détaillée de la nature du taux d'intérêt chez Hawtrey. S'il ne s'agit pas d'un taux

naturel au sens d'un taux déterminé indépendamment des conditions monétaires, il existe pourtant bien un taux d'intérêt d'équilibre – que la banque central peut contrôler - vers lequel tend le taux de marché. Nous avons enfin proposé une synthèse ordonnée des explications de la difficulté des banques à stabiliser le crédit fournies par Hawtrey.

Enfin, nous avons mis en évidence les caractéristiques de la théorie hawtreyenne qui en font une théorie de l'instabilité financière. Le rôle joué par les bilans des entreprises a en particulier été souligné. De plus, à partir de Hawtrey, nous avons montré le rôle central que peuvent jouer les marchés financiers dans l'instabilité économique. Pour cela, la notion de « marge disponible latente », due à la spéculation financière, a été proposée. Enfin, le choix de Hawtrey par rapport aux objectifs de cette thèse a été rapidement justifié.

Chapitre VII

Histoire, théorie et régulation du capitalisme financier chez Marx, Veblen et Hawtrey

Introduction

Les théories économiques de Marx, Veblen et Hawtrey étaient les objets des six chapitres précédents. Pour chacun de ces trois auteurs, nous avons mis en évidence le cadre conceptuel qu'il propose et qui lui permet de traiter la question du rôle de la finance dans le cycle économique, et nous avons essayé de montrer en quoi sa théorie relevait des théories de l'instabilité financière. Chacun d'eux a ainsi pris en compte un triple mouvement historique. Le premier est le développement des crises périodiques. Le deuxième est l'essor parallèle des théories du cycle économique à partir de l'étude fondatrice de Clément Juglar (1862). Le troisième, enfin, est le développement des systèmes bancaires et des marchés financiers. Ainsi, les bourses de valeurs sont-elles longtemps restées des marchés obligataires, et ce n'est que dans le dernier tiers – et parfois dans la dernière décennie – du 19ème siècle que les marchés d'actions sont devenus des composantes majeures du financement de l'industrie.

Les théories de nos trois auteurs ne sont pas complètes ni abouties ou, lorsqu'elles le sont davantage – comme dans le cas de Hawtrey – leur champ d'application demeure restreint. A chaque fois cependant, ce sont les mécanismes de financement qui mènent l'économie vers un équilibre instable, débouchant sur une crise. Leur étude avait un double intérêt. Tout d'abord, montrer que l'origine des théories de l'instabilité financière est pré-keynésienne. Ensuite, dégager le contenu et la portée de ces théories. Certes, l'étude des auteurs anciens doit nous permettre d'éclairer, de mieux comprendre voire d'enrichir la théorie contemporaine. De ce point de vue, il s'agissait de mettre en évidence les outils disponibles dans les théories de Marx, Veblen et Hawtrey. Nous avons montré qu'une théorie de l'instabilité financière, plus ou moins modélisée de manière formelle, pouvait se déduire de chacun de ces auteurs.

Il serait maintenant tentant d'affirmer que, forts du cadre conceptuel et des théories proposés par Marx, Veblen et Hawtrey, nous allons pouvoir proposer une

nouvelle théorie de l'instabilité financière qui pourrait faire concurrence ou ajouter à la théorie contemporaine. Cependant, l'état des théories de nos trois auteurs ne les rend pas immédiatement utilisables puisque, comme nous l'avons montré, ce sont essentiellement des ébauches que nous avons reconstruites, en procédant pour cela à des simplifications du propos explicite des auteurs. Aller plus loin dans la reconstruction pour proposer une théorie aboutie aurait outrepassé les limites que nous nous étions assignées dans cette thèse, outre les difficultés techniques et intellectuelles d'un tel projet. Les amendements à apporter, les hypothèses à insérer, les thèses à reformuler, seraient si conséquents que nous sortirions du cadre de l'histoire de la pensée économique, même envisagée d'un point de vue analytique. Une théorie Marx-Veblen-Hawtrey de l'instabilité financière, si elle est possible, ne serait pas illégitime et serait d'actualité. Sa construction n'était cependant pas notre objectif et doit être renvoyée à des recherches ultérieures.

Au-delà du contenu analytique de leurs théories, une chose rapproche nos trois auteurs – leur démarche. Tous trois, en effet, ancrent leur analyse dans les faits économiques. Ceux-ci sont à la fois la source de leurs hypothèses, ce qu'il leur faut expliquer et, pourquoi pas, ce qu'il faut changer. Ce faisant, ils élaborent chacun une théorie qui leur permet de rendre compte du développement des cycles économiques et des mécanismes de financement de l'activité tels qu'ils les ont sous les yeux. Cette démarche n'est pas sans intérêt pour notre époque troublée.

Les théories des trois auteurs ne sont pas purement spéculatives. Leur ancrage dans la réalité de leur temps est triple :

- Chacun construit sa théorie en réaction à la réalité économique qu'il a sous les yeux et dans le but de l'expliquer. A cet égard, la crise américaine de 1907 nous semble centrale tant pour éclairer la théorie de Hawtrey que pour illustrer celle de Veblen.
- Ces trois théories reposent sur une conception du capitalisme comme capitalisme financier. Cela implique, pour chacun d'eux, l'élaboration d'un cadre conceptuel qui incorpore de manière explicite la question du financement de l'activité.
- Chaque théorie est construite en lien avec certaines préconisations de politique économique et ces dernières sont parfois présentes dans l'élaboration même de la théorie.

De ce point de vue, nous pensons que la crise américaine de 1907 est centrale et fait figure de « crise type » pour les théories de nos auteurs. Elle serait, en quelque sorte, l'archétype de ce qu'il faut expliquer et dont il convient d'éviter la répétition[322]. La crise de 1907 apparaît en effet avant tout comme une crise de la liquidité et de la finance, rappelant ainsi celle de 1857. Ces deux crises prennent naissance aux Etats-Unis et la seconde a suscité l'intérêt de Marx, qui l'a analysé dans ses articles pour le New York Tribune, dans sa correspondance et qui l'évoque à plusieurs reprises dans le livre III du *Capital*. Elles ont en commun de résulter de l'effondrement d'une spéculation nourrie par la finance, et d'être, comme le relève Tutin (2011, p. 64), des crises « de liquidité bancaire sans lien immédiat avec des problèmes de solvabilité dans l'industrie, typiquement des chemins de fer, comme le seront au contraire toutes les crises suivantes de 1866, 1873, 1884 et 1893 ».

Après avoir montré que les analyses des crises fournies par Marx, Veblen et Hawtrey permettent d'expliquer les crises de 1857 et, surtout, de 1907 (1), nous soulignerons qu'il s'agit de théories du capitalisme financier et nous préciserons les positions des trois auteurs quant à la régulation de ce dernier (2).

1. L'explication des crises périodiques

La crise américaine de 1907 survient après plusieurs années d'expansion économique marquées par un important mouvement de concentration des entreprises et de croissance des bilans bancaires. C'est un *corner* raté des frères Heinze qui déclenche la panique alors que la bourse était déjà orientée à la baisse depuis plusieurs mois – ce que l'on a appelé le « silent crash ». La chute brutale des cours boursiers et des *runs* successifs sur les institutions financières perçues comme les moins solvables marquent cette panique qui n'est enrayée que par les interventions de *money pools* successivement organisés par J. P. Morgan. La crise se transmet à d'autres pays mais après un mouvement rapide de contraction des bilans bancaires et d'importation d'or la récession prend vite fin et la croissance économique repart à la hausse.

La crise de 1907 est, dans une certaine mesure, une répétition de celle de 1857 qui a nourri les réflexions de Marx dans le livre III du *Capital*. Ces deux crises sont,

[322] Un tel intérêt apparaît encore plus grand si l'on considère que les crises économiques récentes trouvent leur modèle dans celle de 1907. Voir Mendez et Tutin (2010).

selon nous, les « crises types » que Marx, Veblen et Hawtrey cherchent à expliquer par leur prise en compte des mécanismes de financement de l'activité économique. Il s'agit en effet de deux crises du système de l'étalon-or dans lesquelles les variables financières jouent un rôle prépondérant.

Nous avons déjà rencontré à plusieurs reprises la référence à la crise de 1907 dans les deux chapitres sur Hawtrey. Nous défendons ici l'idée selon laquelle son œuvre (en tout cas ses premiers ouvrages et articles) a été construite en référence à cette crise : c'est elle qu'il s'agit d'expliquer et ce sont ses conditions d'éclatement et son mode de résolution qui ont amené Hawtrey à croire en l'efficacité de la politique monétaire de la banque centrale :

> It may be a sign of the times that so pure a theorist as Mr. Hawtrey should be so much interested in economic history (Keynes, 1920, p. 364).

La référence à 1907 peut paraître un peu plus curieuse pour Veblen puisque son ouvrage majeur d'économie a été publié en 1904. Il a cependant été rédigé pendant la période d'expansion qui a mené à la crise et nous pensons que cette crise est venue illustrer cet ouvrage et que ses écrits postérieurs (en particulier Veblen, 1923) permettent de valider le rapprochement, bien qu'il n'y fasse pas explicitement référence. La crise américaine de 1907 serait ainsi, en quelque sorte, l'archétype des crises hawtreyenne et veblenienne.

En reprenant de Mendez et Tutin (2010 et 2011) l'analyse de la crise et de ses répercussions économiques et politiques, nous comparerons certains aspects de cette crise aux théories des auteurs telles que nous les avons dégagées dans les chapitres antérieurs. Nous aurons au préalable analysé rapidement la crise de 1857 en rapport avec la théorie de Marx (1.1). Nous montrerons ensuite en quoi l'expansion américaine du début du 20ème siècle peut s'interpréter dans les termes de Veblen et Hawtrey (1.2). Nous vérifierons enfin que les caractéristiques de la « panique Roosevelt » de 1907 sont bien conformes au type de déroulement envisagé par ces deux derniers auteurs (1.3).

1.1. Marx et la crise de 1857

Dans la première moitié des années 1850, l'économie américaine connait une forte expansion économique. Les investissements des entreprises sont très

importants, en particulier dans les chemins de fer[323], l'immobilier, le télégraphe ou la banque, et sont réalisés au moyen de financements externes. Le crédit bancaire nourrit par ailleurs une puissante vague de spéculation sur le blé et les terres fédérales[324]. Ce dernier se développe selon les deux axes identifiés et conceptualisés par Marx :

- D'une part, les découvertes d'or en Californie en 1848, conduisent à une spécialisation de plus en plus forte du capital du commerce de l'argent. Les masses importantes de capital-argent accumulées par les banques leur permettent de développer leur activité de prêt, c'est-à-dire de transformer une large part de ce capital en capital porteur d'intérêt. Nous retrouvons ici la genèse du capital bancaire, qui tient une place analytique centrale dans la théorie de Marx, comme nous l'avons vu au chapitre I. Le *boom* est ainsi très largement financé par la forte augmentation du crédit bancaire.
- D'autre part, le capital porteur d'intérêt se développe sur la base des fonds des capitalistes financiers, à travers les émissions d'actions et obligataires réalisées par les entreprises et la création d'institutions financières spécialisées. Le Crédit mobilier des frères Pereire en est un exemple puisqu'il consentait des crédits à long terme aux industriels.

On a ainsi, dans les termes de Marx, un double mouvement d'accroissement du capital de prêt et d'augmentation continue de la demande de capital-argent en vue d'élargir l'échelle de la reproduction. Ce double mouvement résulte en une tendance haussière de la production et des taux d'intérêt. Associé à la spéculation qui sévit en particulier sur les produits agricoles (et donc sur les terres de l'Ouest américain) en raison de l'arrêt des exportations russes pendant la Guerre de Crimée[325], cette situation conduit à la formation de stocks qui jouent ici un rôle expansionniste tel que le décrit Hawtrey.

La baisse de la profitabilité des investissements, en particulier dans les chemins de fer et les mines, et la brutale réapparition du blé russe au moment de la fin de la Guerre de Crimée entraînent une hausse brutale de la demande de capital-argent destiné à rembourser des dettes arrivant à échéance. Au plus fort de la crise, et

[323] La longueur du réseau du chemin de fer américain est ainsi multipliée par 2,5 entre 1851 et 1857.
[324] La victoire militaire sur le Mexique vient d'ouvrir d'immenses territoires à la colonisation.
[325] Une coalition emmenée par le Royaume-Uni, la France et l'Empire Ottoman s'est opposée à la Russie de 1853 à 1857.

conformément à la séquence analysée au chapitre II (section 2.1), c'est bien une demande de monnaie qui pousse à la hausse le taux d'intérêt et non plus l'augmentation de l'investissement, de la production et de la spéculation comme pendant la phase d'expansion. C'est la constatation qui pousse Marx à avancer la théorie duale de la détermination du taux d'intérêt que nous avons identifiée au chapitre II (section 2.3).

L'augmentation des taux d'intérêt et le krach boursier qui fait suite à la faillite de la Ohio Life Insurance and Trust Company, le 22 août 1857[326], ouvrent la phase de contraction des leviers financiers des entreprises. Le taux de l'escompte monte ainsi jusqu'à près de 30% et les cours de bourse chutent de près de 40%. On constate de nombreuses faillites de négociants qui contribuent à celles de près de 1 200 banques américaines. La crise se propage en Angleterre, *via* une crise de change, où le taux de la Banque d'Angleterre monte jusqu'à 12,5% et le *Bank Act* est suspendu, puis en France dans une moindre mesure. Il n'y aura pas de reprise réelle de l'activité économique avant la Guerre de Sécession (1861-1865).

La panique de 1857 est ainsi très proche de celle de 1907, notamment parce qu'elles ont toutes deux leurs centres aux Etats-Unis et une forte composante financière. L'une des conséquences politiques de la panique de 1857 est la mise en place du *National Banking System* en 1861, qui apparaîtra en 1907 comme l'une des causes essentielles de la nouvelle crise. C'est aussi en 1861 qu'en France l'Académie des sciences morales et politiques lance le concours dont Clément Juglar (1862) sera lauréat.

1.2. L'expansion américaine avant 1907

Le taux de croissance américain entre le milieu des années 1890 et 1906 est assez stable autour de 7,3% par an en moyenne[327], conduisant à un doublement de la production industrielle sur cette période, qui se caractérise aussi par une très forte croissance du stock de capital. Le système monétaire est encadré par le *National Banking System*, que nous étudierons sous le prisme de la théorie de Hawtrey. La période se caractérise par ailleurs par une très forte expansion du crédit qui accompagne un mouvement sans précédent de concentration des entreprises. La

[326] Il s'agit de l'un des premiers krachs boursiers à New York, après celui de la crise de 1819.
[327] Source NBER.

phase d'expansion économique est ainsi conforme à ce que décrivent Veblen et Hawtrey.

a) Hawtrey et le système monétaire américain en 1907

Après deux épisodes de 20 ans chacun au cours desquels une banque dotée d'un statut particulier joue un rôle de quasi banque centrale, entre 1791 et 1811 avec la *First Bank of US*, puis de 1816 à 1836, avec la *Second Bank of US*, l'histoire monétaire des Etats-Unis connait, après le veto opposé par le président Jackson au renouvellement du statut de la *Second Bank*, un long épisode au cours duquel aucune institution n'est dotée des fonctions d'une banque centrale, en particulier celle de prêteur en dernier ressort. Depuis les lois de 1863 et 1864[328], les banques américaines vivent sous le régime du *National Banking System* et, depuis l'année 1900, sous un monométallisme-or[329]. Cette nouvelle législation visait à unifier la circulation monétaire afin de faciliter le commerce, en instituant des taux d'échange fixes entre les billets de banque.

En 1906, le système bancaire est ainsi fondé sur la distinction entre trois types de banques :

- Les *national banks* sont autorisées à recevoir des dépôts fédéraux et à émettre de la monnaie sous licence gouvernementale (les *national bank notes*) ;
- Les *state banks* sont réglementées (*chartered*) par les législations des différents Etats et émettent des billets d'Etat ;
- Les *private banks* vont des banques d'affaires internationales comme celle de J. P. Morgan à de toutes petites banques fonctionnant comme des boutiques de proximité.

En raison de la création des US Notes[330] (les « Greenbacks »), l'or et les billets fédéraux servaient de monnaie légale en 1906, permettant le paiement des taxes. Les *national banks* (et elles seules) pouvaient en outre émettre des *national bank notes* sous les trois conditions :

[328] National Banking Acts des 25 février 1863 et 25 février 1864.
[329] Gold Standard Act du 14 mars 1900, la valeur du dollar étant fixée à un dollar pour 25,8 grains d'or fin à 90%, soit 1,5 grammes d'or fin.
[330] Par le *Legal Tender Act* du 25 février 1862, afin de financer la guerre contre les Etats sécessionnistes.

- De dépôt d'un montant équivalent de bons du Trésor auprès du Trésor pour servir de garantie[331] ; en cas de défaut de la banque, les titres pouvaient ainsi être revendus ;
- De convertibilité sur demande en monnaie légale ;
- De recevabilité pour le paiement des dettes ;

Chaque *national bank* devait accepter au pair les billets des autres *national banks*, à l'exception de ceux émis par des banques ayant fait défaut sur la convertibilité de leurs billets. Parallèlement aux *US Notes*, et aux *national bank notes*, circulaient des *states bank notes*, émis par les *state banks* selon des règles propres à chaque Etat.

On retrouve dans l'architecture de ce système monétaire la construction de la théorie de la monnaie de Hawtrey tel qu'il l'a présente dans les premiers chapitres de *Currency and Credit* (1919)[332]. En effet, la circulation est surtout constituée des *national bank notes* qui, bien que réglementés, sont émis par les différentes banques privées dont ils constituent un passif. Ces billets sont les dettes que les banques substituent aux dettes privées dans le cadre de leur rôle de marchandes de dettes. Dès lors que la convertibilité de ces billets est suspendue, nous retrouvons l'instabilité illimitée du crédit décrite par Hawtrey (chapitre V, section 2.2). On peut d'ailleurs noter que dans la pratique bancaire américaine de cette époque, on distinguait les comptes courants bancaires ordinaires de ceux ouverts en or. La suspension de la convertibilité permettait alors – au moins d'un point de vue théorique – une variation du crédit qu'aucune limite de quantité de monnaie légale ne pouvait restreindre. La distinction entre les *national bank notes* et les « greenbacks » constitue ainsi l'archétype de la distinction entre crédit et monnaie mise en avant par Hawtrey.

Dans le cas de *national bank notes* convertibles, la quantité de monnaie légale vient limiter l'expansion du crédit, comme nous l'avons vu au chapitre VI (section 1). Une expansion infinie du crédit n'est alors possible que si le ratio de liquidité l croît lui aussi de manière infinie. Dans le cadre du *National Banking System*, ce ratio possédait cependant une certaine rigidité car chaque banque était astreinte à un montant minimal de réserves calculé en pourcentage de ses dépôts. Ces réserves devaient être détenues en monnaie légale (*US notes* ou or) ou déposées auprès de

[331] Et dans la limite de 90% ou 100% de leur capital selon les périodes. En fait, les *national bank notes* sont donc des passifs du Trésor.
[332] Voir chapitre V (section 1.1).

banques de rang supérieur où elles pouvaient porter intérêt. Les montants de réserves requis dépendaient essentiellement de la localisation des banques par rapport aux centres financiers du pays. Ainsi, les banques rurales (*country banks*) devaient conserver 15% de leurs dépôts en réserve dont au moins les deux cinquièmes en monnaie légale, le reste pouvant être déposé auprès des *reserve city banks*. Les *reserve cities* étaient les centres financiers de niveau intermédiaire du pays, au nombre de 47 à la fin de la période[333]. Les banques des *reserve cities* devaient elles-mêmes conserver 25% de leurs dépôts en réserve, dont au moins la moitié en monnaie légale, le reste pouvant être déposé contre intérêt auprès des banques des *central reserve cities*, au nombre de trois : New York, Chicago et Saint-Louis.

De telles normes de réserves revenaient à fixer un ratio de liquidité $\bar{l} = \frac{M_b}{D}$ que les banques devaient respecter *a priori*. Les phénomènes d'instabilité du crédit analysés par Hawtrey sont alors limités et ne peuvent prendre place que si le ratio M_c/D a la capacité de descendre signification en-dessous de $\bar{l}$ après les crises. Ces normes laissaient pourtant, en pratique, des marges importantes. En effet, un lien financier très fort unissait les banques de l'intérieur du pays, incitées à placer une grande part de leurs réserves à New York, aux institutions financières new-yorkaises. En raison de ces liens, le ratio de réserve du système consolidé était bien en deçà des limites légales puisque les dépôts auprès de banques de rang supérieur pouvaient compter, dans certaines limites, comme des réserves de monnaie légale. Nous avons aussi souligné, au chapitre VI (section 2.2) que le ratio de liquidité mesuré par les banques au niveau de leur bilan pouvait être différent du ratio réel, en particulier s'il existe un décalage entre la croissance de D et celle de M_c (par exemple si α décroît puis augmente au cours de l'expansion) ou si les commandes passées par les négociants aux producteurs viennent allonger leurs carnets de commandes plutôt que d'augmenter la production ou les prix.

Cette organisation rigide a pour conséquence des suspensions ou des faillites bancaires fréquentes : entre 50 et 130 par an entre 1900 et 1906 (Moen et Tallman, 1990b), alors qu'il n'existe aucun système d'indemnisation des épargnants. C'est son analyse du *National Banking System* qui conduit Hawtrey à considérer qu'aucune règlementation des réserves bancaires ni aucune quantité de réserves ne peut

[333] Voir Champ (2007) pour des données.

permettre d'éviter les crises. En effet, dès lors que les banques prêtent jusqu'au minimum du ratio de réserve autorisé, tous les billets faisant retour à la banque pour être convertis en or et non compensés par un dépôt d'or équivalent obligent la banque à réduire son bilan. Il faut dès lors – nous l'avons vu au chapitre VI (section 2.3) - convenir que les réserves sont là pour être utilisées et que la banque centrale doit jouer le rôle de prêteur en dernier ressort. Plus généralement, Hawtrey pense qu'il est inutile d'imposer des taux de couverture fixes et qu'il est préférable de s'en remettre à la prudence des banques et à leurs techniques de régulation du crédit (Hawtrey, 1919[3], p. 145) alors même qu' « aucune réserve d'or, si grande soit-elle, ne peut servir à protéger la circulation monétaire contre la folie et l'ignorance des banquiers et des gouvernements ni contre les nécessités de la guerre » (*ibid.*, p. 219).

Le *National Banking System* tel qu'il se présente en 1907 illustre ainsi parfaitement le discours de Hawtrey. Les banques émettent des billets et acceptent des dépôts, ce qui constitue la base sur laquelle pourra se développer le crédit. Cependant, l'existence d'une monnaie légale en quantité limitée, qui ne peut pas être accrue par une banque centrale, stabilise le système, au prix de crises.

b) L'expansion du crédit

Veblen et Hawtrey, dans la tradition classique des cycles du crédit, associent l'expansion du crédit à l'augmentation des prix. La période précédant la panique de 1907 se caractérise, comme pour les autres crises, par un essor sans précédent du crédit, conduisant à l'accroissement du bilan des banques et d'importantes émissions de titres. Les réserves détenues par les banques new-yorkaises en conséquence du système pyramidal de réserves, étaient le plus souvent placées à court terme sous la forme de *call loans*[334] pour financer les opérations des agents de change. A travers ces *call loans*, les banques finançaient l'émission des titres, comme l'indiquent aussi bien Veblen que Hawtrey. Comme l'explique clairement Charles Rist, le système manifestait ainsi une double tendance à l'illiquidité et à la spéculation :

> Dans un pays où le système des lettres de change intérieures n'existait pas, […] les commerçants se procuraient des fonds auprès de leurs banquiers par la remise de simples billets à ordre difficilement réescomptables par une banque d'émission. Ces billets à ordre s'accumulaient dans les banques en contrepartie d'avances, sans

[334] La *call money* sert alors à financer des acquisitions de titres sur marge.

> constituer pour elles un actif constamment et commodément mobilisable. Aux Etats-Unis les fonds disponibles des banques étaient placés essentiellement en opérations de report à la bourse de New York, de sorte que les disponibilités du pays, au lieu d'être orientées vers un emploi commercial, l'étaient vers le financement de la spéculation boursière (Rist, 1938, p. 438-439).

Compte tenu des limites légales à l'expansion du crédit bancaire que nous venons d'évoquer, la diminution du ratio de liquidité qui doit obligatoirement accompagner l'expansion du crédit était le fait des institutions financières non réglementées qui formaient un véritable système bancaire adjacent. Il existait ainsi en 1907, à côté des banques, plusieurs types d'intermédiaires financiers opérant sur des sections distinctes des marchés et soumis à des réglementations différentes[335]. Parmi ceux-ci, les *trust companies* ont une place centrale et sont le siège d'importantes innovations financières.

Les *trusts companie*s new-yorkaises se sont rapidement développées au début du 20ème siècle, et ce développement peut être largement attribué à la liberté dont elles jouissaient dans leurs investissements, comparativement aux *national banks e*t aux *state banks*. En effet, contrairement à ces dernières, elles pouvaient détenir des actions directement et n'avaient pas d'obligation de réserve avant 1906. Ce n'est qu'à cette date qu'une loi de l'Etat de New York leur imposa de conserver 15 % de leurs dépôts en réserve, dont au moins le tiers en liquidités.

Leur succès s'explique par une plus grande performance de leurs placements, conséquence de leurs activités plus risquées[336]. Ce supplément de performance attirait les dépôts auprès des *trust companies*, qui se développèrent donc rapidement. Selon Bruner et Carr (2007, p. 68), par exemple, la Knickerbocker Trust Company avait 65 millions de dollars de dépôts en 1907. Il existait un millier de *trust companies* en 1906. Comme le montre le tableau ci-dessous[337], leurs actifs, qui ont cru plus de deux fois plus vite que ceux des banques, représentaient sur la place de New York près de trois fois ceux des s*tate banks* et près de 80% de ceux des *national banks*.

[335] Voir sur ce point Moen et Tallman (1990b).
[336] Voir Bruner et Carr (2007, p. 66).
[337] Source : Barnett, cité par Moen et Tallman (1990a, p. 11).

Tableau

	Actifs en 1907 (en millions de dollars)	Evolution entre 1896 et 1907
Trust Companies	1 400	+ 244 %
National Banks	1 800	+ 97 %
States Banks	500	+ 82 %

Ainsi, elles exercent la plupart des fonctions des banques commerciales et des banques privées : elles acceptent des dépôts, font des prêts, participent largement à la réorganisation des chemins de fer et à la consolidation des *industrial corporations,* et elles détiennent des actions, obligations et titres pour le compte de leur clients. Elles sont à la fois banque privée (gestion de fortune), banque d'affaires (émissions) et banque d'investissement (prêts). Seule l'émission de billets de banque leur était interdite. Une comparaison avec les banques standard montre qu'elles étaient spécialisées dans les *collateralized loans*, prêts risqués à des entreprises qui ne peuvent obtenir de crédit auprès des *national* ou *state banks.* Elles jouaient ainsi parfaitement le rôle que Veblen attribue aux prêteurs : finançant les entreprises, lorsque les prix augmentent, sur la base de la valeur accrue de leurs collatéraux. Le mouvement général de concentration des entreprises qui prend place à cette période justifie d'ailleurs cette position (chapitre III, section 2.2).

Du point de vue de la théorie de Hawtrey, ce sont donc ces *trust companies* qui ont permis le développement du crédit. Pour lui, cet endettement croissant doit provenir des efforts des négociants pour reconstituer leurs stocks au fur et à mesure qu'ils sont vidés par l'expansion économique. Un tel effort de reconstitution de stocks a en effet lieu selon au moins quatre modalités :

- Les entreprises industrielles reconstituent leurs stocks au fur et à mesure du développement économique et, au même moment, les grands groupes issus du mouvement de concentration constituent des stocks pour s'assureur un pouvoir de monopole.
- Les agents de change et les spéculateurs reconstituent leurs stocks de titres (chapitre V, section 3.2) qui se vident au fur et à mesure que les placements des consommateurs augmentent. A cet égard, le marché des *call loans*, déjà évoqué, est le mode particulier d'endettement des négociants en titres.

- De plus, comme nous l'avons montré au chapitre VI (section 3.1), les consommateurs deviennent progressivement des spéculateurs dont la demande de titre diminue l'élasticité-prix de la demande de monnaie et accélère l'expansion du crédit.
- Enfin, comme l'a montré Kemmerer (1911)[338], le cycle annuel agricole joue un rôle important et conduit à l'endettement des agriculteurs et des négociants au moment de l'exportation des récoltes.

Le crédit se développe ainsi tout au long de la présidence de Théodore Roosevelt (1901-1908) selon les modalités exposées par Veblen et Hawtrey. En particulier, le mouvement de concentration des entreprises pour le premier et l'accumulation de stocks pour le second permettent d'expliquer la croissance du crédit. Les banques et le marché financier jouent eux-aussi le rôle attendu.

1.3. La « panique Roosevelt » de 1907

L'évènement qui déclenche la crise est l'échec d'une importante spéculation (un *corner*[339]) des frères Heinze, ainsi que de leur banque, la Mercantile National Bank, sur les actions de la société minière United Copper. Cet échec est le moment de retournement du cycle économique qui amène une crise monétaire et financière dont les conséquences économiques sont importantes. Le processus de retournement et la crise qui lui succèdent illustrent eux-aussi les théories de Veblen et Hawtrey.

a) Le retournement du cycle économique

A la tendance à l'expansion du crédit à la hausse des prix se superpose un phénomène cyclique annuel qui a notamment été décrit par Kemmerer (1911). En effet, la croissance économique se traduisait par des relations importantes entre les centres financiers de New York et de Londres pour le financement de ces investissements américains, et par de très fortes importations d'or en 1906. Les

[338] Voir Gomez Betencourt (2008).

[339] Un *corner* consiste à acquérir une grande quantité d'actions d'une entreprise déterminée puis à en réclamer brutalement la livraison. Si de nombreux *traders* avaient spéculé court (c'est-à-dire avaient vendu à découvert) sur les titres en question, leur concurrence pour acquérir les titres restants et les livrer fait augmenter le cours de l'entreprise et l'auteur du *corner* réalise d'importantes plus-values. En revanche, si le *corner* échoue et que les courtiers livrent sans encombre les titres demandés, son auteur peut se trouver en difficulté pour payer les titres livrés. Ici, les Heinze se retrouvent dans l'incapacité de payer les titres livrés par les courtiers, alors que les cours chutent de 62$ à 15$

banques américaines étaient confrontées chaque année à une forte demande de liquidités pendant les mois d'août et de septembre, au moment des récoltes et de leur expédition vers le Nord-Est des Etats-Unis puis vers l'Europe. Ce besoin saisonnier croissait chaque année en raison de la croissance américaine, ce qui permet à Moen et Tallman (1990a) d'affirmer que « unusually severe liquidity problems in New York City emerge as backdrop in the crisis ».

Les différentes banques locales américaines déposant une grande partie de leurs réserves auprès des banques de New York, c'est sur ces dernières – contraintes d'honorer leurs obligations – que pesait chaque année cette demande de liquidité. La liquidité de la cote Est partait ainsi vers l'Ouest et le Sud. D'après Fisher (1911b), 14% des transactions avaient alors lieu en espèces sur la période 1896-1909. Pour y faire face, les banques de New York empruntaient chaque année des Livres Sterlings à Londres sous forme de billets de banque en tirant des effets en dollars - les *finance bills* - sur elles-mêmes qu'elles cédaient à des banques londoniennes. Elles pouvaient ensuite demander la conversion de ces billets de banque en or qu'elles expédiaient par bateau à New York.

Le flux d'or lié aux *finance bills* compensait en partie le mouvement des liquidités vers le Sud et l'Ouest des Etats-Unis. Le Trésor américain participait lui aussi à la fourniture de liquidités en effectuant des dépôts auprès de ces banques[340]. D'après Kemmerer, les importations d'or atteignaient leur maximum en octobre.

Les banques londoniennes obtenaient le paiement en dollars de ces effets financiers au cours des mois de septembre, octobre et novembre, caractérisés par l'expédition des récoltes vers l'Europe et, en conséquence, par une forte demande de dollars. L'appréciation du dollar relativement à la Livre Sterling entre la date d'acquisition des *finance bills* et celle de leur paiement générait un profit régulier aux banques participant à ce système. Les dollars repartaient vers les Etats-Unis pour payer les importations européennes. Hawtrey explique ce mécanisme :

> Dans la période qui a précédé la guerre, on avait trouvé une solution à ce problème en ce qui concerne les fortes exportations de matières premières des Etats-Unis vers l'Europe. Le mouvement saisonnier des changes était devenu si régulier que, au printemps, lorsque les exportations américaines étaient au plus bas et que le sterling faisait prime, les banquiers américains avaient l'habitude de tirer des traites sur leurs

[340] Ce qu'il fait à partir du mois d'août et qu'il continue sur le 4ème trimestre (Kemmerer, 1911).

> correspondants de Londres, lesquelles venaient à échéance à la fin de l'été ou en automne, lorsque la vente des céréales devait avoir fourni de larges ressources en sterling. En agissant ainsi, ils ne faisaient qu'utiliser les disponibilités du marché monétaire de Londres pour financer les producteurs américains dans l'intervalle précédant la récolte. La disparité entre les exportations et les importations était réglée par une opération de prêt, au lieu de l'être par un transfert d'or (Hawtrey, 1919[3], p. 167-8).

Finalement, les Etats-Unis obtenaient de l'or de Londres en contrepartie de produits agricoles exportés.

Or, pour Hawtrey, c'est l'importance du drainage de l'or, aussi bien dans le pays que pour payer le solde de la balance commerciale, qui provoque le retournement du cycle économique (chapitre VI, section 1.2). La cause du retournement de 1907 peut donc être vue dans le changement de politique de la Banque d'Angleterre – suivie par les banques centrales allemande et française – qui décide de relever son taux d'escompte pour lutter contre la fuite de l'or vers les Etats-Unis. La Banque d'Angleterre déconseille le renouvellement des traites américaines, parmi lesquelles les *finance bills* et, le 19 octobre 1906, le taux bancaire passe de 3,5 % à 6 %. Les Banques centrales allemande et française suivent. Il n'y a pas alors de panique, mais l'anxiété s'accroît chez les banquiers des deux côtés de l'Atlantique.

Pendant l'été 1907 la Banque d'Angleterre décide d'interdire les *US finance bills*, pour préserver ses réserves d'or. Pour Sprague (1908), cette décision de la Banque d'Angleterre est directement à l'origine de la panique de 1907. Elle provoque en effet l'effondrement du marché des *finance bills* américains, dont le volume passe de 400 millions de dollars à seulement 30 millions. Il devient alors impossible pour les banques américaines de se refinancer à Londres.

A cela s'ajoute une demande accrue de liquidités à l'Ouest en raison du tremblement de terre d'avril 1906 à San Francisco. En effet, ce séisme sans précédent par son échelle déclenche de nombreux incendies et les dégâts sont estimés entre 1,2% et 1,7% du PIB[341] américain. Les assureurs, parmi lesquels de nombreux Européens, doivent envoyer des fonds pour payer les indemnités d'assurance. De nombreuses compagnies d'assurance ne peuvent honorer leurs obligations et toutes sont obligées de liquider des actifs et de réaliser des transferts d'or de Londres vers

[341] Source : Census Bureau, d'après Bruner et Carr (2007, p. 13).

les Etats-Unis[342]. Le stock d'or anglais diminue de près de 15%. La liquidité du marché londonien baisse dangereusement et les rumeurs de possibles difficultés enflent. Parmi les autres facteurs de la demande élevée de liquidités par les banques américaines, on peut encore citer le financement des investissements (chemins de fer, industrie) ainsi que d'importants retraits du Trésor au cours de l'été 1907, pour rembourser des emprunts[343].

L'ensemble de ces facteurs concourt à une contraction du crédit au Etats-Unis. De plus, non seulement l'or ne parvient plus à New York, mais encore les banques londoniennes demandent le remboursement des *finance bills* américains arrivés à échéance, et le sens de circulation de l'or s'inverse entre Londres et New York. Les banques américaines sont incapables de renouveler une partie de leurs financements à court terme et, entre mai et août 1907, les réserves d'or américaines ont diminué de 10%, malgré des taux d'intérêt élevés[344].

Du point de vue de la théorie de Veblen, il est possible de voir la hausse des taux d'intérêt comme la conséquence d'un processus de reconnaissance de la surcapitalisation des entreprises (chapitre III, section 2.3 et chapitre IV, section 2.2). C'est la révision des anticipations de rendement des propriétaires de capitaux qui conduit, d'une part, au « silent crash » du marché des actions dès l'année 1906 et, d'autre part, à la perte de confiance dans les Trusts Companies. Ce sont en effet elles qui subissent les retraits des capitaux placés par les *absentee owners* qui anticipent les difficultés financières de ces établissements en raison de la baisse de la valeur de leurs portefeuilles. On peut aussi remarquer que c'est une spéculation initiée par des *insiders* (les frères Heinze) qui, formellement, déclenche la crise.

Comme annoncé par les deux auteurs, le retournement est suivi d'un mouvement général de décroissance des bilans des banques et des entreprises (ou des négociants). Pour Veblen, le flux net des crédits devient négatif car les entreprises cherchent à se désendetter (chapitre IV, section 2.3). Les *insiders* utilisent les fonds ainsi récupérer pour revenir progressivement dans le capital des entreprises qu'ils avaient quitté avant la crise. Pour Hawtrey, du crédit est détruit parce que les négociants cherchent à diminuer leurs stocks (chapitre VI, section 1). La faillite des

[342] De nombreux contemporains, notamment Seligman (1908) et Vanderlip (1908) invoquent aussi, pour expliquer la « soif de liquidité » de l'automne 1907, les effets sur le marché international des capitaux, des conflits du début du vingtième siècle : guerre hispano-américaine, guerre des Boers, guerre russo-japonaise.
[343] Retraits pour environ 30 millions de dollars, d'après Bruner et Carr (2007, p. 31).
[344] D'après Moen et Tallman (1990a).

agents de change (les négociants en titres) participe de ce mouvement général de désendettement. Les banques, quant à elles, cherchent à relever leur ratio de liquidité par l'augmentation des taux d'intérêt.

b) La crise monétaire et la crise financière

La baisse lente du cours des actions a commencé, nous l'avons dit, dès le début 1907 et le pic a été atteint entre septembre 1906 et février 1907. Cette baisse des cours suit le mouvement haussier des taux d'intérêt. En juillet, l'échec d'un placement d'obligations par la ville de New York alourdit sérieusement l'atmosphère. De janvier à septembre 2007, la baisse cumulée des cours de bourse est de 24% environ. Ainsi, le krach boursier commence-t-il avant même la crise monétaire, conformément à la description que fait Hawtrey de la crise financière. De plus, nous pouvons remarquer que dans cette crise les mouvements des marchés financiers jouent un rôle déterminant, détériorant progressivement le bilan des *trust companies*. Il est ainsi facile de voir dans la reconnaissance de la surcapitalisation des entreprises et sa prise en compte par les marchés financiers la cause première du retournement du cycle comme le fait Veblen (chapitre III, section 2.3). Le rôle des *insiders*, déjà souligné, prend alors tout son sens, non seulement dans l'explication des mouvements des cours, mais encore dans leur manipulation.

Cependant, la panique bancaire elle-même trouve sa cause première dans le développement des *trust companies*, c'est-à-dire dans le développement excessif du crédit. Le 16 octobre 1907, le courtier ayant exécuté les ordres de Heinze est en faillite. Or, ce dernier avait de nombreux intérêts bancaires notamment dans la Mercantile National Bank[345]. Il est lié à Morse qui détient lui-même plusieurs banques par la technique du *chain banking*, mise en œuvre pour contourner l'interdiction faite aux banques d'établir des succursales.

Aussi, l'échec du montage conduit-il à un *run* sur la Mercantile National Bank, laquelle ne disposait que de 15% de réserves quand la loi en requérait 25%[346]. Les interventions de la New York Clearing House (NYCH) ne parviennent pas à enrayer la panique. La méfiance s'étend aussitôt à la Knickerbocker Trust Company, dont le président, Charles Barney, est associé aux dirigeants de la Mercantile National

[345] D'après Bruner et Carr (2007, p. 40), il contrôlait six *national banks*, une dizaine de *states banks*, cinq ou six *trust companies* et quatre compagnies d'assurance.
[346] Voir Bruner et Carr (2007, p. 60).

Bank ; le *trust* fait face à huit millions de dollars de retraits le 22 octobre 1907. Le 21, le conseil d'administration de Knickerbocker Trust Company avait demandé la démission de Barney, tandis que la National Bank of Commerce (intermédiaire permettant au *trust* d'accéder à la chambre de compensation) annonce qu'elle ne fera plus d'opérations de compensation pour lui (Bruner et Carr, 2007, p. 73). Cette annonce, venant de l'une des plus grandes banques du pays, étroitement liée à J. P. Morgan, alerte le public sur le fait qu'est entrain de jouer une crise plus profonde qu'il n'y paraît. Et effectivement, la compagnie suspend ses paiements. Pour les conseillers de Morgan qui étudient ses comptes, la Mercantile n'est pas solvable et les sommes nécessaires pour sauver Knickerbocker sont trop importantes [347]. Décision est alors prise par Morgan, d'autres banques et la NYCH, d'abandonner la société et de permettre sa liquidation. La panique se reporte aussitôt sur la *Trust Company of America* (50 millions de dollars de dépôts), seconde *trust company* en importance, qui subit aussi des retraits.

Dès lors, la panique s'étend à l'ensemble du système bancaire. Les réserves des *national banks* de New York passent ainsi de 219 millions de dollars le 22 août 1907 à 177 millions le 3 décembre de la même année. Au plus haut de la crise, elles ont certainement été à des niveaux bien inférieurs[348]. Friedman et Schwartz (1963, p. 158) estiment ainsi que la contraction de la masse monétaire observée en 1907-1908 est sans précédent dans l'histoire des Etats-Unis, et que seules les années 1920-21, 1929-33 et 1937-38 enregistreront des contractions d'ampleur équivalentes.

On constate enfin des difficultés importantes sur le marché des *call loans* : il n'y a plus d'offre, ou à taux extrêmement élevés (jusqu'à 60%, puis 100%). Les banques de l'intérieur du pays retirent progressivement leurs réserves de New York, accroissant encore les difficultés des banques new-yorkaises. Une vingtaine de *trust companies* et 25 banques ne s'en relèveront pas. D'après Friedman et Schwartz (1963), c'est la suspension précoce des paiements qui a permis ce nombre finalement limité de faillites.

Le retournement du cycle, qui s'accompagne du désendettement des entreprises et de la réduction du bilan des banques entraîne un mouvement déflationniste. Les cours boursiers s'effondrent à la fois en raison des ventes de détresse et de la hausse des taux. Les courtiers et les banques réalisent des liquidations d'actifs pour faire

[347] D'après Bruner et Carr (2007, p. 75), ces sommes sont de l'ordre de 25 millions de dollars.
[348] D'après Moen et Tallman (1990a, p. 9).

face à leurs remboursements. Or, Veblen comme Hawtrey soulignent que ces ventes massives, en faisant baisser les prix, augmentent l'endettement réel des entreprises et des négociants, accroissant encore le rythme de la liquidation. De manière générale, le rappel des *call loans* par les banques et les *trust companies* entraînent une liquidation massive des négociants en titres.

On peut enfin noter que les restrictions progressivement mises par les banques au retrait des dépôts en monnaie légale conduisent à l'apparition d'une prime de 4% de cette dernière sur les dépôts. Cette prime encourage l'importation d'or et en novembre et décembre 1907 on constate l'importation de 100 millions de dollars d'or.

c) La crise économique

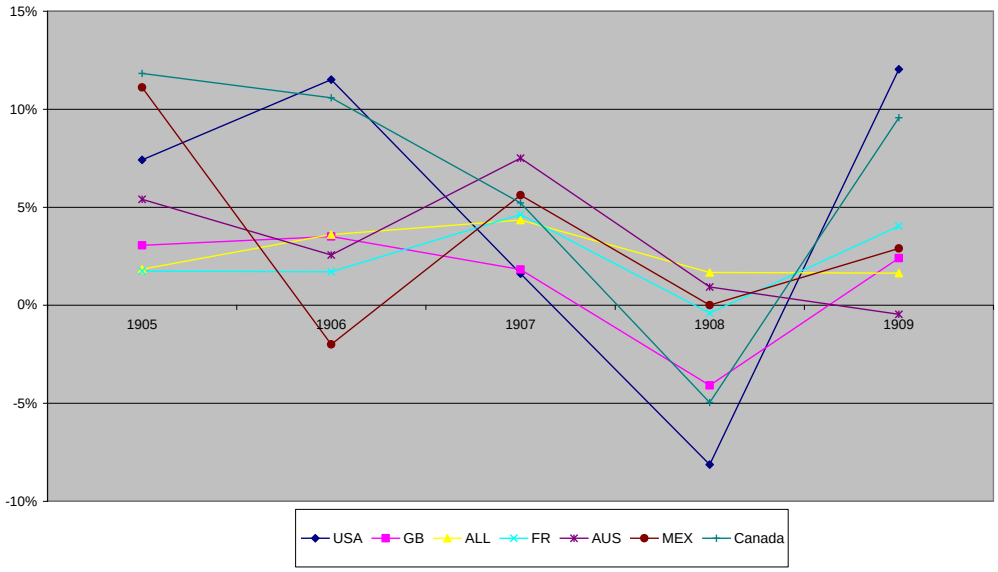
Les Etats-Unis avaient échappé à la crise européenne de 1900 (crise « électrique », partie de Russie à l'automne 1899), mais avaient subi une crise de faible ampleur en 1903 (crise boursière de l'acier). Les années 1905-1906 enregistrent un boom industriel très fort, marqué notamment par une intense spéculation sur le cuivre, qui enregistre une forte hausse de son cours (près de 60% de 1902 à 1906). D'où une baisse des profits dans les industries utilisatrices, et une chute des commandes d'acier. Fin 1906, l'économie américaine est en récession. Plusieurs mauvaises nouvelles sont annoncées au cours de l'été 1907 : baisse du chiffre d'affaires de la US Steel Corporation (en août), mauvaises conditions sur le marché des céréales et baisse de la demande de fer et acier, puis des transactions sur le cuivre.

Les conséquences économiques de la crise sont très fortes aux Etats-Unis, mais plus limitées à l'extérieur [349] . La production manufacturée américaine (voir graphique) chute de l'ordre de 25%, et davantage encore dans certaines branches (rails -52%, voies ferrées -45%, acier -48%). Il y a 35% de chômeurs à New York au début de l'année 1908, mais la reprise est rapide, dès 1909. Et le produit national net de l'économie américaine, déjà très « tertiarisée », ne baisse « que » de 11%. Nous

[349] A l'étranger, l'Angleterre et le Canada sont les deux pays les plus touchés. Les conséquences « réelles » de la panique de 1907 ont également été très fortes au Mexique, où elle peut être considérée comme l'un des facteurs de déclenchement de la révolution de 1910, en raison de ses effets dramatiques dans les campagnes du Nord (la région de Pancho Villa). L'Allemagne est également touchée (de même que la Suède). Et la France et l'Italie par ricochet.

retrouvons les conséquences réelles de la crise envisagées tant par Veblen que par Hawtrey.

Variations 1905-1909 du PIB de quelques pays (%, dollars de 1990)
(D'après données Maddison (1995)



*

Ainsi, à cinquante ans d'intervalle, la crise de 1857 pour Marx et celle de 1907 pour Veblen et Hawtrey sont les phénomènes qu'il convient d'expliquer. Ils développent leurs analyses pour rendre compte des crises qu'ils ont sous les yeux et qui sont, justement, caractérisées par l'importance du rôle que les variables financières y jouent. D'où le rôle central qu'ils accordent à ces variables financières.

2. Théorie et régulation du capitalisme financier

Ayant pour objectif d'expliquer l'économie telle qu'elle existe, et non telle qu'on se l'imagine, ils développent tous trois une véritable théorie du capitalisme financier (2.1). Dès lors se pose immédiatement la question de la possibilité de réguler ou, en tout cas, de changer, ces aspects financiers de l'économie pour éviter ces crises (2.2).

2.1. Des théories du capitalisme financier

Nous nous proposons, dans cette section, de mettre en évidence les éléments des analyses de nos trois auteurs qui en font des théories des théories du capitalisme

financier. Pour eux c'est l'existence de ces mécanismes de financement de l'activité économique que sont les marchés financiers et le crédit bancaire, qui entraîne des changements économiques tels que l'économie perd sa stabilité qui ne pourra être retrouvée qu'au prix d'une crise. Ce qui est ici au centre de l'analyse ce sont les *transferts* tels que nous les avons définis en introduction de cette thèse. Ici, la notion d'économie financière s'oppose à celle d'économie simplement monétaire et pose la question de la neutralité de la finance plutôt que celle de la neutralité de la monnaie.

Il ne s'agit pas de faire un relevé exhaustif des similitudes d'analyse des trois auteurs, mais d'insister sur les conséquences analytiques de cette prise en compte centrale de la finance. La première ce ces caractéristiques est que l'opération financière crée un passif pour l'un et un passif pour l'autre. La prise en compte de la finance entraine ainsi la prise en compte des bilans des agents économiques et des interdépendances qui naissent des opérations de financement. La deuxième caractéristique est la nécessité, pour faire naître ces transferts, de distinguer parmi les capitalistes, en particulier entre ceux qui empruntent et ceux qui prêtent. Cette distinction donne une importance décisive à la figure de l'entrepreneur et à ses motifs d'endettement. Enfin, chacun des trois auteurs construit, à partir de là, une représentation de l'instabilité financière qui lui est propre.

a) Les bilans et l'interdépendance financière

Pour les trois auteurs étudiés, les agents économiques se distinguent avant tout par leurs structures de bilans. Pour Marx, il s'agit de la distinction, que nous avons analysée en détail dans le chapitre I, entre le capital comme processus de valorisation – à ce titre il peut être industriel, marchand ou encore financier – et le capital comme actif, c'est-à-dire capital productif, capital-marchandise, capital-argent ou encore capital fictif. Pour Veblen, nous avons vu au chapitre III (section 1) que le premier enjeu majeur est la distinction entre le capital industriel – c'est-à-dire le capital conçu comme un ensemble d'actifs physiques – et le *business capital* qui se conçoit comme le capital du point de vue du financement. Enfin, Hawtrey propose une articulation complète entre les actifs et passifs des négociants (leurs stocks et leurs dettes) ainsi qu'entre les actifs et passifs des banques (leurs titres et leurs réserves d'un côté, les dépôts de l'autre (chapitre V, section 2). Les capitalistes financiers, les capitalistes actifs, les banques chez Marx, les entreprises chez Veblen, les négociants et les

banques chez Hawtrey, se présentent avant tout à l'analyse comme des bilans personnifiés.

Tous trois consacrent une part importante de leurs développements à définir précisément ces bilans, les relations qu'ils entretiennent entre eux et leur dynamique d'évolution. C'est ainsi que Marx avancent les concepts de capital du commerce de l'argent et de capital porteur d'intérêt, qu'il combine entre eux pour en déduire le capital bancaire. Nous avons montré que le capital fictif a pour fonction de boucler ce cadre comptable en réconciliant la multiplicité des actifs financiers et la loi de la valeur (chapitre I, section 2.3). Veblen, de son côté, se concentre sur une analyse précise des liens entre l'actif et le passif du bilan des entreprises. Il montre ainsi comme les variations dans les prix des actifs de l'entreprise, tels qu'évalués sur le marché financier, conduisent à des variations de leur endettement (chapitre III). La dynamique du capitalisme est ici explicitement étudiée sous l'angle de la déformation continuelle des bilans des entreprises sous l'effet de l'inflation des prix et du crédit. Enfin, Hawtrey propose une étude serrée des relations entre les différents stocks et flux de son modèle. Il distingue ainsi, parmi les revenus des consommateurs, ceux qui proviennent des dépenses des producteurs de ceux qui sont issus de stocks déjà accumulés de capitaux (chapitre V, section 3.1). Surtout, l'articulation qu'il dégage entre la marge disponible, les stocks des négociants et le bilan des banques est au fondement de son système dynamique (chapitre V, section 2).

Le résultat de cette manière d'envisager les relations économiques est l'interdépendance entre tous les bilans et, partant, entre les différents agents économiques. C'est cette interdépendance qui lance le processus cumulatif pendant la phase d'expansion et c'est lui aussi qui fait dégénérer la récession en crise après le retournement du cycle. Ce sont les stocks de capital productif et de capital-marchandise qui jouent alors un rôle dépressif pour Marx, tandis que c'est un processus de déflation par la dette, dans lequel les efforts des entreprises pour se désendetter alourdissent leurs endettements qui installe la dépression chez Veblen et Hawtrey.

Le caractère principal du capitalisme financier n'est donc pas qu'il s'oppose à l'industrie, qu'il la parasite, mais plutôt que l'ensemble des relations économiques deviennent des relations financières, que la sphère financière recouvre tout l'économique.

La composition de ces bilans joue dès lors un rôle très important. A cet égard, il est aisé de remarquer que les trois auteurs mettent en avant l'idée minskyenne d'une détérioration progressive de la structure financière des agents économiques. Il y a en effet à chaque fois l'idée d'un arbitrage, réalisé par une certaine catégorie d'agents, entre actifs financiers et liquidité. Ainsi, le taux d'intérêt joue chez Marx un rôle majeur dans la détermination de la part du capital de prêt qui est effectivement offerte aux capitalistes actifs (chapitre II, section 2). La recherche du meilleur levier d'endettement possible est essentielle aux décisions des hommes d'affaires de Veblen (chapitre III, sections 2). Enfin, la liquidité de la banque, qui arbitre entre octroi de crédits et liquidité est à l'origine du mécanisme de retournement du cycle pour Hawtrey (chapitre VI, sections 1.2 et 2).

Les actifs qui composent ces bilans ont eux aussi des caractéristiques communes. Tout d'abord parce qu'une partie ne consiste pas en valeurs réelles, comme les *goodwills* de Veblen et Hawtrey (chapitre III et chapitre V, section 2.2) ou le capital fictif de Marx. Ensuite parce que leur valeur est volatile et dépend des anticipations des agents et de la spéculation. Les trois auteurs n'expliquent pas cette volatilité par les mêmes causes : les agents peuvent être irrationnels, les hommes d'affaires peuvent subir l'illusion monétaire, il peut s'agit d'un problème de psychologie des foules ou encore de manipulation des titres. Une chose est certaine : tous trois rejettent, au moins partiellement, l'idée de pleine rationalité des agents et d'efficience des marchés, pour insister sur la nécessité de considérer le comportement réel des agents : dans la détermination du taux d'intérêt chez Marx, dans l'appréhension des prix par les hommes d'affaires chez Veblen ou dans le pilotage monétaire des banques chez Hawtrey. Les aspects institutionnels sont ici prépondérants.

b) Les entrepreneurs et leurs profits

Une telle représentation de l'économie suppose qu'il existe un groupe d'emprunteurs face à un groupe de prêteurs. Ainsi, d'une manière ou d'une autre, les trois auteurs distinguent plusieurs sous-classes parmi la classe des capitalistes. Ce n'est que dans les interactions entre ces sous-classes que peuvent prendre place les mécanismes de financement de l'activité dont il est question ici. Dans les chapitres I et II, nous avons mis en évidence la manière dont Marx sépare en deux groupes la

classe des capitalistes qui, jusqu'ici était homogène. Capitalistes actifs et capitalistes financiers jouent deux rôles avec le même capital et l'enjeu de leur lutte est le partage du profit en intérêt et profit d'entreprise. La figure de l'entrepreneur apparaît ainsi, déterminante, dans le livre III du *Capital*.

Dans les chapitres III et IV, nous avons montré le rôle que joue chez Veblen la distinction entre *managers* et propriétaires des entreprises, c'est-à-dire entre *insiders* et *outsiders*. L'enjeu n'est pas le partage d'une valeur prédéterminée mais, pour les premiers, la manière dont ils peuvent utiliser leur position de dirigeant pour manipuler les cours, acheter ou vendre au bon moment, ou opérer des incorporations de *goodwills* lors des concentrations d'entreprises. Pour lui, l'entrepreneur est avant tout un homme d'affaires :

> "Entrepreneur" is a technical term to designate the man who takes care of the financial end of things. It covers the same fact as the more familiar "business man," but with a vague suggestion of big business rather than small (Veblen, 1921, p. 20).

Dans les chapitres V et VI, enfin, nous avons étudié les conditions dans lesquelles la distinction de Hawtrey entre les négociants, les banquiers et les producteurs peut conduire à l'instabilité économique. Dans ce cadre, la dynamique provient de la difficulté à concilier les objectifs de ces différents agents.

Ces distinctions impliquent d'expliquer pourquoi les capitalistes actifs, les *managers* et les négociants ont intérêt à emprunter pour accroître leur activité, c'est-à-dire pourquoi leurs profits sont supérieurs à leurs charges financières. Nous retrouvons la même problématique chez Minsky lorsqu'il distingue entre *hedge, speculative* et *Ponzi finance* en fonction de cet écart[350].

Cela suppose en effet un écart entre le profit supplémentaire qu'ils anticipent et le coût de l'emprunt. A chaque fois, l'origine de l'écart entre ces deux valeurs – qui doit nécessairement exister - n'apparaît pas de manière claire ni satisfaisante. Marx, nous l'avons montré, échoue à expliquer l'origine du profit d'entreprise (chapitre I, section 2.2) alors même qu'il admet que l'entrepreneur puisse agir sans aucun capital propre. De même avons-nous relevé les ambigüités des explications proposées par Veblen et Hawtrey, liées à l'existence de *goodwills*, le premier suggérant des manipulations des *insiders* ou la myopie des *outsiders*, le second attribuant le

[350] Voir par exemple De Antoni (2006).

bénéfice du négociant à un « pouvoir de vente » qui s'apparente à une rente d'oligopole[351] (chapitre IV, section 2.2 et chapitre V, section 2.2).

Nous avons remarqué dans les chapitres II, IV et VI que pour les trois auteurs il n'existe pas de taux naturel de l'intérêt, au sens d'un taux qui serait défini à l'extérieur de la sphère financière. Il paraît raisonnable de penser qu'une telle hypothèse (que Hawtrey ne fait pas clairement) est nécessaire dans une théorie où l'écart entre le taux de profit et le taux d'intérêt joue un rôle central. Le résultat, en tout état de cause, est toujours l'affirmation d'un intérêt infini à l'endettement lors des phases d'expansion économique.

c) Trois représentations de l'instabilité financière

Si les trois auteurs étudiés cherchent tous à montrer que la finance rend l'économie instable et que cette instabilité doit toujours déboucher sur une crise, ils développent des représentations différentes de l'instabilité financière. La prospérité qui d'après Juglar (1862) est la cause unique de la dépression est toujours une prospérité du capitalisme financier mais les aspects de ce capitalisme qui engendrent l'instabilité ne sont pas perçus de la même manière par chacun.

Chez Marx l'instabilité financière conserve un lien fort avec le procès de reproduction du capital (chapitre II, section 1.3). Les mouvements du capital réel jouent un rôle décisif dans ceux du capital financier. Si l'expansion qui doit se terminer en crise trouve son origine dans le processus productif et commercial, ce sont malgré tout les décisions des capitalistes financiers qui finissent par déclencher la crise. Chez Veblen, l'instabilité se déplace clairement sur les marchés financiers. Elle est la conséquence du pouvoir que détiennent les hommes d'affaires. Chez Hawtrey, enfin, l'instabilité financière renvoie à l'instabilité du crédit dont les banquiers, ou la banque centrale lorsqu'elle existe, sont les premiers responsables.

Les trois théories, enfin, rendent compte du phénomène financier en ce qu'il est différent du phénomène monétaire. Les deux sont liées, bien sûr, pour Hawtrey, mais seulement par la quantité limitée de moyens de paiement, seule borne sur laquelle vient buter l'expansion économique. Finance et monnaie sont déconnectées si la

[351] Ainsi Solis (1983, p. 315) remarque-t-il que « autant Hawtrey a besoin du profit de l'entrepreneur, autant il n'arrive pas à en proposer une théorie »

banque centrale ne mène pas de politique économique active. La séparation entre la question de la monnaie et celle de la finance est évidente chez Veblen.

Ces trois représentations de l'instabilité financières débouchent sur trois manières d'appréhender les possibilités de régulation du capitalisme financier.

2.2. Politique économique et régulation du capitalisme financier

Les trois théories analysées dans cette thèse conduisent leurs auteurs à formuler des recommandations de politique économique. Pour chacun d'eux il n'est en effet pas seulement question de comprendre le monde mais aussi de le changer. Une de leurs caractéristiques communes semble ainsi être de construire leurs théories dans le but d'aboutir à ces recommandations et, dans une certaine mesure, celles-ci influencent celles-là. Ils représentent à cet égard trois options politiques tout à fait différentes.

Ainsi s'agit-il, pour Hawtrey, de théoriser la capacité effective de la politique monétaire à stabiliser l'économie. Son analyse peut se lire comme un plaidoyer pour l'utilisation du *bank rate* et de la capacité de la banque centrale d'agir comme prêteur en dernier ressort, au service de la stabilisation économique. Veblen est plus radical : aucune amélioration économique n'est possible tant que ce sont les hommes d'affaires qui prennent les décisions économiques sur la base des seuls intérêts pécuniaires du *business capital*. Au contraire, le résultat d'une telle configuration institutionnelle est la dépression durable. Seule la substitution d'objectifs industriels aux objectifs pécuniaires peut permettre de placer de nouveau le capital industriel au centre de l'organisation économique. Le pouvoir doit donc revenir aux ingénieurs (Veblen, 1921). Chez Marx, la financiarisation de l'économie n'est pas due à l'insuffisance de la politique monétaire ni au retrait des ingénieurs, mais résulte du déploiement de la logique profonde du capital. Nulle trace, dans le livre III du *Capital*, d'alternative ou d'autres voies que le capitalisme aurait pu emprunter.

Ici encore, les débats et les évolutions institutionnelles qui suivirent la crise de 1907 sont en lien direct avec les propositions de Veblen et Hawtrey. Pour Marx, le capitalisme financier s'annonce comme l'aboutissement du capitalisme.

a) Hawtrey et la création du FED

Le problème que Hawtrey identifie comme central dans les crises de l'étalon-or est que la monnaie stabilise le crédit au moyen de crises violentes. Mais la mise en place de banques centrales jouant un rôle effectif de prêteur en dernier ressort permet de mener des politiques monétaires de stabilisation à même d'éviter ces crises. Cette croyance de Hawtrey dans la toute-puissance de la politique monétaire trouve en partie son origine dans la crise de 1907, c'est-à-dire dans son déclenchement comme dans son dépassement. La crise de 1907 est en effet un exemple frappant de cette stabilisation par la crise ainsi que la preuve que des méthodes « non conventionnelles » peuvent permettre de gérer ces crises. Elle a débouché sur un changement institutionnel majeur, avec la création en 1913 du système de réserve fédéral (le FED).

Comme le soulignent Kemmerer (1911) et tous les banquiers de l'époque[352], l'offre de monnaie est inélastique en 1907. La quantité de moyens légaux de paiement est fortement contrainte puisque seule la quantité d'or peut s'ajuster *via* les importations ou exportations. Le système bancaire se trouve ainsi dans l'impossibilité de répondre à une variation de la préférence pour la liquidité, et donc, comme l'écrivent Friedman et Schwartz (1963, p. 156-68) « was highly vulnerable to a shift in the liquidity preferences of the public in 1907 ». Cette vulnérabilité est aggravée par l'absence de banque centrale auprès de laquelle les banques pourraient se refinancer, et qui les contraint, pendant la crise, à tenter d'élever leur ratio dépôts/réserves afin de faire face à la demande de liquidités de leurs clients et des banques provinciales. Mais la quantité de monnaie légale constituant ces réserves étant fixe, cette politique bancaire conduit à une diminution du montant des dépôts. La masse monétaire (y compris les dépôts) diminue ainsi de 2,5% entre mai et septembre 2007 puis de 5% entre septembre 2007 et février 2008. Cela est encore accentué par l'augmentation de la thésaurisation.

On note cependant que, s'il n'existe pas de banque centrale, plusieurs mécanismes suppléent dans une certaine mesure à cette absence :

352 Par exemple Vanderlip (1908).

1) Le Trésor transférait régulièrement de l'or et d'autres monnaies entre les différentes régions américaines pour les déposer auprès des banques[353]. Ses moyens étaient cependant limités.
2) Il existait des chambres de compensation associant différentes banques sur une base régionale, qui pouvaient émettre des *clearinghouse certificates* acceptés par tous les membres de la chambre, lorsque l'un d'eux ne pouvait honorer le paiement de chèques[354]. Elles n'existaient cependant pas partout et n'étaient pas homogènes.
3) Le marché des *call loans* fonctionnait comme une sorte de marché interbancaire sur lequel les banques pouvaient se prêter leurs liquidités au jour le jour. Il ne permettait cependant pas d'accroître les liquidités au moment de la crise, puisque l'offre y était nulle au plus fort de la crise.

Ces différents mécanismes étaient cependant largement insuffisants. Ce sont finalement les interventions de *money pools* constitués par J. P. Morgan pour fournir les liquidités nécessaires aux établissements en difficulté jugés solvables, puis la suspension de la convertibilité en or[355] et en « Greenbacks » des *national bank notes* qui ont permis d'éviter des faillites bancaires généralisées. Friedman et Schwartz (1963, p. 160) estiment néanmoins que malgré les importations d'or, les émissions supplémentaires de billets de banque et les dépôts du Trésor, qui ont augmenté de 239 millions de dollars la quantité de monnaie légale en circulation, les banques continuèrent à réduire leur ratio dépôts/réserves et que la masse monétaire poursuivit sa contraction.

La crise de 1907 ouvre une période d'intenses débats dans les milieux politiques, d'affaires et académiques[356] à propos de la nécessité pour les Etats-Unis de créer une banque centrale. Les économistes américains ont ainsi largement

[353] Le Trésor américain effectue ainsi des remboursements anticipés d'emprunts et des dépôts auprès des banques pour mettre des liquidités en circulation. Il dépose ainsi 25 M$ le 24 octobre 1907. Entre le 21 et le 31 octobre 1907, le Trésor dépose un total de 37 M$ dans les *national banks* new-yorkaises (Moen et Tallman, 1990a, p. 8).

354 La New York Clearing House jouait ainsi un rôle actif pour certifier la solvabilité des banques en difficultés et leur fournir des liquidités. Le 21 octobre 1907, puis le 26 octobre, la Clearing House de New York émet des certificats de prêt pour augmenter la quantité de monnaie disponible, technique déjà utilisée en 1873 et 1893. Dans les trois semaines qui suivent, plus de 110 M$ de ce substitut monétaire sont ainsi émis.

[355] La chambre de compensation a ainsi décidé la suspension (illégale) des paiements jusqu'en janvier 1908. Voir Henry (2003).

[356] Voir Dimand (2003).

contribué au débat, et participé directement à l'élaboration du compromis final[357]. Sans entrer dans les détails de la création du FED et de ses liens avec la panique de 1907[358], nous pouvons tout de même en souligner quelques caractéristiques et les mettre en rapport avec les opinions de Hawtrey. Deux défauts du système monétaire étaient mis en avant et constituaient la base de l'argumentaire des partisans d'une Banque centrale « à l'Européenne » :

1) L'absence de prêteur en dernier ressort, malgré le rôle joué par les chambres de compensation et le Trésor.
2) Le caractère décentralisé des réserves. Le problème perçu n'était pas tant le montant des réserves que celui de la capacité à les mobiliser rapidement, et en n'importe quel point du système : de nombreux auteurs font remarquer que les réserves sont stérilisées par leur dispersion[359].

Un premier texte fut adopté en urgence en 1908, dans l'attente d'une refonte d'ensemble du système. Il s'agissait de la loi Aldrich-Vreeland, qui conférait des pouvoirs spéciaux aux banques de New York pour faire face à une nouvelle panique éventuelle, et créait une *National Monetary Commission* chargée de remettre à plat l'ensemble du système bancaire américain.

Il s'agit d'abord de centraliser les réserves d'or, ce qui explique l'appellation de « système de réserve ». Mais la centralisation des réserves n'est que la condition pour que les banques secondaires puissent se procurer des crédits, grâce à un système de réescompte. C'est en faveur d'un tel système « à l'Européenne » que plaident les défenseurs du projet de FED : Paul Warburg, Kevin Kemmerer mais aussi Oliver Sprague. Une première proposition de loi est présentée en 1910 par la commission réunie autour du sénateur républicain Aldrich puis abandonnée en raison de la virulence des oppositions et de l'approche de l'échéance électorale de 1912, un nouveau plan - le plan Glass-Owen - est élaboré entre avril 1912 et juin 1913. Le *Federal Reserve Act* est finalement adopté en décembre 1913, grâce au soutien et à

[357] En 1914, l'*American Economic Review* (née en 1911 et dont le premier numéro est largement consacré à la crise de 1907.), le *Journal of Political Economy* et le *Quarterly Journal of Economics*, c'est-à-dire les trois principales revues académiques d'économie, appuient la réforme en publiant respectivement un article de Willis, Laughlin et Sprague.

[358] Le lecteur intéressé pourra notamment se referrer à Mendez et Tutin (2011).

[359] Paul Warburg, l'un des plus ardents avocats d'une banque centrale « à l'européenne », écrit ainsi que « le résultat net de notre système est que d'immenses quantités d'or et de monnaie sont inutilisées et qu'en dépit de notre énorme réserve d'or qui est quatre fois plus grande que celle de l'Angleterre et en dépit de notre énorme circulation par tête de 35 dollars, nous avons chaque année une insuffisance aigüe de monnaie ». Ses réflexions sont regroupées dans *The Federal Reserve System, its origin and growth. Reflexions and Recollections*, cité par Rist (1938).

l'intervention personnelle du président Wilson (élu en 1912 à la faveur d'une triangulaire[360]) dans les débats[361].

Pour importante que soit l'introduction du FED, elle était loin de représenter l'institution d'une banque centrale « à l'Européenne ». Comme le notait Laughlin, pour s'en féliciter :

> It is to be observed, moreover, that the solution adapted to our conditions, in which a widely scattered system of individual banks had to be retained, must be original with us. In no other country were the conditions the same. The relation of a Central Bank in European states to other banks was not one based on the existence of a system of individualistic and numerous banks carrying on independent operations (Laughlin, 1914, p. 312).

En particulier, le Federal Reserve Board n'a pas le pouvoir de fixer le taux d'escompte, qui est décidé par chaque Réserve régionale pour les banques qui en sont membres (et qui peut donc varier entre les 12 « régions »). Le système reste par ailleurs gagé en partie sur la détention de titres du Trésor. La politique monétaire, en d'autres termes, n'est pas encore clairement séparée de la politique budgétaire, et ses règles ne sont pas encore codifiées. Le Federal Reserve Act de 1913 n'est donc qu'une première étape – certes essentielle - dans la voie d'une banque centrale au sens Européen.

Cette évolution institutionnelle va dans le sens de l'analyse de Hawtrey quant à la cause des crises et à la possibilité de politiques de stabilisation. La Conférence de Gênes de 1922, dans laquelle il jouera un rôle de premier plan, constitue une tentative pour aller plus loin dans cette stabilisation, au moyen de la coordination des politiques monétaires au niveau international. Il revendique ainsi un élément essentiel de sa thèse : c'est le taux d'intérêt de court terme, déterminé par les banques, qui exerce une influence directe et importante sur le crédit et, donc, sur le cycle économique. En 1906 et 1907, c'est bien la diminution du stock d'or de la Banque d'Angleterre qui la conduisit à relever ses taux d'intérêt, et c'est ce relèvement qui provoqua la baisse du niveau des prix, la forte contraction du crédit et la crise financière. La règlementation des réserves bancaires ne permettait pas d'éviter la suspension de la convertibilité et une crise de grande ampleur ne fut évitée que par l'action de Morgan, du Trésor et de la New York Clearing House comme

[360] Roosevelt s'étant présenté comme candidat progressiste.
[361] Pour Laughlin (1914), l'adoption de la réforme relève d'un véritable « miracle politique », dû au comportement « remarquable » d'homme d'Etat de Wilson.

prêteurs en dernier ressort. Pour Hawtrey, 1907 a démontré le pouvoir d'une variation même faible du taux d'intérêt bancaire sur les fluctuations économiques (Howson, 1985, p. 159) : la hausse soudaine mais finalement modérée du taux d'intérêt de la Banque d'Angleterre à 7% entraîne une contraction du crédit brutale mais rapide. Au printemps 1908, au contraire, la baisse des taux d'intérêt suffit à permettre une reprise presque immédiate. Nous pouvons dès lors suivre Laidler lorsqu'il écrit :

> *Good and Bad Trade* was a response, not to any specifically British experience, but to the depression that followed the crisis of 1907 in the United States, which, among other effects, had helped provoke the establishment of the Federal Reserve System (Laidler, 1907, p. 1075).

Hawtrey conclut de cette expérience que le taux bancaire est tout puissant. La théorie des cycles doit, par conséquent, expliquer la succession des phases d'expansion et de récession par les évolutions de ce taux. Le débat avec Keynes sur le rôle respectif des taux de court et de long termes est ainsi décisif (chapitre I, section 3.3). Pour Hawtrey, il faut en effet qu'il existe un mécanisme de transmission directe entre les taux court et long ou bien que les taux courts agissent directement sur les variables économiques. Or, il pense qu'un tel mécanisme n'existe pas (Hicks, 1939 et 1977, p. 120-1). L'efficacité de la politique monétaire doit donc passer par l'endettement à court terme. Que finance cet endettement de court terme ? La constitution de stocks : d'où l'accent mis sur le rôle des négociants.

L'expérience américaine de 1907 joue finalement un triple rôle dans la théorie de Hawtrey. Premièrement, elle prouve le rôle central des taux d'intérêt à court terme que doit impérativement retracer la théorie du cycle économique. Deuxièmement, elle démontre que le crédit est instable mais que cette instabilité peut être gérée au moyen de politiques économiques adéquates. Troisièmement, enfin, elle montre la voie à suivre du point de vue institutionnel.

b) Après la panique : la finance new-yorkaise en accusation

La longue marche vers le FED n'a pas été la seule conséquence politique de la panique de 1907, qui a aussi conduit à une remise en cause au moins passagère du pouvoir des milieux financiers. Pour certains observateurs, la baisse des cours à partir de mars 1907 est due à la peur des investisseurs face aux discours de Theodore

Roosevelt contre les « railroads and industrial corporations ». Cette peur est alimentée, le 3 août 1907, par la condamnation de la Standard Oil Company of Indiana à 29 millions de dollars d'amende, perçue par certains comme la preuve de la volonté du gouvernement de mettre en place de nouvelles règles, si bien que l'on a pu parler de « panique Roosevelt ».

La panique de 1907 déclenche ainsi, dans l'opinion publique et au Congrès, une campagne de dénonciation du « complot » des banques (autour de J.P. Morgan). Les holdings et l'oligarchie financière, qui contrôlent le vaste mouvement en cours de concentration des entreprises, font l'objet de violentes attaques dans la presse et au Congrès. Le mouvement dit « progressiste », dont Roosevelt devient en quelque sorte le porte-parole, défend le droit de la communauté de se protéger contre ceux qui recherchent leur bien-être privé au détriment du bien commun (Bruner et Carr, 2007, p. 24). L'ambiance générale est à la dénonciation de la « corporate finance » qui engendre conflits d'intérêts, oligopoles et monopoles et abus de pouvoir économique à des fins politiques[362].

Ce mouvement doit être directement rapproché des critiques formulées par Veblen, en particulier dans *Absentee Ownership* (1923). Il ne vise en effet pas autre chose lorsqu'il met en avant la capacité des *managers* de connaître les rendements réels des entreprises et d'en manipuler les anticipations, ou encore la méthode du « sabotage » industriel pour accroître les profits, au bénéfice de leur intérêts particuliers et au détriment du bien-être de la population :

> Investment and corporation finance have taken such a turn and reached such a growth that, between them, the absentee owners large and small have come to control the ways and means of production and distribution, at large and in detail, in what is to be done and what is to be left undone. And the business interests of these absentee owners no longer coincide in any passable degree with the material interests of the underlying population, whose livelihood is bound up with the due working of this industrial system, at large and in detail. The material interest of the underlying population is best served by a maximum output at a low cost, while the business interests of the industry's owners may best be served by a moderate output at an enhanced price (Veblen, 1923, p.9-10).

Plus généralement, Veblen met en avant, nous l'avons vu (chapitre III, section 1) la distinction entre le monde des affaires et celui de l'industrie. Face à l'intérêt

[362] D'importantes consolidations d'entreprises ont eu lieu sur la période 1894-1904 : consolidation de plus de 1800 compagnies en seulement 93 corporations. Cela sous l'égide de quelques institutions financières comme J. P. Morgan.

général, représenté par la figure de l'ingénieur (Veblen, 1921), il met en avant la collusion des intérêts financiers qui fondent leur enrichissement sur l'expansion illimitée du crédit et des prix, plutôt que sur celle de la production :

> Those who stand to gain by this long run of expansion in money-values are the constituent members of the One Big Union of Financial Interests (Veblen, 1923, p. 374).

Dans ce contexte, la Federal Reserve elle-même a pour seul but d'éviter la liquidation générale des crédits, dans l'intérêt des hommes d'affaires (*Ibid.*, p. 390 et Chapitre IV, section 1.3).

Après la crise, et à l'instigation de Charles Lindbergh, le Congrès met en place une commission (le Comité Pujo), chargée d'enquêter sur l'existence d'un *money trust*, et dont les travaux déboucheront sur le Clayton Act de 1916 : loi anti-trust qui interdit le cumul des mandats d'administrateur de plusieurs sociétés. L'enquête de la commission Pujo débouche sur une conclusion ambivalente. D'un côté, elle prouve que J.P. Morgan et quelques autres financiers disposent bien d'un pouvoir économique exorbitant : avec ses douze partenaires, il dispose de 72 postes d'administrateurs dans 47 grandes entreprises ; et les dirigeants des trois plus grandes banques new-yorkaises (Morgan, National City et First National) détiennent 118 mandats dans 34 banques et *trust companies* ; en y ajoutant leurs mandats dans des sociétés non financières, ils cumulent 341 mandats dans 112 sociétés qui contrôlent 22 milliards d'actifs pour un PIB américain qui ne dépasse pas à l'époque 50 milliards de dollars. En revanche, la commission Pujo ne trouve aucune indication d'un « complot » financier qui aurait déclenché la crise, ou qui aurait présidé à sa gestion. Morgan en ressort plutôt grandi, confortant son image de « sauveur » du système.

Mais cette profonde méfiance à l'égard des milieux financiers explique en partie les difficultés auxquelles s'est heurtée la réforme du système bancaire américain. Celle-ci s'impose de façon évidente, mais s'avère extrêmement difficile à faire accepter. Il faudra en effet six années pour que les débats, relancés par la crise, mais qui durent en fait depuis plusieurs décennies, débouchent sur la création du FED, le système de réserve fédéral.

Pour Veblen, néanmoins, il est clair qu'il n'est pas possible de faire confiance aux hommes d'affaires pour gérer l'activité économique dans l'intérêt du plus grand

nombre. L'institution de l'*absentee ownership* est pour lui, aujourd'hui, le premier facteur institutionnel qui gouverne l'ordre établi de la société. L'ordre juridique et coutumier ne correspond plus, dès lors, aux conditions matérielles de la société. Il revient donc à la population qui subit le pouvoir du *business capital* de reconsidérer ce système de la propriété et du contrôle absentéiste. Il ne s'agit pas, pour Veblen, de mettre en place une politique de stabilisation, mais de changer le mode de contrôle de la production, qui doit être retiré des mains des hommes d'affaires pour être confié aux techniciens.

c) Le capitalisme financier, stade suprême du capitalisme ?

Nulle trace en revanche, dans le livre III du *Capital*, d'alternative ou d'autres voies que le capitalisme aurait pu emprunter. Avec le développement de la sphère financière, le capital financier devient le capital par excellence et finit pas englober tout le capital social (chapitre II, section 1). L'instabilité financière devient alors la norme et Marx n'envisage aucun moyen de la combattre. Son point de vue est double. D'un côté, la finance renforce une tendance à l'instabilité qui existerait sans elle[363], et débouche sur des crises régulières. De l'autre, l'idée d'un capitalisme sans finance n'a pas de sens puisque, nous l'avons vu, le capital financier est la forme aboutie du capital, aussi bien dans la réalité du capitalisme, que dans sa critique par Marx :

> La raison est donc claire pour laquelle la critique superficielle, tout comme elle veut bien la marchandise mais combat l'argent, se retourne à présent avec sa sagesse réformatrice contre le capital rapporteur d'intérêts, sans pour cela porter atteinte à la production capitaliste réelle : elle n'attaque qu'une des résultats de cette production (Marx, 1905, t. 3, p. 540).

Marx remarque cependant que, par ce que nous avons appelé l' « universalisation » du capital financier, ce dernier réalise la socialisation du capital :

> Le crédit a donc ce double caractère d'être, d'une part, le pivot de la production capitaliste, le facteur qui transforme en un colossal jeu de spéculation l'enrichissement par le travail d'autrui et qui ramène à un nombre de plus en plus restreint ceux qui exploitent la richesse nationale ; d'être, d'autre part, un agent préparant la transition de

[363] Voir le modèle de Goodwin (1967), qui décrit un cycle endogène résultant des effets de l'accumulation sur le conflit de répartition entre salaires et profits.

> la production actuelle à une forme nouvelle. C'est ce double aspect qui fait des prêcheurs du crédit, depuis Law jusque Isaac Pereire, à la fois des charlatans et des prophètes (Marx, 1894b, p. 107)

Marx construit sa théorie en posant, en haut de l'édifice, c'est-à-dire dans la cinquième section du livre III, le capital financier. Contre l'interprétation selon laquelle il se contenterait, ce faisant, d'ajouter une touche de réalisme à sa théorie en tenant compte d'aspects non essentiels de la réalité, nous pouvons soutenir à l'issue de notre analyse, que le capital financier occupe une place centrale dans cette théorie. Le processus de financiarisation du capitalisme est inscrit dans le développement des formes plus simples du capital et l'instabilité financière procède de sa nature même. De même que Hawtrey développe son analyse pour montrer l'efficacité de la politique monétaire, de même que Veblen développe la sienne pour montrer que c'est la puissance des hommes d'affaires qui cause crises et dépressions, nous pensons que Marx propose une théorie inachevée du capitalisme financier dans le but de montrer que le choix n'est pas entre capitalisme sans finance et capitalisme financier mais entre le capitalisme et son dépassement.

*

Malgré les parallélismes que l'on peut dégager entre nos trois auteurs, leurs diagnostics d'ensemble et les conclusions politiques qu'ils en tirent divergent fortement. Fonctionnaire au Trésor, Hawtrey propose la mise en œuvre d'une politique monétaire discrétionnaire faisant appel à une banque centrale toujours prête à intervenir comme prêteur en dernier ressort. Critique, notamment dans sa *Théorie de la classe de loisir* (1899), de ce qu'il considère comme les dérives du capitalisme américain début de siècle, Veblen propose une révision des structures de pouvoir au sien des entreprises qui ressemble à un changement de valeurs. Dirigeant révolutionnaire, Marx propose une lecture radicale du capital financier dont il est difficile de tirer une pratique. La finance porte à leur extrême les tendances auto-destructrices du système, mais à supposer qu'il puisse fonctionner sans elle, celui-ci n'en serait pas moins critiquable à ses yeux.

Conclusion

Ainsi, Marx, Veblen et Hawtrey ont tous trois la volonté d'assoir leurs théories sur les caractéristiques du capitalisme telles qu'ils les perçoivent, c'est-à-dire sur son

caractère financier. Ils sont ainsi amenés à montrer, dans leur analyse, que les mécanismes de financement de l'activité économique impliquent un processus de déstabilisation de l'économie, qui aboutit toujours à la crise. Cette relation entre la théorie et les faits économiques est réalisée, nous l'avons vu, selon trois modalités : par la nécessité pour la théorie d'être en mesure d'expliquer les crises qui lui sont contemporaines, par la prise en compte explicite des relations financières et, enfin, par le lien entre la théorie et des préconisations politiques.

Nous nous sommes ainsi attachés, au cours de ce chapitre, à souligner le lien entre les analyses de Marx et la crise de 1857, puis l'adéquation entre la théorie de la monnaie de Hawtrey et la pratique du système monétaire américain. Nous avons ensuite montré que les analyses de Veblen et Hawtrey fournissent une interprétation de l'expansion américaine qui précède la crise de 1907. Les trois auteurs font reposer leurs théories sur des cadres conceptuels qui tiennent explicitement compte du caractère financier de l'économie, ce qui se traduit, comme nous l'avons montré, par le rôle central joué par les bilans des entreprises et des banques et, en conséquence par le rôle des entrepreneurs – dont ils donnent d'ailleurs des définitions différentes.

Nous avons, enfin, dégagé le lien entre chacune des trois théories et les préconisations politiques respectives de leurs auteurs. Il semblerait que de ce point de vue, l'affirmation d'une instabilité inhérente à l'économie ait progressé parallèlement à l'idée que la finance peut être régulée.

Conclusion générale

L'objectif de cette thèse était de montrer que l'on peut trouver dans les écrits de Marx, Veblen et Hawtrey trois théories pré-keynésiennes de l'instabilité financière. Cependant, ces théories sont incomplètes et, sous bien des aspects, insatisfaisantes. La méthode suivie a dès lors consisté à dégager d'abord, pour chacun de ces trois auteurs, le cadre théorique qu'il met en place et qui lui permet d'envisager le rôle joué par les mécanismes de financement dans la dynamique économique. Nous avons ensuite analysé leurs écrits dans le but de montrer en quoi ils proposaient des théories de l'instabilité financière. Pour cela, il a souvent été nécessaire de reconstruire ces théories à partir des informations parcellaires et parfois contradictoires qu'ils donnent. Au fur et à mesure de notre progression nous avons obtenu des résultats que nous avons résumés dans les conclusions de chacun des sept chapitres qui composent cette thèse.

Les chapitres I à VI ont permis de poser la question du lien entre la finance et le cycle économique, c'est-à-dire, plus précisément, la question du rôle que jouent les mécanismes de financement de l'activité économique dans la succession périodique de la prospérité, de la crise et de la récession. Répondre à cette question implique d'insérer la finance dans la théorie du cycle économique et c'est ce qu'ont tenté de faire, chacun à leur manière, les trois auteurs étudiés. Avant eux déjà, les économistes classiques avaient voulu, à la suite de Smith, prendre en compte le rôle du crédit dans leurs théories. Mais c'est le développement concomitant des marchés financiers et des crises périodiques qui a fait surgir en pratique l'enjeu d'une explication des cycles économiques par le jeu des facteurs financiers.

Au cours de ces six chapitres nous avons montré que Marx, Veblen et Hawtrey posent chacun à sa manière cette question du rôle de la finance dans le cycle économique. Afin d'y répondre, ils ont construit un cadre analytique précis permettant de rendre compte du rôle propre de la finance, distinctement de celui de la monnaie. C'est ce cadre analytique qui a permis à chacun d'eux, de manière plus ou moins complète et plus ou moins systématique, de développer une théorie de l'instabilité financière. Nous avons essayé de montrer la cohérence et le pouvoir

explicatif de ces théories en proposant des pistes pour les généraliser en théories de l'instabilité financière complètes.

Le chapitre I a ainsi permis de montrer comment Marx complexifie progressivement le concept de capital en général pour rendre compte de l'existence de mécanismes de financement de l'activité économique. Il distingue ainsi, d'un côté, le capital marchand du capital industriel et, d'un autre côté, les deux modes de valorisation du capital que sont le capital industriel en général et le capital porteur d'intérêt. La prise en compte de la réalité que constituent les marchés financiers et les banques le conduit à développer les concepts de capital fictif et de capital bancaire. Nous avons précisé les liens de ce dernier avec les premiers, ainsi que la façon dont ces concepts s'articulent avec les formes du capital que sont le capital productif, le capital-marchandise et le capital-argent. Nous avons, enfin, expliqué l'origine des confusions constatées dans la littérature secondaire. Ce cadre conceptuel ainsi posé nous avons pu, dans le chapitre II, mettre en évidence le rôle de la finance dans l'explication marxienne des cycles économiques. Nous avons ainsi montré la place respective des sphères industrielle et financière et le rôle du taux d'intérêt. L'analyse de la description que Marx fait du cycle économique puis des déterminants de la demande de monnaie nous a conduits à proposer une interprétation de la détermination du taux d'intérêt sur le marché du capital-argent. Ce travail a débouché sur une proposition de modélisation du cycle qui trouve son origine sur ce marché du capital-argent, pour laquelle nous avons repris le modèle déjà proposé par Goodwin (1967) pour représenter le mécanisme de l'armée de réserve.

La manière dont Veblen conçoit d'emblée la question économique comme une question financière a été présentée dans le chapitre III. En nous appuyant sur la littérature secondaire, nous avons mis en évidence la rupture analytique qu'il propose pour l'étude du capital, en réaction avec l'évolution institutionnelle du dernier tiers du 19ème siècle. Le capital doit être conçu comme un ensemble d'actifs financiers et non comme un stock physique. Cette conception aboutit nécessairement à une théorie dans laquelle les marchés financiers jouent un rôle prépondérant et qui est traversée par l'idée d'une opposition entre le monde de l'industrie et celui des affaires. Parce que ce sont les capitaines de la finance qui dominent plutôt que ceux de l'industrie, Veblen montre à partir d'hypothèses assez fortes qu'il existe un processus cumulatif d'inflation du crédit et des prix qui doit se retourner et conduire à la dépression. Nous nous sommes proposé, dans le chapitre IV, de compléter la théorie avancée par

Veblen en cherchant, dans ses écrits, le mécanisme de retournement endogène du cycle qui faisait défaut. L'analyse de ses écrits et de la littérature secondaire nous a permis de le trouver dans la distinction, parmi les hommes d'affaires, entre un groupe d'*insiders* et un groupe d'*outsiders*. Cela nous a permis de proposer un principe de modélisation du cycle véblenien, centré sur le fonctionnement des marchés financiers.

Après avoir présenté la théorie de la monnaie de Hawtrey, nous avons proposé, dans le chapitre V, une formalisation simple des relations économiques et financières qui constituent son cadre d'analyse de l'instabilité du crédit. Ce travail nous a permis de discuter, en particulier, la nature et la portée de la théorie quantitative de la monnaie telle qu'il l'interprète ainsi que le rôle central joué par les négociants dans son modèle. S'agissant d'une théorie du rôle du crédit alors que nous cherchions une théorie du rôle de la finance, nous avons pensé nécessaire de montrer que Hawtrey articule en réalité le marché des biens et le marché financier et que sa théorie permet de tenir compte du rôle de ce dernier. C'est à partir des éléments ainsi dégagés que nous avons consacré le chapitre VI à montrer en quoi la théorie développée constitue une théorie de l'instabilité financière. Nous avons alors progressé par étapes, en discutant d'abord la théorie des fluctuations économiques qu'il propose. Nous avons ainsi pu préciser les conditions de validité des affirmations de Hawtrey sur le processus cumulatif d'expansion par les stocks et le mécanisme de retournement centré sur les banques. Nous avons ensuite successivement mis en évidence les raisons pour lesquelles cette théorie constitue une théorie de l'instabilité du crédit, en particulier en dégageant les propriétés de l'équilibre hawtreyen et en discutant la rationalité des banquiers, puis une théorie de l'instabilité financière, c'est-à-dire une théorie dans laquelle la finance n'est pas neutre.

Nous avons enfin, dans le chapitre VII, mis en évidence la manière dont les théories de Marx, Veblen et Hawtrey sont éclairées par les faits économiques qui les ont inspirées et qu'elles visaient à expliquer. Nous nous sommes attachés pour cela à deux crises qui ont marqué la pensée de nos auteurs : celles de 1857 et de 2007. Au-delà des mécanismes de l'instabilité financière, leurs théories de l'instabilité visent une représentation du capitalisme financier tel qu'il a émergé dans la seconde moitié du 19ème siècle, débouchant sur des préconisations politiques quant à sa gestion (Hawtrey), sa réforme (Veblen) ou … son renversement (Marx).

*

Si la fin des cycles économiques réguliers après l'abandon de l'étalon-or, puis la neutralisation de la finance entre les années 1940 et les années 1970, ont pu faire croire que la problématique de la neutralité de la finance était dépassée, elle n'est revenue qu'avec plus de force avec la *Théorie Générale* (Keynes, 1936) puis avec les théories contemporaines de l'instabilité financière. Aujourd'hui comme hier, l'explication des crises économiques par le rôle de la finance est un enjeu de l'analyse économique. Dans ces conditions, et contrairement à ce que l'intitulé « théories pré-keynésiennes de l'instabilité financière » pourrait laisser croire, cette thèse ne visait pas seulement à restituer une sorte de préhistoire des théories de l'instabilité financière. Elle a aussi une portée analytique que nous voudrions maintenant souligner.

Car ce qui a distingué Marx, Veblen et Hawtrey parmi les théories pré-keynésiennes n'est pas seulement d'avoir poussé plus loin que d'autres l'analyse économique du rôle des mécanismes de financement. C'est aussi d'avoir posé la question *différemment* des autres. Les chapitres I, III et V ont ainsi permis de mettre en évidence l'importance du cadre analytique élaboré par chacun de ces trois auteurs pour le développement ultérieur de son analyse. Contre la majorité des auteurs classiques, chacun a opéré une distinction analytique entre monnaie et finance. Cette distinction est explicite chez Marx qui intègre la monnaie et la finance à des moments bien différents de son analyse. Alors que la monnaie est l'une des formes de la valeur, la finance n'apparaît que sous la forme du capital fictif c'est-à-dire sous la forme d'une non-valeur. Si monnaie et finance sont inséparables, c'est seulement parce que le capital ne peut être avancé que sous la forme de monnaie, et que le *transfert* qui crée le capital fictif ne peut avoir lieu qu'à cette condition.

Hawtrey évacue d'emblée la question de la monnaie en la faisant surgir du crédit lui-même ; ce n'est que sous la forme du moyen légal de paiement – distinct des dettes – qu'elle réapparaît. Crédit et moyen légal de paiement sont analytiquement bien distincts, le premier renvoyant à l'actif bancaire et le second au passif. Les deux ne sont liés que parce que la banque doit assurer sa propre liquidité. Poussant cette distinction entre monnaie et finance dans ses retranchements analytiques, Marx et Hawtrey développent une théorie de la banque dont la similitude est suffisamment troublante pour être soulignée.

La distinction est moins explicite – mais tout aussi forte – chez Veblen, puisque pour lui il n'est tout simplement pas question de monnaie. Refusant la

dichotomie entre un monde réel des marchandises et du capital, et un monde monétaire dans lequel la monnaie sert à leur circulation, il affirme contre Fisher que le capital n'est pas un ensemble de marchandises, un ensemble de biens, mais au contraire un ensemble de droits monétaires. La grandeur que les dirigeants des entreprises cherchent à accroître n'est pas celle de leur actif mais celle de leur passif et la finance joue donc un rôle central dans leurs décisions économiques.

Pour Marx, Veblen et Hawtrey, le capitalisme est ainsi, d'emblée et toujours, financier. C'est en tout cas dans cette perspective qu'il convient de l'étudier et de l'analyser. Dans un tel cadre, la finance ne peut pas être neutre et cette non-neutralité peut être définie à trois niveaux. Premièrement, comme les classiques l'avaient déjà souligné, elle n'est pas neutre de par le lien qu'elle entretient avec la monnaie. Hawtrey a suivi cette définition jusqu'au bout : c'est parce que le financement de l'économie a une influence significative sur la quantité de monnaie en circulation et, par là, sur les prix, que la finance n'est pas neutre. Cette non-neutralité est conforme à la définition que nous en avons donnée en introduction : l'introduction de la finance dans une économie monétaire d'autofinancement a des conséquences sur les grandeurs existantes.

Deuxièmement, les théories de Marx, Veblen et Hawtrey permettent de montrer – peut-être parfois malgré elles – que l'une des conséquences majeures de la finance, l'une des caractéristiques de ce qu'il est convenu d'appeler le capitalisme financier, est l'irrationalité des agents. Or, cette irrationalité a des conséquences économiques décisives et sa prise en compte permet de définir un cycle économique. Nous avons déjà souligné la proximité entre certaines analyses de Veblen et les théories issues de Keynes. Si cette non-neutralité, définie avant tout en termes d'imperfection, peut sembler insatisfaisante, elle est néanmoins présente avant même le développement de la synthèse néoclassique.

Troisièmement, enfin, c'est parce que la finance n'est pas neutre dans les théories de Marx, Veblen et Hawtrey que ce sont des théories de l'instabilité financière. Chez chacun de ces auteurs c'est dans la déformation des bilans des différents agents économiques que se manifeste la non-neutralité de la finance. Les mécanismes de financement sont instables en ce qu'ils provoquent cette déformation qui doit aboutir, au bout du compte, à la crise économique. Il est vrai que nous avons dû plus ou moins reconstruire leurs théories pour parvenir à cette conclusion et que cette caractéristique est plus ou moins présente dans chacune d'elle. De ce point de

vue, si l'on doit saluer le travail de pionnier de Marx, Veblen est certainement le plus visionnaire. Hawtrey, dont le travail est incontestablement le plus abouti, le plus systématique aussi, présente au final une théorie dont l'ambition affichée est en deçà de la proposition d'une théorie de l'instabilité financière. Nous espérons cependant que le chapitre VI a montré que les implications véritables de cette théorie l'en rapprochent.

Marx, Veblen et Hawtrey s'attachent ainsi à ce qui définit l'économie comme financière, c'est-à-dire ce qui la distingue d'une économie seulement monétaire. Alors que Marx et Veblen obtiennent ce résultat en intégrant la finance à une économie qui lui préexiste, c'est la prise en compte du rôle des négociants qui permet, chez Hawtrey, de faire intervenir les mécanismes de financement dans le fonctionnement de l'économie.

*

L'objectif de cette thèse n'était pas, nous l'avons dit, de proposer une théorie nouvelle de l'instabilité financière, construite à partir de l'analyse des écrits de Marx, Veblen et Hawtrey. Pouvons-nous, néanmoins, identifier dans les sept chapitres de cette thèse *une* théorie pré-keynésienne de l'instabilité financière ? Ces trois auteurs ne contribuent pas, bien évidemment, à construire une théorie unique. Il y a cependant suffisamment de propositions qui leur sont communes pour que nous nous risquions à en faire l'inventaire. Peut-être ces propositions définissent-elles au moins un cadre commun pour les théories pré-keynésiennes de l'instabilité financière. Elles concernent tout d'abord les relations sociales :

- Nous avons trouvé chez chacun des trois auteurs un cadre comptable implicite ou explicite dans lequel l'analyse se développe. Les bilans des différents agents jouent ainsi un rôle clé dans ces théories, retraçant les multiples interdépendances financières qui les lient entre eux.
- Ces relations financières entre les agents supposent la définition d'une structure sociale complexe et, en particulier, la distinction de plusieurs groupes sociaux à l'intérieur de la classe des capitalistes. Nous avons dès lors les capitalistes actifs et les capitalistes financiers chez Marx, les *managers* et les propriétaires des entreprises chez Veblen et, enfin, la distinction entre négociants, banquiers et producteurs chez Hawtrey. Dans ce cadre, les trois auteurs envisagent souvent des asymétries d'information entre ces groupes.

- La prise en compte du rôle de la finance se fait ainsi toujours par la mise en avant de complexités ignorées par les autres économistes. Elles conduisent Marx à définir le capital fictif, Veblen à distinguer le capital industriel du *business capital* et Hawtrey à mettre l'accent sur le rôle des stocks des négociants.

Une fois que la finance est intégrée à la théorie, les trois auteurs mettent l'accent sur le rôle des marchés sur lesquels s'effectuent les opérations de financement – marché du crédit ou marché des titres – et analysent les comportements spécifiques que les agents y déploient. Ainsi la spéculation et les anticipations sont-elles présentes dans les trois théories. Et ces anticipations ne sont clairement pas « rationnelles » au sens de la théorie contemporaine.

Dans le cadre de ces mécanismes de financement, Marx, Veblen et Hawtrey montrent tous trois que la poursuite de ses objectifs propres par chacun des groupes sociaux identifiés conduit à un processus cumulatif caractérisé par la déformation des bilans des agents et le développement d'une situation financière de plus en plus fragile. Cette fragilisation affecte la structure financière des entreprises pour Marx, la valorisation des titres sur les marchés financiers pour Veblen et la liquidité des banques pour Hawtrey. Tous trois conçoivent le retournement qui doit se produire alors comme endogène[364], bien qu'ils en fournissent des explications différentes – et parfois insuffisantes.

Une théorie du cycle économique peut difficilement se passer d'une analyse du taux d'intérêt. A cet égard, nous pouvons constater que ce dernier n'est un taux naturel chez aucun des trois auteurs. La position de Hawtrey est ambiguë et nous n'avons pu lever cette ambigüité que partiellement dans le chapitre VI, mais tous trois affichent sur ce point une position clairement hétérodoxe. Aucun cependant ne propose de théorie claire de la détermination du taux d'intérêt. Malgré cela, la politique monétaire – en particulier le rôle de prêteur en dernier ressort de la banque centrale - a toujours une certaine efficacité. C'est ainsi que Hawtrey est un ardent militant des politiques monétaires discrétionnaires ou que Marx s'oppose à la restriction du crédit en période de crise telle qu'elle découle des prescriptions des

[364] Nous ne pouvons donc pas souscrire à l'affirmation de Semmler (1989, p. xiv) en ouverture de son ouvrage selon laquelle la tradition des cycles économiques générés de façon endogène a son origine dans les théories des années 1940.

« prophètes du *Currency* ». Veblen lui-même avance que la Federal Reserve a la capacité d'éviter le retournement du cycle par une politique monétaire adéquate.

Enfin, ni Marx ni Veblen ni Hawtrey ne lient sa théorie de l'instabilité financière à une fonction d'investissement. Il n'est ainsi pas question d'investissement dans la cinquième section du livre III du *Capital*, alors même que Marx conçoit qu'en général les crises financières accompagnent des crises réelles. Veblen suppose fixe la quantité de moyens de production. Hawtrey ne distingue pas, dans la demande agrégée, la consommation de l'investissement et ce dernier ne joue aucun rôle dans l'explication du cycle économique. Il n'y a pas, de manière générale, d'analyse de l'ajustement entre épargne et investissement. Peut-être cette dernière caractéristique distingue-t-elle les théories pré-keynésiennes ? La prise en compte de l'investissement dans chacun des trois modèles semble pourtant possible : Marx affirme clairement qu'une accumulation de capital réel se déroule derrière l'accumulation de capital financier ; nous avons vu que nous pouvions comprendre Veblen comme définissant un ratio « q » à la Tobin ; Hawtrey, enfin, ne néglige pas l'investissement, qui semble pouvoir être pris en compte dans son modèle théorique.

De manière générale nous retrouvons, dans ces trois théories, l'idée que les mécanismes de financement de l'activité rendent instable l'équilibre économique. Ils écartent donc l'économie de cet équilibre et elle n'y revient que par l'effet d'une crise, qui survient par un mécanisme endogène de retournement. Cela étant dit, des divergences importantes subsistent entre les trois auteurs. Nous pouvons en noter cinq principales :

1) Les mécanismes de retournement du cycle sont différents. Marx et Hawtrey mettent en cause des contraintes de liquidité alors que c'est la révision des anticipations de rendement qui le provoque chez Veblen.
2) La crise conduit à un processus de déflation par la dette pour Veblen et Hawtrey alors que chez Marx insiste sur la baisse cumulative des prix.
3) Les trois auteurs prennent en compte de manières différentes le financement bancaire et le financement de marché. Veblen est clairement du côté des marchés financiers, Hawtrey du côté du crédit bancaire et Marx, finalement, entre les deux. Dès lors, le rôle attribué aux banques diverge entre les trois auteurs : elles sont de simples intermédiaires pour Marx et Veblen alors qu'elles jouent un rôle central dans le cycle pour Hawtrey.

4) La place assignée à la monnaie n'est pas non plus la même. Absente de la théorie de Veblen, elle est présente chez Hawtrey et Marx, le premier s'affichant comme quantitativiste quand le second est anti-quantitativiste.
5) Enfin, comme nous l'avons vu dans le chapitre VII, les trois auteurs tirent des conclusions différentes de leur analyse. Ainsi, Hawtrey prône un changement de politique économique, Veblen un changement de dirigeants et Marx un changement de mode de production.

Les convergences et les divergences dont nous venons de faire la synthèse semblent finalement dessiner une cartographie des théories pré-keynésiennes de l'instabilité financière.

*

Les résultats obtenus dans les différents chapitres de cette thèse, dont nous avons essayé de préciser la portée dans cette conclusion, ne l'ont pas été sans difficultés. Ils présentent aussi des limites certaines.

Les difficultés rencontrées ont, pour l'essentiel, déjà été signalées. Il s'agit tout d'abord du caractère incomplet ou imprécis des théories étudiées. Une grande partie de cette thèse a ainsi été consacrée à la reconstruction des éléments manquants voire de la cohérence d'ensemble. De plus, dans la mesure où aucun de ces auteurs ne se donnait expressément pour objectif la construction d'une théorie de l'instabilité financière il a été nécessaire, dans une certaine mesure, de maltraiter leurs théories. Nous avons ainsi sélectionné parmi leurs idées et précisé les propositions des auteurs lorsque cela était nécessaire pour faire apparaître leur théorie. Cela est apparu clairement lorsque nous avons écarté les disproportions entre secteurs chez Marx, lorsque nous avons modélisé Veblen alors qu'il y était opposé ou, encore, lorsque nous avons fait de la théorie de Hawtrey une théorie de l'instabilité de la finance et non du seul crédit.

Ce dernier point constitue, d'ailleurs, la dernière difficulté que nous voudrions signaler. Tout au long de cette thèse notre définition de la finance a été, d'une certaine manière, remise en cause par les définitions ou les centres d'intérêts des différents auteurs. Le lien entre crédit et finance est ainsi apparu complexe et, parfois, non évident. Nous pensons cependant qu'il était nécessaire d'adopter – comme l'ont d'ailleurs fait Marx et Veblen – une conception extensive de la finance, c'est-à-dire une conception qui y assimile le crédit et l'entende donc comme l'ensemble des mécanismes qui assurent le financement de l'activité économique.

Cette thèse souffre de deux limites principales que nous voudrions résumer ici. La première de ces limites est celle du corpus que nous nous sommes donné. Malgré nos justifications – en particulier en introduction – le choix des trois auteurs étudiés peut, à certains égards, apparaître comme arbitraire. Nul doute qu'une continuation de cette recherche devrait interroger les frontières des théories pré-keynésiennes du cycle. De même aurait-il été intéressant de faire davantage dialoguer ces trois auteurs avec leurs prédécesseurs, leurs contemporains et, surtout, avec la théorie économique actuelle. Ici encore, le travail effectué pourrait être élargi dans de nombreuses directions. Les limites temporelles que nous nous sommes fixées pourraient elles aussi être remises en cause. Bien que le choix de fermer la période étudiée avec la publication de *Currency and Credit* en 1919 ait été justifié, nous convenons que des choix différents auraient pu être faits.

La seconde limite concerne l'analyse menée. Elle pourrait en effet être approfondie sur certains aspects. S'agissant de Marx, le lien entre le cycle du marché du capital-argent et la reproduction du capital réel devrait être précisé. Cela nécessiterait en particulier de prendre en compte la déformation de la structure de la production, à la suite de Hilferding (1910) et de la première génération de marxistes. Pour Veblen, la dynamique des prix, des salaires et des charges financières mériterait d'être intégrée à l'étude du processus d'inflation de crédit et du mécanisme de retournement. Pour Hawtrey, enfin, il paraît nécessaire de substituer les prix anticipés aux prix courants dans le modèle. De manière générale, les modélisations proposées sont frustes et reposent sur des hypothèses *ad hoc*. Le développement de modèles d'instabilité financière plus complets et réalistes devra être tenté.

Ces limites ouvrent, bien entendu, des perspectives pour la poursuite du travail de recherche commencé dans cette thèse.

*

Nous n'aboutissons pas, au terme de ce travail, à une théorie de l'instabilité financière qui réglerait la question une fois pour toute. Et cela est vrai non seulement de manière générale, mais encore pour chacun des trois auteurs en particulier. Mais nous ne prétendons justement pas qu'une telle théorie aurait existé. Ce que nous avons montré c'est, *historiquement*, que des théories de l'instabilité financières existaient avant Keynes et, *analytiquement*, que leur contenu en fait des théories – primitives, imparfaites mais possédant leur propre logique interne – de l'instabilité

financière. A ce titre, elles peuvent ouvrir des pistes, confirmer des options choisies, et, de manière générale, légitimer encore un programme de recherche.

C'est pourquoi il est apparu nécessaire, après six premiers chapitres théoriques, de montrer que si la question du rôle de la finance dans le cycle économique est posée dès avant Keynes, c'est parce que les problèmes pratiques – « concrets » pourrait-on dire – qui la font émerger se posaient eux aussi bien avant Keynes. Et c'est encore en résonnance avec l'actualité économique qui se justifie, aujourd'hui, l'étude des théories de l'instabilité financière que Marx, Veblen et Hawtrey ont selon nous tenté de bâtir. De même que l'actualité économique oblige à se souvenir que les crises financières n'avaient pas commencé en 1929 ni disparues après, de même que l'histoire économique a montré que le capitalisme financier n'est pas né dans les années 1970 mais a surgi d'une histoire complexe et ancienne, les théories visant à expliquer le cycle économique par le rôle de la finance ne sont nées ni avec Minsky ni avec Keynes. Marx, Veblen et Hawtrey, chacun à sa manière, ont répondu aux questions qui occupent aujourd'hui le devant de la scène en expliquant pourquoi la finance provoque des crises, et pourquoi le capitalisme est un système économique caractérisé par l'instabilité financière.

Bibliographie thématique

1. Karl Marx

Références primaires

ENGELS Friedrich, Karl MARX (1964), *Lettres sur « Le capital »*, présentées et annotées par Gilbert Badia, Paris, Editions sociales : 1972.

ENGELS Friedrich (1894), « Préface », in Karl Marx, *Le capital – Critique de l'économie politique,* livre troisième, tome I, Paris : Editions sociales, 1957.

MARX Karl (1875), *Le capital – Critique de l'économie politique*, livre premier, tome I, édition de F. Engels, Paris : Editions sociales, 1975.

MARX Karl (1885), *Le capital – Critique de l'économie politique*, livre deuxième, tome I, édition F. Engels, Paris : Editions sociales, 1974.

MARX Karl (1894a), *Le capital – Critique de l'économie politique,* livre troisième, tome I, édition F. Engels, Paris : Editions sociales, 1974.

MARX Karl (1894b), *Le capital – Critique de l'économie politique,* livre troisième, tome II, édition F. Engels, Paris : Editions sociales, 1970.

MARX Karl (1894c), « Le capital – Critique de l'économie politique, livre troisième », édition de M. Rubel, in Karl Marx, *Œuvres II*, Paris : Editions Gallimard, « La Pléiade », 1968.

MARX Karl (1894d), *Capital – Volume III*, London : Penguin Books, 1991.

MARX Karl (1905-1910), *Théories sur la plus-value*, édition en 3 tomes, Paris : Editions sociales, 1974-1976.

MARX Karl (1905-1910), *Théories sur la plus-value*[365], édition en 3 tomes, Paris : Editions sociales, 1974-1976.

MARX Karl (1939), *Fondements de la critique de l'économie politique (Grundrisse), Ebauche de 1857-1858*, Paris : Editions Anthropos, 1967.

MARX Karl (1968), *Œuvres II*, Paris : Editions Gallimard, « La Pléiade ».

Références secondaires

BELLOFIORE Ricardo (1998), *Marxian Economics: A Reappraisal, Essays on Volume III of* Capital, Basingstoke: Macmillan Press, New-York : St. Martin's Press.

BODDY Raford, James CROTTY (1975), « Class Conflict and Macro-Policy », *Review of Radical Political Economics*, vol. 7, n° 1.

BRANDIS Royall (1985), « Marx and Keynes? Marx or Keynes », *Journal of Economic Issues*, vol. 19, n° 3.

[365] Les *Théories sur la plus-value* ont été tirées d'un manuscrit de Marx des années 1861-1863 dont elles composent la majeure partie. L'édition des Editions Sociales diffère de l'édition de Karl Kautsky de 1905-1910. Les *Théories* ont aussi été publiées en France sous le titre *Histoire des doctrines économiques*.

CAMPBELL Martha, Geert REUTEN (2002), *The Culmination of Capital – Essays on Volume III of Marx's Capital*, Basingstoke & New York: Palgrave.

CARAVALE Gionvanni (1991), *Marx and Modern Economic Analysis,* 2 vol., Edward Elgar.

CHESNAIS François (2006), « La prééminence de la finance au sein du 'capital en général', le capital fictif et le mouvement contemporain de mondialisation du capital », *La finance capitaliste*, Paris : Presses universitaires de France, collection Actuel Marx.

CROTTY James (1985), « The Centrality of Money, Credit and Financial Intermediation in Marx's Crisis Theory : An Interpretation of Marx's Methodology », *in* Resnick and Woldd (eds), *Marxian Political Economy: Essays in Honor of Henry Magdoff and Paul Sweezy*.

CROTTY James (1987), « The Role of Money and Finance in Marx's Crisis Theory », *in* Cherry *et al.* (eds), *The Imperiled Economy*, New York: Union for Radical Political Economics.

DE BOYER Jérôme (2003), *La pensée monétaire*, Paris : Editions Les Solos, chap. 4.

DE BRUNHOFF Suzanne (1967), *La monnaie chez Marx*, 4ème edition, Paris : Editions sociales.

DE BRUNHOFF Suzanne (1998), « Money, Interest and Finance in Marx's Capital », *in* Ricardo Bellofiore (ed), *Marxian Economics: A Reappraisal, Essays on Volume III of* Capital, Basingstoke: Macmillan Press, New-York : St. Martin's Press.

DE BRUNHOFF Suzanne, Duncan K. FOLEY (2006), « Karl Marx's theory of money and credit », *in* Philip Arestis, Malcom Sawyer (eds), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*.

DUMENIL Gérard (1975), *La position de classe des cadres et employés – La fonction capitaliste parcellaire*, Paris : Presses universitaires de Grenoble.

DUMENIL Gérard, Dominique LEVY (2006a), « La finance capitaliste : rapports de production et rapports de classe », *La finance capitaliste*, Paris : Presses universitaires de France, coll. Actuel Marx.

DUMENIL Gérard, Dominique LEVY (2006b), « Les trois champs de la théorie des relations financières de Marx – Le capital financier d'Hilferding et Lénine », *La finance capitaliste*, Paris : Presses universitaires de France, collection Actuel Marx.

ELTIS Walter (1991), « Marx on the Unproductiveness of the Financial Sector and Its Tendency to Grow », *in* Giovanni Caravale (ed), *Marx and Modern Economic Analysis*, vol. 2, Aldershot et Brookfield : Elgar.

FACCARELLO Gilbert (2000), « Karl Marx et la critique de l'économie politique : le purgatoire du temps présent », in Alain Béraud, Gilbert Faccarello (Eds), *Nouvelle histoire de la pensée économique*, tome 2, Paris : Editions La Découverte.

FAN-HUNG (1939), « Keynes and Marx on the Theory of Capital Accumulation, Money and Interest », *Review of Economic Studies*, october.

FINE Ben (1985), « Banking Capital and the Theory of Interest », *Science & Society*, vol. 49, n° 4, winter.

FINE Ben, Laurence HARRIS (1979), *Rereading Capital*, London and Basingstoke : The Macmillan Press Ltd.

GOODWIN Richard M. (1967), « A growth cycle », in Feinstein C. H. (Ed.), *Socialism, capitalism and economic growth*, Cambridge : Cambridge University Press, 1967.

HARRIS Laurence (1976), « On Interest, Credit and Capital », *Economy and Society*, vol. 5, n° 2.

HARVEY David (1982), *Limits to Capital*, new and fully updated edition, London, New-York : Verso, 1999.

HEIN Eckhard (2006), « Money, interest and capital accumulation in Karl Marx's economics: a monetary interpretation and some similarities to post-keynesian approaches », *European Journal of Economic Thought*, vol. 13, n° 1.

HILFERDING Rudolf (1910), *Le capital financier – Etude sur le développement récent du capitalisme*, Paris : Les éditions de minuit, 1970.

ITOH Makoto, Costas LAPAVITSAS (1999), *Political Economy of Money and Finance*, Basingstoke, New-York : Macmillan Press Ltd, St. Martin's Press.

LENINE Vladimir I. (1917), *L'impérialisme stade suprême du capitalisme (essai de vulgarisation)*, Paris : Le temps des cerises, 2001.

LIANOS Theodore P. (1987), « Marx on the Rate of Interest », *Review of Radical Political Economics*, vol. 19, n° 3.

MATTHEWS Peter Hans (1996), « The modern foundations of Marx's monetary economics », *The European Journal of the History Economic Thought*, vol. 3, n° 1, spring.

MEACCI Ferdinando (1998), « Fictitious Capital and Crises », *in* Ricardo Bellofiore (ed), *Marxian Economics: A Reappraisal, Essays on Volume III of* Capital, vol. 1, Basingstoke: Macmillan Press, New-York : St. Martin's Press.

MENDEZ Julien (2004), *Le capital financier chez Marx*, mémoire de DEA, Université de Paris I Panthéon-Sorbonne.

MOORE B. J. (1991), « Marx, Keynes, Kalecki and Kaldor on the Rate of Interest as a Monetary Phenomenon », *in* Edward Nell et Willi Semmler, *Nicholas Kaldor and mainstream economics*, St. Martin's Press.

NIKAIDO Hukukane (1996), *Prices, Cycles and Growth*, Cambridge, MA, London : The MIT Press.

PANICO Carlo (1980), « Marx analysis of the relationship between the rate of interest and the rate of profit », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 4.

PANICO Carlo (1988), « Marx on the Banking Sector and the Interest Rate: Some Initial Notes for a Discussion », *Science & Society*, vol. 52, no. 3.

PERELMAN Michael (1987), *Marx's crises theory – Scarcity, Labo rand Finance*, New-York: Praeger.

RAMIREZ Miguel D. (1990), « Keynes, Marx and the Business Cycle », *Eastern Economic Journal*, vol. 16, n° 2.

REUTEN Geert (2002a), « Marx's *Capital III*, The Culmination of Capital – General Introduction », in Campbell and Reuten (eds), *The Culmination of Capital, essays on Volume III of Marx's* Capital, Basingstoke et New York: Palgrave.

REUTEN Geert (2002b), « The Rate of Profit Cycle and the Opposition between Managerial and Finance Capital – A discussion of *Capital III*, Parts Three to Five », *in* Campbell and Reuten (eds), *The Culmination of Capital, essays on Volume III of Marx's* Capital, Basingstoke et New York : Palgrave.

ROBINSON Joan (1942), *An Essay in Marxian Economics*, London : Macmillan.

RUBEL Maximilien (1968), *Karl Marx, Oeuvres, Economie II*, édition établie et annotée par Maximilien Rubel, Paris : Gallimard, « La Pléiade ».

SCHEFOLD Bertram (1998), « The Relation between the Rate of Profit and the Rate of Interest : A Ressessment after the Publication of Marx's Manuscript of the Third Volume of *Das Kapital* », *in* Ricardo Bellofiore (ed), *Marxian Economics : A Reappraisal, Essays on Volume III of* Capital, vol. 1, Basingstoke : Macmillan Press, New-York : St. Martin's Press.

SHERMAN Howard J. (1979), « A Marxist Theory of the Business Cycle », *Review of Radical Political Economy*, vol. 11, n° 1.

TUTIN Christian (2003), « Les controverses autour du capital : les crises », *in* Alain Béraud, Gilbert Faccarello (Eds), *Nouvelle histoire de la pensée économique*, tome 2, Paris : Editions La Découverte.

WRAY Randall L. (1990), *Money and Credit in Capitalist Economies, The Endogeneous Money Approach*, Edward Elgard.

ZERBATO Michel (1999), « Une finance insoutenable – Marchés financiers et capital fictif », in Gérard Duménil, Dominique Lévy, Le triangle infernal : crise, mondialisation, financiarisation, Paris : Presses universitaires de France.

2. Thorstein Veblen

Références primaires

VEBLEN Thorstein (1899), *Théorie de la classe de loisir*, Paris : Gallimard, 1970.

VEBLEN Thorstein (1904), *The Theory of Business Enterprise*, New York : Charles Scribner's sons, réimpression par Kessinger Publishing"s Rare Reprints.

VEBLEN Thorstein (1905), « Credit and Prices », *The Journal of Political Economy*, vol. 13, n° 3, June.

VEBLEN Thorstein (1908a), « Fisher's Capital and Income », *Political Science Quarterly*, vol. 23, n° 1, march.

VEBLEN Thorstein (1908b), « On the Nature of Capital: Investment, Intangible Assets and the Pecuniary Magnate », *The Quarterly Journal of Economics*, vol.

23, n° 1, nov. Reprint *in The Place of Science in Modern Civilization and Other Essays*, 1919.

VEBLEN Thorstein (1909), "Fisher's Rate of Interest", *Political Science Quarterly*, vol. 24, n° 2, June.

VEBLEN Thorstein (1919a), *The Vested Interests and the Common Man (The Modern Point of View and the New Order)*, New York : Viking Press, 1951, précédemment édité sous le titre *The Vested Interests and the New State of the Industrial Arts*[366].

VEBLEN Thorstein (1919b), *The place of Science in Modern Civilization and Other Essays*, collected writings.

VEBLEN Thorstein (1921), *The Engineers and the Price System*, B. W. Huebsch.

VEBLEN Thorstein (1923), *Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times, The Case of America*, New-York : B.W. Huebsch.

VEBLEN Thorstein (1927), *Essays in Our Changing Order*. Collected writings, New Yor : The Viking Press, 1934.

Références secondaires

ARON Raymond (1970), « Avez-vous lu Veblen », *in* Veblen, *Théoriede la classe de loisir*, Paris : Gallimard.

ARROW Kenneth J. (1975), « Thorstein Veblen as an Economic Theorist», *American Economist*, vol. 19, n° 1, Spring, 5-9 ; reprint. *in* Rick Tilman (ed), *The Legacy of Thorstein Veblen*, vol. 2.

AYRES Clarence E. (1963), « The Legacy of Thorstein Veblen », *in* Dorfman *et alii*, *Institutional Economics: Veblen, Commons and Mitchell Reconsidered.*

BOLBOL Ali A., Mark A. LOVEWELL (2001), « Three views on stock markets and corporate behavior: Tobin, Veblen and Marx », *Journal of Post Keynesian Economics*, spring, vol. 23, n° 3.

BROCKIE Melvin D. (1958), « The Cycle Theories of Veblen and Keynes Today », *in* Douglas F. Dowd (ed), *Thorstein Veblen: A Critical Reappraisal.*

CORNEHLS James V. (2004), « Veblen's Theory of Finance Capitalism and Contemporary Corporate America », *Journal of Economic Issues*, vol. 38, No 1, March.

DENIS Henri (1993), *Histoire de la pensée économique*, 11ème édition, Paris : Presses Universitaires de France.

DIMAND Robert W. (1994), « Irving Fisher's Debt-Deflation Theory of Great Depression », *Review of Social Economy*.

DIMAND Robert W. (1998), « Fisher and Veblen: Two Paths for American Economics », *Journal of History of Economic Thought*, vol. 20, n° 4.

[366] La publication sous le titre *The Vested Interests and the Common Man* date de 1920.

DIMAND Robert W. (2004), « Echoes of Veblen's *Theory of Business Enterprise* in the Late Development of Macroeconomics: Fisher's Debt-Deflation Theory of Great Depressions and the Financial Instability Theories of Minsky and Tobin », *International Review of Sociology*, vol. 14, n° 3.

DIRLAM Joel B. (1958), « The Place of Corporation Finance in Veblen's Economics », *in* Douglas F. Dowd, *Thorstein Veblen: A Critical Reappraisal.*

DORFMAN Joseph (1934), *Thorstein Veblen and his America*, New York: Augustus M. Kelly, 1961.

DORFMAN Joseph, C. E. ARYES, Neil W. CHAMBERLAIN, Simon KUZNETS et R. A. GORDON (1963), *Institutional Economics: Veblen, Commons and Mitchell Reconsidered*, Berkeley and Los Angeles : University of California Press.

DOS PASSOS John (1936), *La grosse galette*, Paris : Gallimard, coll. Folio, 1973.

DOWD Douglas F. (1958), *Thorstein Veblen: A Critical Reappraisal, Lectures and Essays Commemorating the Hundredth Anniversary of Veblen's Birth*, Ithaca, New York : Cornell University Press, 1958

GRUCHY Allan G. (1947), *Modern Economic Thought, The American Contribution*, New York : Prentice-Hall.

GRUCHY Allan G. (1958), « Veblen's Theory of Economic Growth », *in* Douglas F. Dowd (ed), *Thorstein Veblen: A Critical Reappraisal.*

HOBSON John A. (1936), *Veblen*, Londres : Chapman and Hall.

HOBSON John A. (1937), « The Economics of Thorstein Veblen », *Political Science Quarterly*, vol. 52, n° 1, 139-44 ; reprint. *in* Rick Tilman (ed), *The Legacy of Thorstein Veblen*, vol. 2.

KELSO Patrick R., Barry L. DUMAN (1992), « A Veblenian View of Minsky's Financial Crisis Theory », *International Journal of Social Economics*, vol. 19, n° 10-11-12.

MEDLEN Craig (2003), « Veblen's Q – Tobin's Q », *Journal of Economic Issues*, vol. 37, n° 4, december.

MIROWSKY Philip (1985), *The Birth of the Business Cycle*, New York: Garland.

MITCHELL Wesley C. (1913), *Business Cycles*, University of California Press.

MOUHAMMED Adil (1994), « Veblen and the Business Cycle: A Marxist Perspective », *Review of Radical Political Economics*, vol. 26, n° 1.

O'HARA Phillip Anthony (1993), « Veblen's Analysis of Business, Industry and the Limits of Capital: An Interpretation and Sympathetic Critic », *History of Economics Review*, vol. 20, Summer, 95-119 ; reprint. *in* Rick Tilman (Ed), *The Legacy of Thorstein Veblen*, vol. 3.

O'HARA Phillip Anthony (2000), *Marx, Veblen, and Contemporary Institutional Political Economy*, Cheltenham and Northampton : Edward Elgar.

PHILLIPS Ronnie J. (1988), « Veblen and Simons on Credit and Monetary Reform », *Southern Economic Journal*, July, 171-81.

PIROU Gaétan (1946), *Les nouveaux courants de la théorie économiques aux Etats-Unis, Tome I – Les précurseurs*, 3ème édition, Paris : Domat-Monchrestien.

RAINES J. Patrick, Charles G. LEATHERS, (1992) « Financial Innovations and Veblen's Theory of Financial Markets », *Journal of Economic Issues*, vol. 26, No 2, June.

RAINES J. Patrick, Charles G. LEATHERS (1996), « Veblenian stock markets and the efficient market hypothesis », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 19, n° 1, fall.

RAINES J. Patrick, Charles G. LEATHERS (2000), *Economists and the Stock Market: Speculative Theories of Stock Market Fluctuations*, Cheltenham, UK, Northampton, MA : Edward Elgar.

RAINES J. Patrick, Charles G. LEATHERS (2008), *Debt, Innovation and Deflation: The Theories of Veblen, Fisher, Schumpeter and Minsky.*

RUTHERFORD Malcolm (1980), « Veblen and owners, managers, and the control of industry », *History of Political Economy*, vol. 12, n° 3, p. 434-40.

SOWELL Thomas (1967), « The 'Evolutionary' Economics of Thorstein Veblen », *Oxford Economic Papers*, New Series, vol. 19, n° 2, July, 177-98.

STABILE Donald R. (2005), « Thorstein Veblen and credit risk », chap. 4, *Forerunners of Modern Financial Economics, A Random Walk in the History of Economic Thought*, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA : Edward Elgar.

SWEEZY Paul M. (1957), « The Theory of Business Enterprise and Absentee Ownership », *Monthly Review*, vol. 9, July-August, 105-12 ; reprint. *in* Rick Tilman (ed), *The Legacy of Thorstein Veblen*, vol. 2.

SWEEZY Paul (1958), *Veblen on American Capitalism, in* Douglas F. Dowd (Ed), *Thorstein Veblen: A Critical Reappraisal*

SWEEZY Paul M. (1993), « Veblen's Critique of the American Economy », *in* John Cunningham Wood, *Thorstein Veblen: Critical* Assessment.

TILMAN Rick (2003), *The Legacy of Thorstein Veblen*, vol. 2, Chettenham, UK, Northampton, MA, USA : Edward Elgar.

TOPOROWSKI Jan (2005), *Theories of Financial Disturbance – An Examination of Critical Theories of Finance from Adam Smith to the Present Day*, Cheltenham, Northampton : Edward Elgar.

VINOKUR Annie (1969), *Thorstein Veblen et la tradition dissidente dans la pensée économique américaine*, Paris : R. Pichon et R. Durand-Auzias.

WOOD John Cunningham (1993), *Thorstein Veblen: Critical Assessments*, London: Routledge.

WRAY L. Randall (2007), « Veblens's *Theory of Business Enterprise* and Keynes's Monetary Theroy of Production », *Journal of Economic Issues*, vol. 16, n° 2, june.

3. Ralph Hawtrey

Références primaires

HAWTREY Ralph G. (1913), *Good and Bad Trade, An Inquiry into the Causes of Trade Fluctuations*, New York : Augustus M. Kelly, reprint., 1962.

HAWTREY Ralph G. (1919[3]), *La circulation monétaire et le crédit*, Paris : Sirey, 1935, trad. fr. de la 3ème édition de 1928.

HAWTREY Ralph G. (1919[4]), *Currency and Credit*, 4ème edition, disponible sur Internet (http://www.archive.org/details/currencycredit00hawtrich).

HAWTREY Ralph G. (1919); « The Gold Standard », *Economic Journal*, 29, December, reprint. *in Monetary Reconstruction*.

HAWTREY Ralph G. (1923), *Monetary Reconstruction*, collected essays from 1915-1922, New York: Longmans, Green.

HAWTREY Ralph G. (1925), « Public Expenditure and the Demand for Labour », *Economica*, March.

HAWTREY Ralph G. (1927), « The Gold Standard », I-IV, *Journal of the Institute of Bankers*, 48, january-april.

HAWTREY Ralph G. (1929), « The Monetary Theory of the Trade Cycle », *The Economic Journal*, 39, december.

HAWTREY Ralph G. (1932), *The Art of Central Banking*, Franck Cass and Co. Ltd, 2nd edition, 1962.

HAWTREY Ralph G. (1933), « Public Expenditure and Trade Depression », *Journal of The Royal Statistical Society*, part III.

HAWTREY Ralph G. (1934), « Monetary Analysis and the Investment Market », *The Economic Journal*, 44, December, publié dans *Capital and Employment*, chap. chap. 6, sous une forme révisée.

HAWTREY Ralph G. (1937), *Capital and Employment*, London, New Yor, Toronto : Longmans, Green and Co., 2nd edition, 1952.

HAWTREY Ralph G. (1938), *A Century of Bank Rate*, New York :Longmans.

HAWTREY Ralph G. (1939), « Investment and Bank Rate », *Manchester School*, 10.

HAWTREY Ralph G. (1951), « The Nature of Profit », *The Economic Journal*, 61, september.

Références secondaires

BARJOU Florence (2000), « Le rôle des variables financières dans l'analyse pré-keynésienne des processus cumulatifs : Wicksell, Fisher et Hawtrey », *Economie appliquée*, vol. 53, n° 2, juin.

BLACK R. D. Collison (1977), « Ralph George Hawtrey, 1879-1975 », *Proceedings of the British Academy*, vol. 63, p. 363-97.

CAIN Neville (1982), « Hawtrey and Multiplier Theory », *Australian Economic History Review*, vol. 22, p. 68-78.

DAVIS Eric G. (1979), « The Economics of R.G. Hawtrey », *Carleton Economic Papers*, vol. 79-01, february.

DAVIS Eric G. (1980), « The Correspondance between R. G. Hawtrey and J. M. Keynes on the Treatise: The Genesis of Output Adjustment Models », *The Canadian Journal of Economics*, vol. 13, n° 4 (nov.), p. 716-24.

DAVIS Eric G. (1981), « Hawtrey 1879-1975 », *in* O'Brien and Presley (eds), *Pioneers of Modern Economics in Britain*, p. 203-33.

DAVIS Eric G. (1983), « The Macro-Models of R. G. Hawtrey », *Carleton Economic Papers*, vol. 83-04, february.

DE BOYER Jérôme (1985), « Note sur la théorie monétaire de R. G. Hawtrey », *Studi Economici*, 4(27), p. 2-27, *non consulté.*

DE BOYER Jérôme (1997), « Monnaie endogène, monnaie exogène et banque central : l'influence de R. G. Hawtrey sur la formation du paradigme monétaire keynésien », communication au 1er Congrès Eshet, Marseille.

DE BOYER Jérome, Ricardo SOLIS ROSALES (2003), « Les approches classiques du prêteur en dernier ressort : de Baring à Hawtrey », *Cahiers d'économie politique / Papers in Political Economy*, 2003/2, n° 34, p. 79-100.

DE BOYER Jérôme, Ricardo SOLIS ROSALES (2007), « R.G. Hawtrey on the National and International Lender of Last Resort », communication, *2007 Annual Conference of the History of Economics Society*, june.

DEUTSCHER Patrick (1989), « D. H. Robertson and R. G. Hawtrey: Real and Monetary Roots of British Macroeconomics », *in* Hennings and Samuels (eds), *Neoclassical Economic Theory, 1870-1930.*

DEUTSCHER Patrick (1990), *R. G. Hawtrey and the development of macroeconomics*, Ann Arbor: The University of Michigan Press.

DIATKINE Sylvie (2002), « R. Hawtrey : de l'économie de crédit à l'économie monétaire », in *Les fondements de la théorie bancaire*, Paris : Dunod.

DIMAND Robert W. (1997), « Hawtrey and the Multiplier », *History of Political Economy*, 29, n° 3.

ESHAG Eprime (1963), *From Marshall to Keynes, an Essay on the Monetary Theory of the Cambridge School*, Oxford : Basil Blackwell.

HICKS John R. (1939), « Mr. Hawtrey on Bank Rate and the Long-term Rate of Interest », *The Manchester School*, 10.

HICKS John R. (1969), « Automatists, Hawtreyans and Keynesians", *Journal of Money, Credit and Banking*, august.

HICKS John. R. (1977), « Hawtrey », *Economic Perspectives: Further Essays on Money and Growth*, Clarendon Press

HOWSON Susan (1978), « Monteray Theory and Policy in the 20th Century: the Career of R. G. Hawtrey », *in* Flinn (ed), *Proceedings of the Seventh International Economic History Conference*.

HOWSON Susan (1985), « Hawtrey and the Real World », *in* G. C. Harcourt (Ed), *Keynes and his contemporaries*, New York: St Martin's Press, Papers from the 6th Keynes Seminar held in 1983.

KEYNES John M. (1920), review of « Currency and Credit », *The Economic Journal*, vol. 30, n° 119, September.

LAIDLER David (1988), « British Monetary Orthodoxy in the 1870 », *Oxford Economic Papers*, New Series, Vol. 40, n° 1 (march), p. 74-109.

LAIDLER David (1993), « Hawtrey, Harvard, and the Origins of the Chicago Tradition », *The Journal of Political Economy*, vol. 101, n° 6, december.

REBEYROL Antoine (1988), « A propos des théories pré-keynésiennes du cycle : Wicksell, Fisher et Hawtrey », *Economies et Sociétés*, vol. 22, n° 3, mars.

RIST Charles (1935), « Avant-propos » *in* Ralph G. Hawtrey, *La circulation monétaire et le crédit*, Paris : Sirey, trad fr. de la 3ème édition de 1928.

SAULNIER Raymond. J. (1939), *Contemporary Monetary Theory: Studies of some Recent Theories of Money, Prices and Production.*

SOLIS Ricardo (1983), *Banque central et taux d'intérêt, essai sur les théories de Thornton, Wicksell et Hawtrey*, Thèse de doctorat de 3ème cycle, Université de Paris X Nanterre, octobre.

SOLIS Ricardo (1999), *Banco central y tasa de interés : un ensayo sober la teorias des Wicksell, Thornton y Hawtrey*, Mexico : UAM.

SPREND F. J. (1976), *The Macroeconomics of Sir Ralph Hawtrey: A Mirror Image of British Economic Decline*, PhD Thesis, University of Pittsburgh.

YOUNG Allyn A. (1920), review of Hawtrey, *Currency and Credit* and Fisher, *Stabilizing the Dollar*, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 34, n° 3, may.

4. Auteurs de comparaison

Références primaires

FISHER Irving (1906), *The Nature of Capital and Income*, New York: The Macmillan Company.

FISHER Irving (1907), *The Rate of Interest: Its Nature, Determination and Relation to Economic Phenomena*, New York : The Macmillan Company.

FISHER Irving (1911), *The Purchasing Power of Money.* Trad. fr. *Le pouvoir d'achat de la monnaie*, Paris : M. Giard, 1923.

FISHER Irving (1932), *Booms and Depression*, London : George Allen and Unwin.

FISHER Irving (1933), « A debt-deflation theory of Great Depression », *Econometrica*, vol. 1.

HILFERDING Rudolf (1910), *Le capital financier – Etude sur le développement récent du capitalisme*, Paris : Les éditions de minuit, 1970.

JUGLAR Clément (1862) *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis*, Paris, Guillaumin.

KEYNES, John M. (1930), *A Treatise of Money*, in *Collected Writings*, vol. 5 et 6, New York : St Martin's Press, London : Macmillan, 1971.

KEYNES, John M. (1936) *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Editions Payot.

KEYNES, John M. (1937), « Alternative Theories of the Rate of Interest », *The Economic Journal*, vol. 47, n° 186, june.

KEYNES John M. (1973), *Collected Writings*, vol. 13 et 14, London : Macmillan ; New York : St Martin's Press.

LENINE Vladimir I. (1917), *L'impérialisme stade suprême du capitalisme (essai de vulgarisation)*, Paris : Le temps des cerises, 2001.

LESCURE Jean (1906), *Des crises generales et périodiques de surproduction*, 5ème edition, Paris : Les Editions Domat-Montchrestien, 1938.

MARSHALL Alfred (1871), « Money », published for the first time as item 11-2-1 of Whitaker J. K. (ed) *The Early Economic Writings of Alfred Marshall 1867-1890*, vol. 1, New York : The Free Press, 1975

MILL John Stuart (1873), *Principes d'économie politique*, vol. 2, Paris : Guillaumin et Cie.

MILLER Merton H. (1988), « The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 4, automne.

MINSKY Hyman P. (1975), « John Maynard Keynes ». New York: Columbia University Press.

MINSKY Hyman P. (1977), « The Financial Instability Hypothesis: an Interpretation to Keynes and an Alternative to Standard Theory », *Nebraska Journal of Economics and Business*, vol. 16, winter.

MINSKY Hyman P. (1978), « The financial instability hypothesis: a restatement », *in* Philip Arestis et Thanos Skouras (eds), *Post Keynesian Economic Theory*, Armonk, NY ; M. E. Sharpe.

MINSKY Hyman P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven : Yale University Press.

MITCHELL Wesley C. (1913), *Business Cycles*, University of California Press.

MODIGLIANI Franco, Merton H. MILLER (1958), « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *The American Economic Review*, vol. 48, n° 3, june.

MODIGLIANI Franco (1988), « MM – Past, Present, Future », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 4, automne.

RICARDO David (1817), *Principes de l'économie politique et de l'impôt*, Paris : Calman-Lévy, 1970.

SCHUMPETER Joseph (1927), « The Explanation of the Business Cycle », *Economica*, n° 21, december.

SMITH Adam (1776), *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*, tome 1, Paris : Flammarion, 1991.

THORNTON Henry (1802), *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, Fairfield : A. M. Kelley, 1978.

TOBIN James (1969), « A general equilibrium approach to monetary theory », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, n° 1.

WICKSELL Knut (1898), *Interest and Prices*, New York : Sentry Press, 1936.

WICKSELL Knut (1907), « The Influence of the Rate of Interest on Prices », *The Economic Journal*, vol. 17, n° 66, june.

Références secondaires

ARESTIS Philip, Malcom SAWYER (2006), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*., Edward Elgar Publishing.

DAL-PONT LEGRAND Muriel et Harald HAGEMANN (2007), « Business cycles in Juglar and Schumpeter », *The History of Economic Thought*, vol. 49, n° 1.

DE ANTONI Elisabetta (2006), « Minsky on financial instability », *in* Philip Arestis, Malcom Sawyer (eds), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, chap. 10.

DE BOYER Jérôme (1998a), « Endogeneous money and shareholders' funds in the classical theory of banking », *The European Journal of the History of Economic Thought*, vol. 5, n° 1, p. 60-84.

DE BOYER Jérôme (1998b), « Production de crédit et offre de monnaie ; monnaies endogène et exogène », *Revue d'économie française*, vol.13, n° 2.

DE BOYER Jérôme de (2003), *La pensée monétaire : Histoire et analyse*, Paris : Editions Les Solos.

DENIS Henri (1993), *Histoire de la pensée économique*, 11ème édition, Paris : Presses Universitaires de France.

DIATKINE Sylvie (2002), *Les fondements de la théorie bancaire*, Paris : Dunod.

DIMAND Robert W. (1994), « Irving Fisher's Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Review of Social Economy*, vol. 52.

ESHAG Eprime (1963), *From Marshall to Keynes, an Essay on the Monetary Theory of the Cambridge School*, Oxford : Basil Blackwell.

GOMEZ BETANCOURT Rebeca (2008), *Edwin Walter Kemmerer, Théoricien et médecin de la monnaie*, thèse de doctorat, Université de Paris 1 Panthéon-Sorbonne.

HABERLER Gottfried (1943), *Prospérité et dépression : étude théorique des cycles économiques*, 3ème édition augmentée, Genève : Société des Nations.

HANSEN Alvin Harvey (1927), *Business-Cycle Theory, Its development and present status*, Boston : Ginn and Company.

HARCOURT Geoffrey C. (Ed), *Keynes and his contemporaries*, New York: St Martin's Press, p. 142-188. Papers from the 6th Keynes Seminar held in 1983

HEGELAND Hugo (1951), *The Quantity Theory of Money*, Goleburg : Elanders Boktryckeri Aktiebolog.

ITOH Makoto, Costas LAPAVITSAS (1999), *Political Economy of Money and Finance*, Basingstoke, New-York: Macmillan Press Ltd, St. Martin's Press.

LAIDLER David (1991), *The Golden Age of the Quantity Theory*, Princeton : Princeton University Press.

LAVOIE Marc (1986), « Systemic Financial Fragility: A Simplified View », Journal of Post Keynesian Economics, vol. 9, n° 2.

LAVOIE Marc (2006), *Introduction to Post-Keynesian Economics*, Basingstoke : Palgrave Macmillan.

LAVOIE Marc, Mario SECCARECCIA (2005), « Long-Term Interest Rates, Liquidity Preference and the Limits of Central Banking », *Central Banking in the Moderne World – Alternative Perspectives*, Cheltenham, Northampton : Edward Elgar.

MOGGRIDGE Donald E. (1973), « From the Treatise to the General Theory: An Exercise in Chronology », *History of Political Economy*, Spring.

O'BRIEN Denis P. (1984), « Monetary Economics », *in* Creedy and O'Brien (eds), *Economic Analysis in Historical Perspectives*, p. 3-45.

PATINKIN Don (1969), « The Chicago Tradition, the Quantity Theory, and Friedman », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, february.

RAINES J. Patrick, Charles G. LEATHERS (2000), *Economists and the Stock Market: Speculative Theories of Stock Market Fluctuations*, Cheltenham, UK, Northampton, MA : Edward Elgar.

REBEYROL Antoine (1988), « A propos des théories prékeynésiennes du cycle : Wicksell, Fisher et Hayek », *Oeconomia*, n° 9, mars, série PE de la revue *Economie et Société*.

RIST Charles (1938), *Histoire des doctrines relatives au crédit et à la monnaie depuis John Law jusqu'à nos jours*, Sirey, Paris.

ROSIER Michel (1989), « Les transferts de capitaux dans un modèle classique », *Cahiers d'économie politique*, vol. 12.

SCHUMPETER Joseph A. (1946), « John Maynard Keynes 1883-1946 », *American Economic Review*, vol. 36, n° 4, p. 495-518.

SCHUMPETER Joseph A. (1954), *Histoire de l'analyse économique*, tome III, Paris : Gallimard, 1983.

SEMMLER Willi (1989), *Financial Dynamics and Business Cycles, new perspectives*, New York : M. E. Sharpe.

STABILE Donald R. (2005), *Forerunners of Modern Financial Economics, A Random Walk in the History of Economic Thought*, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA : Edward Elgar.

STIGLITZ Joseph E. (1988), « Why Financial Structure Matters », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 4, automne.

TOPOROWSKI Jan (2005), *Theories of Financial Disturbance – An Examination of Critical Theories of Finance from Adam Smith to the Present Day*, Cheltenham (UK) & Northampton (MA, USA) : Edward Elgar.

TUTIN Christian (2003), « Keynes, une économie politique du capitalisme financier ? », L'actualité économique, vol. 79, n° 1-2.

TUTIN Christian (2006), « Finance et reproduction : la théorie des crises de Rudolf Hilferding », *Cahiers d'économie politique*, vol. 51.

TUTIN Christian (2009), *Une histoire des théories monétaires par les textes*, Paris : Flammarion, coll. Champs.

WRAY Randall L. (1990), *Money and Credit in Capitalist Economies, The Endogeneous Money Approach*, Edward Elgard.

5. Histoire économique

ALTOFER Stefan, Mark DUCKENFIELD, Benedikt KOEHLER (2006), *History of Financial Disasters, 1763-1995*, vol. 2, Londres: Pickering and Chatto.

BICHOT Jacques (1984), *Huit siècles de monétarisation*, Paris : Editions Economica.

BONIN Hubert (1992), *La banque et les banquiers en France du Moyen-Age à nos jours*, Paris : Larousse.

BRUNER, Robert F. et Sean D. CARR, S. D. (2007), *The Panic of 1907, Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*, John Wiley and Sons.

CHAMP Bruce A. (2007), « The National Banking System: A Brief History », *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Papers*, 07-23, december.

DIMAND Robert. W. (2003), « Competing visions for the U.S. monetary system, 1907-1913 », *Cahiers d'Economie Politique*, vol. 45, L'Harmattan, Paris.

FISHER Irving (1911b), « Recent Changes in price Levels and their Causes », *American Economic Review*, I-2, Papers and discussions, Avril.

FRIEDMAN Milton ET SCHWARTZ Anna J. (1963), *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press.

GOMEZ BETANCOURT Rebeca (2010), « Edwin Walter Kemmerer and the Origins of the Federal Reserve System », *Journal of the History of Economic Thought*, vol. 32, n° 4, December.

HENRY Gérard Marie (2003), *Les crises au XX° siècle (1873-2003)*, Paris : Belin Sup, Paris.

JUGLAR Clément (1862) *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis*, Paris, Guillaumin.

KEMMERER Edwin W. (1911), « Seasonal Variations in the New York Money Market », *The American Economic Review*, Vol. 1, No 1, mars, pp 33-49.

LAUGHLIN James L. (1914), « The Banking and Currency Act of 1913 », *Journal of Political Economy*, Vol. 22, N°4 (Avril), pp. 293-318.

LE GOFF Jacques (1956), *Marchands et banquiers du Moyen-Age*, 8ème ed. Corrigée, Paris : Presses universitaires de France

MADDISON Angus (1995), *L'économie mondiale 1820-1992 – Analyse et statistiques*, Centre de Développement de l'OCDE, Paris.

MENDEZ Julien, Christian TUTIN (2010), « De la crise bancaire à la régulation : l'expérience américaine de 1907 », *L'économie politique*, vol. 48, novembre.

MENDEZ Julien, Christian TUTIN (2011), « 1907-2007 : de la 'panique Roosevelt' à la crise des 'subprimes' », *in* Arnaud Diemer et Sylvie Dozolme, *Les enseignements de la cise des subprimes*, Paris : Editions Clément Juglar.

MOEN Jon. R., Ellis W. TALLMAN (1990a), « Lessons from the Panic of 1907 », *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, may/june.

MOEN Jon. R., Ellis W. TALLMAN (1990b), « The Bank Panic of 1907: The role of theTrust Companies », *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Papers*, vol. 90-3, May.

NOYES Alexander D. (1909), « A Year After the Panic of 1907 », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 23, n° 2, février.

RIST Charles (1938), *Histoire des doctrines relatives au crédit et à la monnaie depuis John Law jusqu'à nos jours*, Sirey, Paris.

SELIGMAN Edwin R. A. (1908), *The Crisis of 1907 in the light of history*, New York: Columbia Univ ersity Press, extraits repris *in* Stefan Altofer *et alii*, (eds), *History of financial Disasters, 1763-1995*, vol. 2, Londres: Pickering and Chatto, 2006.

SPRAGUE Oliver M. W. (1908), « The American Crisis of 1907 », *Economic Journal*, vol. 18, n° 71 (septembre) pp. 353-72.

SPRAGUE Oliver M. W. (1909), « The proposal for a central bank in the United States : a critical view », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 23, n°3, May, pp. 363-415.

SPRAGUE Oliver M. W. (1910), « Proposals for Strengthening the National Banking System », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 24, pp. 201-42 et 634-59, Vol. 25, pp. 67-95.

SPRAGUE Oliver M. W. (1914), « The Federal Reserve Act of 1913 », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 28, pp. 213-54.

SWEEZY Paul M. (1994), « The Triumph of Financial Capital », *Monthly Review*, June, vol. 46, n° 2.

TIMBERLAKE Richard H. Jr (1978), *The Origins of Central Banking in the United States*, Cambridge, MA, London : Harvard Université Press.

TUTIN Christian (2011), *Histoire économique et financière*, Polycopié de cours, licence 3, Université Paris Est Créteil.

VANDERLIP Frank (1908), « The panic as a world phenomenon », *in* Emory R. Johnson E. (ed.), *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. 31, n°2, repris dans Stefan Altofer, Mark Duckenfield et Benedikt Koehler (eds), *History of Financial Disasters, 1763-1995*, vol. 2, 2006, p. 173-177.

VEBLEN Thorstein (1921), *The Engineers and the Price System*, B. W. Huebsch.

VEBLEN Thorstein (1923), *Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times, The Case of America*, New-York : B.W. Huebsch.

WEST Robert Craig (1974), *Banking Reform and the Federal Reserve 1863-1923*, Ithaca and London : Cornell University Press, 1977.

WICKER Elmus (2000), *Banking Panics of the Gilded Age*, Cambridge : Cambridge University Press.

WILLIS H. Parker (1914), « The Federal Reserve Act », *American Economic Review*, IV-1.

Bibliographie générale

ALTOFER Stefan, Mark DUCKENFIELD, Benedikt KOEHLER (2006), *History of Financial Disasters, 1763-1995*, vol. 2, Londres: Pickering and Chatto.

ARON Raymond (1970), « Avez-vous lu Veblen », *in* Veblen, *Théoriede la classe de loisir*, Paris : Gallimard.

ARESTIS Philip, Malcom SAWYER (2006), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*., Edward Elgar Publishing.

ARROW Kenneth J. (1975), « Thorstein Veblen as an Economic Theorist», *American Economist*, vol. 19, n° 1, Spring, 5-9 ; reprint. *in* Rick Tilman (ed), *The Legacy of Thorstein Veblen*, vol. 2.

AYRES Clarence E. (1963), « The Legacy of Thorstein Veblen », *in* Dorfman *et alii*, *Institutional Economics: Veblen, Commons and Mitchell Reconsidered.*

BARJOU Florence (2000), « Le rôle des variables financières dans l'analyse pré-keynésienne des processus cumulatifs : Wicksell, Fisher et Hawtrey », *Economie appliquée*, vol. 53, n° 2, juin.

BICHOT Jacques (1984), *Huit siècles de monétarisation*, Paris : Editions Economica.

BELLOFIORE Ricardo (1998), *Marxian Economics: A Reappraisal, Essays on Volume III of* Capital, Basingstoke: Macmillan Press, New-York : St. Martin's Press.

BLACK R. D. Collison (1977), « Ralph George Hawtrey, 1879-1975 », *Proceedings of the British Academy*, vol. 63, p. 363-97.

BODDY Raford, James CROTTY (1975), « Class Conflict and Macro-Policy », *Review of Radical Political Economics*, vol. 7, n° 1.

BOLBOL Ali A., Mark A. LOVEWELL (2001), « Three views on stock markets and corporate behavior: Tobin, Veblen and Marx », *Journal of Post Keynesian Economics*, spring, vol. 23, n° 3.

BONIN Hubert (1992), *La banque et les banquiers en France du Moyen-Age à nos jours*, Paris : Larousse.

BRANDIS Royall (1985), « Marx and Keynes? Marx or Keynes », *Journal of Economic Issues*, vol. 19, n° 3.

BROCKIE Melvin D. (1958), « The Cycle Theories of Veblen and Keynes Today », *in* Douglas F. Dowd (ed), *Thorstein Veblen: A Critical Reappraisal.*

BRUNER, Robert F. et Sean D. CARR, S. D. (2007), *The Panic of 1907, Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*, John Wiley and Sons.

CAIN Neville (1982), « Hawtrey and Multiplier Theory », *Australian Economic History Review*, vol. 22, p. 68-78.

CAMPBELL Martha, Geert REUTEN (2002), *The Culmination of Capital – Essays on Volume III of Marx's Capital*, Basingstoke & New York: Palgrave.

CARAVALE Gionvanni (1991), *Marx and Modern Economic Analysis*, 2 vol., Edward Elgar.

CHAMP Bruce A. (2007), « The National Banking System: A Brief History », *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Papers*, 07-23, december.

CHESNAIS François (2006), « La prééminence de la finance au sein du 'capital en général', le capital fictif et le mouvement contemporain de mondialisation du capital », *La finance capitaliste*, Paris : Presses universitaires de France, collection Actuel Marx.

CORNEHLS James V. (2004), « Veblen's Theory of Finance Capitalism and Contemporary Corporate America », *Journal of Economic Issues*, vol. 38, No 1, March.

CROTTY James (1985), « The Centrality of Money, Credit and Financial Intermediation in Marx's Crisis Theory : An Interpretation of Marx's Methodology », *in* Resnick and Woldd (eds), *Marxian Political Economy: Essays in Honor of Henry Magdoff and Paul Sweezy*.

CROTTY James (1987), « The Role of Money and Finance in Marx's Crisis Theory », *in* Cherry *et al.* (eds), *The Imperiled Economy*, New York: Union for Radical Political Economics.

DAL-PONT LEGRAND Muriel et Harald HAGEMANN (2007), « Business cycles in Juglar and Schumpeter », *The History of Economic Thought*, vol. 49, n° 1.

DAVIS Eric G. (1979), « The Economics of R.G. Hawtrey », *Carleton Economic Papers*, vol. 79-01, february.

DAVIS Eric G. (1980), « The Correspondance between R. G. Hawtrey and J. M. Keynes on the Treatise: The Genesis of Output Adjustment Models », *The Canadian Journal of Economics*, vol. 13, n° 4 (nov.), p. 716-24.

DAVIS Eric G. (1981), « Hawtrey 1879-1975 », *in* O'Brien and Presley (eds), *Pioneers of Modern Economics in Britain*, p. 203-33.

DAVIS Eric G. (1983), « The Macro-Models of R. G. Hawtrey », *Carleton Economic Papers*, vol. 83-04, february.

DE ANTONI Elisabetta (2006), « Minsky on financial instability », *in* Philip Arestis, Malcom Sawyer (eds), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, chap. 10.

DE BOYER Jérôme (1985), « Note sur la théorie monétaire de R. G. Hawtrey », *Studi Economici*, 4(27), p. 2-27, *non consulté.*

DE BOYER Jérôme (1997), « Monnaie endogène, monnaie exogène et banque central : l'influence de R. G. Hawtrey sur la formation du paradigme monétaire keynésien », communication au 1er Congrès Eshet, Marseille.

DE BOYER Jérôme (1998a), « Endogeneous money and shareholders' funds in the classical theory of banking », *The European Journal of the History of Economic Thought*, vol. 5, n° 1, p. 60-84.

DE BOYER Jérôme (1998b), « Production de crédit et offre de monnaie ; monnaies endogène et exogène », *Revue d'économie française*, vol.13, n° 2.

DE BOYER Jérôme de (2003), *La pensée monétaire : Histoire et analyse*, Paris : Editions Les Solos.

DE BOYER Jérome, Ricardo SOLIS ROSALES (2003), « Les approches classiques du prêteur en dernier ressort : de Baring à Hawtrey », *Cahiers d'économie politique / Papers in Political Economy*, 2003/2, n° 34, p. 79-100.

DE BOYER Jérôme, Ricardo SOLIS ROSALES (2007), « R.G. Hawtrey on the National and International Lender of Last Resort », communication, *2007 Annual Conference of the History of Economics Society*, june.

DE BRUNHOFF Suzanne (1967), *La monnaie chez Marx*, 4ème edition, Paris : Editions sociales.

DE BRUNHOFF Suzanne (1998), « Money, Interest and Finance in Marx's Capital », *in* Ricardo Bellofiore (ed), *Marxian Economics: A Reappraisal, Essays on Volume III of* Capital, Basingstoke: Macmillan Press, New-York : St. Martin's Press.

DE BRUNHOFF Suzanne, Duncan K. FOLEY (2006), « Karl Marx's theory of money and credit », *in* Philip Arestis, Malcom Sawyer (eds), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*.

DENIS Henri (1993), *Histoire de la pensée économique*, 11ème édition, Paris : Presses Universitaires de France.

DIATKINE Sylvie (2002), *Les fondements de la théorie bancaire*, Paris : Dunod.

DIMAND Robert W. (1994), « Irving Fisher's Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Review of Social Economy*, vol. 52.

DEUTSCHER Patrick (1989), « D. H. Robertson and R. G. Hawtrey: Real and Monetary Roots of British Macroeconomics », *in* Hennings and Samuels (eds), *Neoclassical Economic Theory, 1870-1930.*

DEUTSCHER Patrick (1990), *R. G. Hawtrey and the development of macroeconomics*, Ann Arbor: The University of Michigan Press.

DIATKINE Sylvie (2002), « R. Hawtrey : de l'économie de crédit à l'économie monétaire », in *Les fondements de la théorie bancaire*, Paris : Dunod.

DIMAND Robert W. (1994), « Irving Fisher's Debt-Deflation Theory of Great Depression », *Review of Social Economy*.

DIMAND Robert W. (1997), « Hawtrey and the Multiplier », *History of Political Economy*, 29, n° 3.

DIMAND Robert W. (1998), « Fisher and Veblen: Two Paths for American Economics », *Journal of History of Economic Thought*, vol. 20, n° 4.

DIMAND Robert. W. (2003), « Competing visions for the U.S. monetary system, 1907-1913 », *Cahiers d'Economie Politique*, vol. 45, L'Harmattan, Paris.

DIMAND Robert W. (2004), « Echoes of Veblen's *Theory of Business Enterprise* in the Late Development of Macroeconomics: Fisher's Debt-Deflation Theory of Great Depressions and the Financial Instability Theories of Minsky and Tobin », *International Review of Sociology*, vol. 14, n° 3.

DIRLAM Joel B. (1958), « The Place of Corporation Finance in Veblen's Economics », *in* Douglas F. Dowd, *Thorstein Veblen: A Critical Reappraisal.*

DORFMAN Joseph (1934), *Thorstein Veblen and his America*, New York: Augustus M. Kelly, 1961.

DORFMAN Joseph, C. E. ARYES, Neil W. CHAMBERLAIN, Simon KUZNETS et R. A. GORDON (1963), *Institutional Economics: Veblen, Commons and Mitchell Reconsidered*, Berkeley and Los Angeles : University of California Press.

DOS PASSOS John (1936), *La grosse galette*, Paris : Gallimard, coll. Folio, 1973.

DOWD Douglas F., ed (1958), *Thorstein Veblen: A Critical Reappraisal, Lectures and Essays Commemorating the Hundredth Anniversary of Veblen's Birth*, Ithaca, New York : Cornell University Press, 1958.

DUMENIL Gérard (1975), *La position de classe des cadres et employés – La fonction capitaliste parcellaire*, Paris : Presses universitaires de Grenoble.

DUMENIL Gérard, Dominique LEVY (2006a), « La finance capitaliste : rapports de production et rapports de classe », *La finance capitaliste*, Paris : Presses universitaires de France, coll. Actuel Marx.

DUMENIL Gérard, Dominique LEVY (2006b), « Les trois champs de la théorie des relations financières de Marx – Le capital financier d'Hilferding et Lénine », *La finance capitaliste*, Paris : Presses universitaires de France, collection Actuel Marx.

ELTIS Walter (1991), « Marx on the Unproductiveness of the Financial Sector and Its Tendency to Grow », *in* Giovanni Caravale (ed), *Marx and Modern Economic Analysis*, vol. 2, Aldershot et Brookfield : Elgar.

ENGELS Friedrich (1894), « Préface », in Karl Marx, *Le capital – Critique de l'économie politique,* livre troisième, tome I, Paris : Editions sociales, 1957.

ENGELS Friedrich, Karl MARX (1964), *Lettres sur « Le capital »*, présentées et annotées par Gilbert Badia, Paris, Editions sociales : 1972.

ESHAG Eprime (1963), *From Marshall to Keynes, an Essay on the Monetary Theory of the Cambridge School*, Oxford : Basil Blackwell.

FACCARELLO Gilbert (2000), « Karl Marx et la critique de l'économie politique : le purgatoire du temps présent », in Alain Béraud, Gilbert Faccarello (Eds), *Nouvelle histoire de la pensée économique*, tome 2, Paris : Editions La Découverte.

FAN-HUNG (1939), « Keynes and Marx on the Theory of Capital Accumulation, Money and Interest », *Review of Economic Studies*, october.

FINE Ben (1985), « Banking Capital and the Theory of Interest », *Science & Society*, vol. 49, n° 4, winter.

FINE Ben, Laurence HARRIS (1979), *Rereading Capital*, London and Basingstoke : The Macmillan Press Ltd.

FISHER Irving (1906), *The Nature of Capital and Income*, New York: The Macmillan Company.

FISHER Irving (1907), *The Rate of Interest: Its Nature, Determination and Relation to Economic Phenomena*, New York : The Macmillan Company.

FISHER Irving (1911), *The Purchasing Power of Money.* Trad. fr. *Le pouvoir d'achat de la monnaie*, Paris : M. Giard, 1923.

FISHER Irving (1911b), « Recent Changes in price Levels and their Causes », *American Economic Review*, I-2, Papers and discussions, Avril.

FISHER Irving (1932), *Booms and Depression*, London : George Allen and Unwin.

FISHER Irving (1933), « A debt-deflation theory of Great Depression », *Econometrica*, vol. 1.

FRIEDMAN Milton ET SCHWARTZ Anna J. (1963), *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press.

GOMEZ BETANCOURT Rebeca (2008), *Edwin Walter Kemmerer, Théoricien et médecin de la monnaie*, thèse de doctorat, Université de Paris 1 Panthéon-Sorbonne.

GOMEZ BETANCOURT Rebeca (2010), « Edwin Walter Kemmerer and the Origins of the Federal Reserve System », *Journal of the History of Economic Thought*, vol. 32, n° 4, December.

GOODWIN Richard M. (1967), « A growth cycle », in Feinstein C. H. (Ed.), *Socialism, capitalism and economic growth*, Cambridge : Cambridge University Press, 1967.

GRUCHY Allan G. (1947), *Modern Economic Thought, The American Contribution*, New York : Prentice-Hall.

GRUCHY Allan G. (1958), « Veblen's Theory of Economic Growth », *in* Douglas F. Dowd (ed), *Thorstein Veblen: A Critical Reappraisal.*

HABERLER Gottfried (1943), *Prospérité et dépression : étude théorique des cycles économiques*, 3ème édition augmentée, Genève : Société des Nations.

HANSEN Alvin Harvey (1927), *Business-Cycle Theory, Its development and present status*, Boston : Ginn and Company.

HARCOURT Geoffrey C. (1985), *Keynes and his contemporaries*, New York: St Martin's Press, p. 142-188. Papers from the 6th Keynes Seminar held in 1983.

HARRIS Laurence (1976), « On Interest, Credit and Capital », *Economy and Society*, vol. 5, n° 2.

HARVEY David (1982), *Limits to Capital*, new and fully updated edition, London, New-York : Verso, 1999.

HAWTREY Ralph G. (1913), *Good and Bad Trade, An Inquiry into the Causes of Trade Fluctuations*, New York : Augustus M. Kelly, reprint., 1962.

HAWTREY Ralph G. (1919[3]), *La circulation monétaire et le crédit*, Paris : Sirey, 1935, trad. fr. de la 3ème édition de 1928.

HAWTREY Ralph G. (1919[4]), *Currency and Credit*, 4ème edition, disponible sur Internet (http://www.archive.org/details/currencycredit00hawtrich).

HAWTREY Ralph G. (1919); « The Gold Standard », *Economic Journal*, 29, December, reprint. *in Monetary Reconstruction*.

HAWTREY Ralph G. (1923), *Monetary Reconstruction*, collected essays from 1915-1922, New York: Longmans, Green.

HAWTREY Ralph G. (1925), « Public Expenditure and the Demand for Labour », *Economica*, March.

HAWTREY Ralph G. (1927), « The Gold Standard », I-IV, *Journal of the Institute of Bankers*, 48, january-april.

HAWTREY Ralph G. (1929), « The Monetary Theory of the Trade Cycle », *The Economic Journal*, 39, december.

HAWTREY Ralph G. (1932), *The Art of Central Banking*, Franck Cass and Co. Ltd, 2nd edition, 1962.

HAWTREY Ralph G. (1933), « Public Expenditure and Trade Depression », *Journal of The Royal Statistical Society*, part III.

HAWTREY Ralph G. (1934), « Monetary Analysis and the Investment Market », *The Economic Journal*, 44, December, publié dans *Capital and Employment*, chap. chap. 6, sous une forme révisée.

HAWTREY Ralph G. (1937), *Capital and Employment*, London, New Yor, Toronto : Longmans, Green and Co., 2nd edition, 1952.

HAWTREY Ralph G. (1938), *A Century of Bank Rate*, New York :Longmans.

HAWTREY Ralph G. (1939), « Investment and Bank Rate », *Manchester School*, 10.

HAWTREY Ralph G. (1951), « The Nature of Profit », *The Economic Journal*, 61, september.

HEGELAND Hugo (1951), *The Quantity Theory of Money*, Goleburg : Elanders Boktryckeri Aktiebolog.

HEIN Eckhard (2006), « Money, interest and capital accumulation in Karl Marx's economics: a monetary interpretation and some similarities to post-keynesian approaches », *European Journal of Economic Thought*, vol. 13, n° 1.

HENRY Gérard Marie (2003), *Les crises au XX° siècle (1873-2003)*, Paris : Belin Sup, Paris.

HICKS John R. (1939), « Mr. Hawtrey on Bank Rate and the Long-term Rate of Interest », *The Manchester School*, 10.

HICKS John R. (1969), « Automatists, Hawtreyans and Keynesians", *Journal of Money, Credit and Banking*, august.

HICKS John. R. (1977), « Hawtrey », *Economic Perspectives: Further Essays on Money and Growth*, Clarendon Press

HILFERDING Rudolf (1910), *Le capital financier – Etude sur le développement récent du capitalisme*, Paris : Les éditions de minuit, 1970.

HOBSON John A. (1936), *Veblen*, Londres : Chapman and Hall.

HOBSON John A. (1937), « The Economics of Thorstein Veblen », *Political Science Quarterly*, vol. 52, n° 1, 139-44 ; reprint. *in* Rick Tilman (ed), *The Legacy of Thorstein Veblen*, vol. 2.

HOWSON Susan (1978), « Monteray Theory and Policy in the 20th Century: the Career of R. G. Hawtrey », *in* Flinn (ed), *Proceedings of the Seventh International Economic History Conference*.

HOWSON Susan (1985), « Hawtrey and the Real World », *in* G. C. Harcourt (Ed), *Keynes and his contemporaries*, New York: St Martin's Press, Papers from the 6th Keynes Seminar held in 1983.

ITOH Makoto, Costas LAPAVITSAS (1999), *Political Economy of Money and Finance*, Basingstoke, New-York: Macmillan Press Ltd, St. Martin's Press.

JUGLAR Clément (1862) *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis*, Paris, Guillaumin.

KELSO Patrick R., Barry L. DUMAN (1992), « A Veblenian View of Minsky's Financial Crisis Theory », *International Journal of Social Economics*, vol. 19, N° 10-11-12.

KEMMERER Edwin W. (1911), « Seasonal Variations in the New York Money Market », *The American Economic Review*, Vol. 1, No 1, mars, pp 33-49.

KEYNES John M. (1920), review of « Currency and Credit », *The Economic Journal*, vol. 30, n° 119, September.

KEYNES, John M. (1930), *A Treatise of Money*, in *Collected Writings*, vol. 5 et 6, New York : St Martin's Press, London : Macmillan, 1971.

KEYNES, John M. (1936) *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Editions Payot.

KEYNES, John M. (1937), « Alternative Theories of the Rate of Interest », *The Economic Journal*, vol. 47, n° 186, june.

KEYNES John M. (1973), *Collected Writings*, vol. 13 et 14, London : Macmillan ; New York : St Martin's Press.

LAIDLER David (1988), « British Monetary Orthodoxy in the 1870 », *Oxford Economic Papers*, New Series, Vol. 40, n° 1 (march), p. 74-109.

LAIDLER David (1991), *The Golden Age of the Quantity Theory*, Princeton : Princeton University Press.

LAIDLER David (1993), « Hawtrey, Harvard, and the Origins of the Chicago Tradition », *The Journal of Political Economy*, vol. 101, n° 6, december.

LAUGHLIN James L. (1914), « The Banking and Currency Act of 1913 », *Journal of Political Economy*, Vol. 22, N°4 (Avril), pp. 293-318.

LAVOIE Marc (1986), « Systemic Financial Fragility: A Simplified View », Journal of Post Keynesian Economics, vol. 9, n° 2.

LAVOIE Marc (2006), *Introduction to Post-Keynesian Economics*, Basingstoke : Palgrave Macmillan.

LAVOIE Marc, Mario SECCARECCIA (2005), « Long-Term Interest Rates, Liquidity Preference and the Limits of Central Banking », *Central Banking in the Moderne World – Alternative Perspectives*, Cheltenham, Northampton : Edward Elgar.

LE GOFF Jacques (1956), *Marchands et banquiers du Moyen-Age*, 8ème ed. Corrigée, Paris : Presses universitaires de France

LENINE Vladimir I. (1917), *L'impérialisme stade suprême du capitalisme (essai de vulgarisation)*, Paris : Le temps des cerises, 2001.

LESCURE Jean (1906), *Des crises generales et périodiques de surproduction*, 5ème edition, Paris : Les Editions Domat-Montchrestien, 1938.

LIANOS Theodore P. (1987), « Marx on the Rate of Interest », *Review of Radical Political Economics*, vol. 19, n° 3.

MADDISON Angus (1995), *L'économie mondiale 1820-1992 – Analyse et statistiques*, Centre de Développement de l'OCDE, Paris.

MARSHALL Alfred (1871), « Money », published for the first time as item 11-2-1 of Whitaker J. K. (Ed) *The Early Economic Writings of Alfred Marshall 1867-1890*, vol. 1, New York : The Free Press, 1975

MARX Karl (1875), *Le capital – Critique de l'économie politique*, livre premier, tome I, édition de F. Engels, Paris : Editions sociales, 1975.

MARX Karl (1885), *Le capital – Critique de l'économie politique*, livre deuxième, tome I, édition F. Engels, Paris : Editions sociales, 1974.

MARX Karl (1894a), *Le capital – Critique de l'économie politique,* livre troisième, tome I, édition F. Engels, Paris : Editions sociales, 1974.

MARX Karl (1894b), *Le capital – Critique de l'économie politique,* livre troisième, tome II, édition F. Engels, Paris : Editions sociales, 1970.

MARX Karl (1894c), « Le capital – Critique de l'économie politique, livre troisième », édition de M. Rubel, in Karl Marx, *Œuvres II*, Paris : Editions Gallimard, « La Pléiade », 1968.

MARX Karl (1894d), *Capital – Volume III*, London : Penguin Books, 1991.

MARX Karl (1905-1910), *Théories sur la plus-value*, édition en 3 tomes, Paris : Editions sociales, 1974-1976.

MARX Karl (1905-1910), *Théories sur la plus-value*[367], édition en 3 tomes, Paris : Editions sociales, 1974-1976.

MARX Karl (1939), *Fondements de la critique de l'économie politique (Grundrisse), Ebauche de 1857-1858*, Paris : Editions Anthropos, 1967.

MARX Karl (1968), *Œuvres II*, Paris : Editions Gallimard, « La Pléiade ».

MATTHEWS Peter Hans (1996), « The modern foundations of Marx's monetary economics », *The European Journal of the History Economic Thought*, vol. 3, n° 1, spring.

MEACCI Ferdinando (1998), « Fictitious Capital and Crises », *in* Ricardo Bellofiore (ed), *Marxian Economics: A Reappraisal, Essays on Volume III of* Capital, vol. 1, Basingstoke: Macmillan Press, New-York : St. Martin's Press.

MEDLEN Craig (2003), « Veblen's Q – Tobin's Q », *Journal of Economic Issues*, vol. 37, n° 4, december.

MENDEZ Julien (2004), *Le capital financier chez Marx*, mémoire de DEA, Université de Paris I Panthéon-Sorbonne.

MENDEZ Julien, Christian TUTIN (2010), « De la crise bancaire à la régulation : l'expérience américaine de 1907 », *L'économie politique*, vol. 48, novembre.

MENDEZ Julien, Christian TUTIN (2011), « 1907-2007 : de la 'panique Roosevelt' à la crise des 'subprimes' », *in* Arnaud Diemer et Sylvie Dozolme, *Les enseignements de la cise des subprimes*, Paris : Editions Clément Juglar.

[367] Les *Théories sur la plus-value* ont été tirées d'un manuscrit de Marx des années 1861-1863 dont elles composent la majeure partie. L'édition des Editions Sociales diffère de l'édition de Karl Kautsky de 1905-1910. Les *Théories* ont aussi été publiées en France sous le titre *Histoire des doctrines économiques*.

MILL John Stuart (1873), *Principes d'économie politique*, vol. 2, Paris : Guillaumin et Cie.

MILLER Merton H. (1988), « The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 4, automne.

MINSKY Hyman P. (1975), « John Maynard Keynes ». New York: Columbia University Press.

MINSKY Hyman P. (1977), « The Financial Instability Hypothesis: an Interpretation to Keynes and an Alternative to Standard Theory », *Nebraska Journal of Economics and Business*, vol. 16, winter.

MINSKY Hyman P. (1978), « The financial instability hypothesis: a restatement », *in* Philip Arestis et Thanos Skouras (eds), *Post Keynesian Economic Theory*, Armonk, NY ; M. E. Sharpe.

MINSKY Hyman P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven : Yale University Press.

MIROWSKY Philip (1985), *The Birth of the Business Cycle*, New York: Garland.

MITCHELL Wesley C. (1913), *Business Cycles*, University of California Press.

MODIGLIANI Franco, Merton H. MILLER (1958), « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *The American Economic Review*, vol. 48, n° 3, june.

MODIGLIANI Franco (1988), « MM – Past, Present, Future », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 4, automne.

MOEN Jon. R., Ellis W. TALLMAN (1990a), « Lessons from the Panic of 1907 », *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, may/june.

MOEN Jon. R., Ellis W. TALLMAN (1990b), « The Bank Panic of 1907: The role of theTrust Companies », *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Papers*, vol. 90-3, May.

MOGGRIDGE Donald E. (1973), « From the Treatise to the General Theory: An Exercise in Chronology », *History of Political Economy*, Spring.

MOORE B. J. (1991), « Marx, Keynes, Kalecki and Kaldor on the Rate of Interest as a Monetary Phenomenon », *in* Edward Nell et Willi Semmler, *Nicholas Kaldor and mainstream economics*, St. Martin's Press.

MOUHAMMED Adil (1994), « Veblen and the Business Cycle: A Marxist Perspective », *Review of Radical Political Economics*, vol. 26, n° 1.

NIKAIDO Hukukane (1996), *Prices, Cycles and Growth*, Cambridge, MA, London : The MIT Press.

NOYES Alexander D. (1909), « A Year After the Panic of 1907 », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 23, n° 2, février.

O'BRIEN Denis P. (1984), « Monetary Economics », *in* Creedy and O'Brien (eds), *Economic Analysis in Historical Perspectives*, p. 3-45.

O'HARA Phillip Anthony (1993), « Veblen's Analysis of Business, Industry and the Limits of Capital: An Interpretation and Sympathetic Critic », *History of*

Economics Review, vol. 20, Summer, 95-119 ; reprint. *in* Rick Tilman (Ed), *The Legacy of Thorstein Veblen*, vol. 3.

O'HARA Phillip Anthony (2000), *Marx, Veblen, and Contemporary Institutional Political Economy*, Cheltenham and Northampton : Edward Elgar.

PANICO Carlo (1980), « Marx analysis of the relationship between the rate of interest and the rate of profit », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 4.

PANICO Carlo (1988), « Marx on the Banking Sector and the Interest Rate: Some Initial Notes for a Discussion », *Science & Society*, vol. 52, no. 3.

PATINKIN Don (1969), « The Chicago Tradition, the Quantity Theory, and Friedman », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, february.

PERELMAN Michael (1987), *Marx's crises theory – Scarcity, Labo rand Finance*, New-York: Praeger.

PHILLIPS Ronnie J. (1988), « Veblen and Simons on Credit and Monetary Reform », *Southern Economic Journal*, July, 171-81.

PIROU Gaétan (1946), *Les nouveaux courants de la théorie économiques aux Etats-Unis, Tome I – Les précurseurs*, 3ème édition, Paris : Domat-Monchrestien.

RAINES J. Patrick, Charles G. LEATHERS, (1992) « Financial Innovations and Veblen's Theory of Financial Markets », *Journal of Economic Issues*, vol. 26, No 2, June.

RAINES J. Patrick, Charles G. LEATHERS (1996), « Veblenian stock markets and the efficient market hypothesis », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 19, n°1, Fall.

RAINES J. Patrick, Charles G. LEATHERS (2000), *Economists and the Stock Market: Speculative Theories of Stock Market Fluctuations*, Cheltenham, UK, Northampton, MA : Edward Elgar.

RAINES J. Patrick, Charles G. LEATHERS (2008), *Debt, Innovation and Deflation: The Theories of Veblen, Fisher, Schumpeter and Minsky.*

RAMIREZ Miguel D. (1990), « Keynes, Marx and the Business Cycle », *Eastern Economic Journal*, vol. 16, n° 2.

REBEYROL Antoine (1988), « A propos des théories prékeynésiennes du cycle : Wicksell, Fisher et Hayek », *Oeconomia*, n° 9, mars, série PE de la revue *Economie et Société*, vol. 22, n° 3.

REUTEN Geert (2002a), « Marx's *Capital III*, The Culmination of Capital – General Introduction », in Campbell and Reuten (eds), *The Culmination of Capital, essays on Volume III of Marx's* Capital, Basingstoke et New York: Palgrave.

REUTEN Geert (2002b), « The Rate of Profit Cycle and the Opposition between Managerial and Finance Capital – A discussion of *Capital III*, Parts Three to Five », *in* Campbell and Reuten (eds), *The Culmination of Capital, essays on Volume III of Marx's* Capital, Basingstoke et New York : Palgrave.

RICARDO David (1817), *Principes de l'économie politique et de l'impôt*, Paris : Calman-Lévy, 1970.

RIST Charles (1935), « Avant-propos » *in* Ralph G. Hawtrey, *La circulation monétaire et le crédit*, Paris : Sirey, trad fr. de la 3ème édition de 1928.

RIST Charles (1938), *Histoire des doctrines relatives au crédit et à la monnaie depuis John Law jusqu'à nos jours*, Sirey, Paris.

ROBINSON Joan (1942), *An Essay in Marxian Economics*, London : Macmillan.

ROSIER Michel (1989), « Les transferts de capitaux dans un modèle classique », *Cahiers d'économie politique*, vol. 12.

RUBEL Maximilien (1968), *Karl Marx, Oeuvres, Economie II*, édition établie et annotée par Maximilien Rubel, Paris : Gallimard, « La Pléiade ».

RUTHERFORD Malcolm (1980), « Veblen and owners, managers, and the control of industry », *History of Political Economy*, vol. 12, n° 3, p. 434-40.

SAULNIER Raymond J. (1939), *Contemporary Monetary Theory: Studies of some Recent Theories of Money, Prices and Production.*

SCHEFOLD Bertram (1998), « The Relation between the Rate of Profit and the Rate of Interest : A Ressessment after the Publication of Marx's Manuscript of the Third Volume of *Das Kapital* », *in* Ricardo Bellofiore (ed), *Marxian Economics : A Reappraisal, Essays on Volume III of* Capital, vol. 1, Basingstoke : Macmillan Press, New-York : St. Martin's Press.

SCHUMPETER Joseph (1927), « The Explanation of the Business Cycle », *Economica*, n° 21, december.

SCHUMPETER Joseph A. (1946), « John Maynard Keynes 1883-1946 », *American Economic Review*, vol. 36, n° 4, p. 495-518.

SCHUMPETER Joseph A. (1954), *Histoire de l'analyse économique*, tome III, Paris : Gallimard, 1983.

SELIGMAN Edwin R. A. (1908), *The Crisis of 1907 in the light of history*, New York: Columbia Uni[v]ersity Press, extraits repris *in* Stefan Altofer *et alii*, (eds), *History of financial Disasters, 1763-1995*, vol. 2, Londres: Pickering and Chatto, 2006.

SEMMLER Willi (1989), *Financial Dynamics and Business Cycles, new perspectives*, New York : M. E. Sharpe.

SHERMAN Howard J. (1979), « A Marxist Theory of the Business Cycle », *Review of Radical Political Economy*, vol. 11, n° 1.

SMITH Adam (1776), *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*, tome 1, Paris : Flammarion, 1991.

SOLIS Ricardo (1983), *Banque central et taux d'intérêt, essai sur les théories de Thornton, Wicksell et Hawtrey*, Thèse de doctorat de 3ème cycle, Université de Paris X Nanterre, octobre.

SOLIS Ricardo (1999), *Banco central y tasa de interés : un ensayo sober la teorias des Wicksell, Thornton y Hawtrey*, Mexico : UAM.

SOWELL Thomas (1967), "The 'Evolutionary' Economics of Thorstein Veblen », *Oxford Economic Papers*, New Series, vol. 19, n° 2, July, 177-98.

SPREND F. J. (1976), *The Macroeconomics of Sir Ralph Hawtrey: A Mirror Image of British Economic Decline*, PhD Thesis, University of Pittsburgh.

SPRAGUE Oliver M. W. (1908), « The American Crisis of 1907 », *Economic Journal*, vol. 18, n° 71 (septembre) pp. 353-72.

SPRAGUE Oliver M. W. (1909), « The proposal for a central bank in the United States : a critical view », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 23, n°3, May, pp. 363-415.

SPRAGUE Oliver M. W. (1910), « Proposals for Strengthening the National Banking System », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 24, pp. 201-42 et 634-59, Vol. 25, pp. 67-95.

SPRAGUE Oliver M. W. (1914), « The Federal Reserve Act of 1913 », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 28, pp. 213-54.

STABILE Donald R. (2005), « Thorstein Veblen and credit risk », chap. 4, *Forerunners of Modern Financial Economics, A Random Walk in the History of Economic Thought*, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA : Edward Elgar.

STABILE Donald R. (2005), *Forerunners of Modern Financial Economics, A Random Walk in the History of Economic Thought*, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA : Edward Elgar.

STIGLITZ Joseph E. (1988), « Why Financial Structure Matters », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 4, automne.

SWEEZY Paul M. (1957), « The Theory of Business Enterprise and Absentee Ownership », *Monthly Review*, vol. 9, July-August, 105-12 ; reprint. *in* Rick Tilman (ed), *The Legacy of Thorstein Veblen*, vol. 2.

SWEEZY Paul (1958), *Veblen on American Capitalism, in* Douglas F. Dowd (Ed), *Thorstein Veblen: A Critical Reappraisal*

SWEEZY Paul M. (1993), « Veblen's Critique of the American Economy », *in* John Cunningham Wood, *Thorstein Veblen: Critical* Assessment.

SWEEZY Paul M. (1994), « The Triumph of Financial Capital », *Monthly Review*, June, vol. 46, n° 2.

THORNTON Henry (1802), *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, Fairfield : A. M. Kelley, 1978.

TILMAN Rick (2003), *The Legacy of Thorstein Veblen*, vol. 2, Chettenham, UK, Northampton, MA, USA : Edward Elgar.

TIMBERLAKE Richard H. Jr (1978), *The Origins of Central Banking in the United States*, Cambridge, MA, London : Harvard Université Press.

TOBIN James (1969), « A general equilibrium approach to monetary theory », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, n° 1.

TOPOROWSKI Jan (2005), *Theories of Financial Disturbance – An Examination of Critical Theories of Finance from Adam Smith to the Present Day*, Cheltenham, Northampton : Edward Elgar.

TUTIN Christian (2003a), « Keynes, une économie politique du capitalisme financier ? », L'actualité économique, vol. 79, n° 1-2.

TUTIN Christian (2003b), « Les controverses autour du capital : les crises », *in* Alain Béraud, Gilbert Faccarello (Eds), *Nouvelle histoire de la pensée économique*, tome 2, Paris : Editions La Découverte.

TUTIN Christian (2006), « Finance et reproduction : la théorie des crises de Rudolf Hilferding », *Cahiers d'économie politique*, vol. 51.

TUTIN Christian (2009), *Une histoire des théories monétaires par les textes*, Paris : Flammarion, coll. Champs.

TUTIN Christian (2011), *Histoire économique et financière*, Polycopié de cours, licence 3, Université Paris Est Créteil.

VANDERLIP Frank (1908), « The panic as a world phenomenon », *in* Emory R. Johnson E. (ed.), *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. 31, n°2, repris dans Stefan Altofer, Mark Duckenfield et Benedikt Koehler (eds), *History of Financial Disasters, 1763-1995*, vol. 2, 2006, p. 173-177.

VEBLEN Thorstein (1899), *Théorie de la classe de loisir*, Paris : Gallimard, 1970.

VEBLEN Thorstein (1904), *The Theory of Business Enterprise*, New York : Charles Scribner's sons, réimpression par Kessinger Publishing"s Rare Reprints.

VEBLEN Thorstein (1905), « Credit and Prices », *The Journal of Political Economy*, vol. 13, n° 3, June.

VEBLEN Thorstein (1908a), « Fisher's Capital and Income », *Political Science Quarterly*, vol. 23, n° 1, march.

VEBLEN Thorstein (1908b), « On the Nature of Capital: Investment, Intangible Assets and the Pecuniary Magnate », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 23, n° 1, nov. Reprint *in The Place of Science in Modern Civilization and Other Essays*, 1919.

VEBLEN Thorstein (1909), "Fisher's Rate of Interest", *Political Science Quarterly*, vol. 24, n° 2, June.

VEBLEN Thorstein (1919a), *The Vested Interests and the Common Man (The Modern Point of View and the New Order)*, New York : Viking Press, 1951, précédemment édité sous le titre *The Vested Interests and the New State of the Industrial Arts*[368].

VEBLEN Thorstein (1919b), *The place of Science in Modern Civilization and Other Essays*, collected writings.

VEBLEN Thorstein (1921), *The Engineers and the Price System*, B. W. Huebsch.

VEBLEN Thorstein (1923), *Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times, The Case of America*, New-York : B.W. Huebsch.

VEBLEN Thorstein (1927), *Essays in Our Changing Order*. Collected writings, New Yor : The Viking Press, 1934.

VINOKUR Annie (1969), *Thorstein Veblen et la tradition dissidente dans la pensée économique américaine*, Paris : R. Pichon et R. Durand-Auzias.

WEST Robert Craig (1974), *Banking Reform and the Federal Reserve 1863-1923*, Ithaca and London : Cornell University Press, 1977.

WICKER Elmus (2000), *Banking Panics of the Gilded Age*, Cambridge : Cambridge University Press.

WICKSELL Knut (1898), *Interest and Prices*, New York : Sentry Press, 1936.

[368] La publication sous le titre *The Vested Interests and the Common Man* date de 1920.

WICKSELL Knut (1907), « The Influence of the Rate of Interest on Prices », *The Economic Journal*, vol. 17, n° 66, june.

WILLIS H. Parker (1914), « The Federal Reserve Act », *American Economic Review*, IV-1.WOOD John Cunningham (1993), *Thorstein Veblen: Critical Assessments*, London: Routledge.

WRAY Randall L. (1990), *Money and Credit in Capitalist Economies, The Endogeneous Money Approach*, Edward Elgard.

WRAY L. Randall (2007), « Veblens's *Theory of Business Enterprise* and Keynes's Monetary Theroy of Production », *Journal of Economic Issues*, vol. 16, n° 2, june.

YOUNG Allyn A. (1920), review of Hawtrey, *Currency and Credit* and Fisher, *Stabilizing the Dollar*, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 34, n° 3, may.

ZERBATO Michel (1999), « Une finance insoutenable – Marchés financiers et capital fictif », in Gérard Duménil, Dominique Lévy, Le triangle infernal : crise, mondialisation, financiarisation, Paris : Presses universitaires de France.

Annexes

Annexes

A. Modigliani – Miller (1958)

B. Le modèle Marx-Goodwin

C. Etude des équations différentielles du chapitre II

D. Précisions sur le modèle macro-économique de Hawtrey

Annexe A

Le théorème de Modigliani & Miller et la neutralité de la finance

Le célèbre « théorème de Modigliani et Miller » est la première piste que l'on aperçoit lorsque l'on souhaite s'interroger sur l'idée de neutralité de la finance. Plus précisément, on considère que dans leur article de 1958 les deux économistes démontrent que la finance est neutre, c'est-à-dire qu'elle ne modifie pas la valeur des entreprises.

L'introduction de la finance dans un modèle économique est aussi l'introduction d'un processus d'ajustement entre l'épargne et l'investissement, cet ajustement étant justement le rôle assigné à la finance. Aussi, chercher dans quelle mesure la finance est neutre revient-il à chercher à déterminer dans quelle mesure l'introduction de la finance modifie ou non l'investissement global. On peut ainsi penser que la finance est neutre lorsque son introduction ne modifie ni le niveau ni la structure de l'investissement global.

Aussi, nous nous proposons de reformuler les principales hypothèses et conclusions de Modigliani et Miller (1958) et de les mettre en rapport avec cette problématique.

Sur le plan méthodologique, nous nous limiterons à deux remarques. Premièrement, le critère de décision rationnelle du dirigeant concernant l'investissement et le financement de l'investissement est la maximisation de la valeur de marché de l'entreprise (Modigliani et Miller, 1958, p 264). Deuxièmement, Modigliani & Miller raisonnent en équilibre partiel, supposant notamment que le taux d'intérêt et les flux de revenus attendus des investissements sont exogènes, c'est-à-dire donnés.

1. La neutralité de la finance comme indépendance de la valeur des entreprises par rapport à leur financement

L'article que publient Modigliani et Miller en 1958 dans l'*American Economic Review* a pour but de montrer définitivement le rôle de la structure financière[369] des entreprises dans leur valorisation par le marché financier[370].

L'existence d'un débat sur cette question provient de la segmentation du marché financier, et de la segmentation correspondante des modes de financement des entreprises, entre actions et obligations ou, plus généralement, entre financement par fonds propres et financement par dette. En effet, puisque le détenteur de titres de dette ne peut revendiquer qu'un intérêt fixe et déterminé à l'avance alors que le détenteur de titres de capital a pour rémunération l'ensemble du profit net de l'entreprise, il s'ensuit que le surplus de rentabilité qu'offre un investissement possible par rapport à la rentabilité exigée par les détenteurs de titres de dette doit augmenter la rentabilité des détenteurs de titres de capital.

C'est bien l'existence de deux types de créanciers qui détermine ce problème et non l'existence d'un écart entre les taux de rentabilité qu'ils exigent[371]. L'origine du problème réside bien dans le fait qu'il est possible de faire financer un investissement par certains créanciers et de faire profiter d'autres créanciers d'une partie du rendement espéré. La théorie financière que Modigliani et Miller appellent « traditionnelle », c'est-à-dire en réalité la théorie antérieure à 1958[372], en conclut que les entreprises endettées doivent être mieux valorisées que les entreprises non endettées[373] car il ne peut exister de différentiel entre les rentabilités des fonds propres de deux entreprises quelconques.

Modigliani et Miller démontrent dans leur article de 1958 que les entreprises endettées ne peuvent pas être évaluées différemment des entreprises non endettées.

[369] On appelle « structure financière » la composition du passif de l'entreprise, c'est-à-dire le rapport de la dette aux fonds propres.
[370] Modigliani et Miller veulent établir « the principles which govern rational investment and financial policy in a world of uncertainty » (1958, p. 263).
[371] Il est cependant nécessaire que les taux soient différents pour que le problème existe.
[372] Bien entendu, depuis la publication de leur article en 1958, c'est la théorie de Modigliani et Miller qui est devenue la théorie traditionnelle. Dans l'ensemble de ce texte, nous appellerons cependant « théorie traditionnelle » la théorie combattue par les deux auteurs.
[373] « The firm, acting rationally, will tend to push investment to the point where the marginal yield on physical assets is equal to the market rate of interest », Modigliani et Miller (1958, p. 261-2). Et dans la théorie « traditionnelle » ce comportement peut résulter indifféremment de deux critères de choix rationnel en univers certain : la maximisation des profits aussi bien que la maximisation de la valeur de marché.

L'idée est très intuitive : si l'on suppose deux entreprises possédant un capital productif strictement identique[374], leurs taux de profit doivent être les mêmes. Or, admettre un écart entre leurs valorisations respectives, alors que leurs résultats d'exploitation sont nécessairement les mêmes, revient à admettre un écart entre leurs taux de profits.

1.1. La théorie traditionnelle

Modigliani et Miller démontrent que, sous l'hypothèse de complétude du marché et d'absence d'impôts, la valeur d'une entreprise ne dépend pas de son mode de financement. Autrement dit, ils démontrent que la finance est neutre. Pour cela, ils caractérisent l'équilibre comme l'absence d'opportunités d'arbitrage. Dès lors, le revenu Y_1 d'un investisseur disposant de fonds F investis en actions d'une entreprise endettée est :

$$Y_1 = \alpha(\Pi - rD_1) \qquad (1)$$

Si l'on appelle α la part détenue par l'investisseur dans le capital de l'entreprise, Π le résultat d'exploitation espéré[375], r le taux d'intérêt et D_1 la dette de l'entreprise[376].

Supposons maintenant qu'il existe une autre entreprise dont le capital productif est exactement identique à celui de la première mais qui est financée exclusivement par fonds propres. L'investisseur peut vendre ses actions de la première entreprise et acheter un montant F des actions de la deuxième. Il obtiendrait alors un revenu $Y_2^{'}$ tel que :

---

[374] Ou encore un actif économique strictement identique. On caractérisera un « actif économique » ou « capital productif » par la série des flux futurs espérés de son exploitation. Miller (1988, p. 101) utilise l'expression « capital productif ».

[375] Il s'agit plus exactement de l'espérance mathématique de la valeur moyenne dans le temps du flux de revenu. Ce flux est une série temporelle de profits dont les éléments ne sont pas nécessairement constants et sont incertains. Ce flux doit cependant être regardé comme infini. En revanche, l'espérance mathématique Π est supposée constante dans le temps et perpétuelle (Modigliani et Miller, 1958, p. 265).

[376] Concernant les titres de dettes, Modigliani et Miller (1958, p. 268) spécifient les hypothèses suivantes : a) tous les titres de dette génèrent un revenu constant par période et certain, indépendamment de l'émetteur ; b) les obligations et les actions sont échangées sur un marché parfait, tous les titres de dette portant le même intérêt et le même nominal doivent donc s'échanger au même prix à l'équilibre. Dans l'ensemble des raisonnements, la valeur de marché de la dette est constante et exogène, ne dépendant que du taux d'intérêt donné r car les auteurs raisonnent en équilibre partiel.

$$Y_2^{'} = \frac{\alpha B_1}{B_2}\Pi = \frac{\alpha B_1}{V_2}\Pi \qquad (2)$$

Si l'on appelle B_2 la valeur des fonds propres de cette entreprise (qui est nécessairement supérieure à la valeur des fonds propres de l'entreprise 1 endettée), Π son résultat d'exploitation espéré qui est par hypothèse égal à celui de la première entreprise et V_2 la valeur totale de cette entreprise qui est égale à la valeur de ses fonds propres car elle n'est pas endettée.

Les revenus Y_1 et $Y_2^{'}$ ne peuvent pas être différents à l'équilibre puisqu'il ne doit pas subsister de possibilités d'arbitrage. Aussi, un revenu Y_1 supérieur au revenu $Y_2^{'}$ amènerait les investisseurs à vendre les actions de l'entreprise non endettée et acheter celles de l'entreprise endettée. La modification des cours amènerait alors les revenus à s'égaliser.

On a donc la condition :

$$\begin{aligned} & Y_1 = Y_2{'} \\ \Leftrightarrow\ & \alpha\left(\Pi - rD_1\right) = \frac{\alpha B_1}{V_2}\Pi \qquad (3) \\ \Leftrightarrow\ & \frac{\Pi}{V_2} = \frac{\left(\Pi - rD_1\right)}{B_1} = i \end{aligned}$$

Autrement dit, la rentabilité des fonds propres – notée i - doit être la même pour les investisseurs dans toutes les entreprises, si l'on fait abstraction des différences de risque.

La conséquence est que la valeur de l'entreprise endettée est alors :

$$\begin{aligned} & V_1 = B_1 + D_1 = \frac{\Pi}{i} - \frac{rD_1}{i} + D_1 \\ \Leftrightarrow\ & V_1 = V_2 + \left(1 - \frac{r}{i}\right)D_1 \end{aligned} \qquad (4)$$

L'entreprise endettée a donc une valeur plus grande que l'entreprise non endettée, à la condition que le taux d'intérêt soit inférieur à la rentabilité des fonds propres.

1.2. La démonstration de Modigliani et Miller

Mais on n'a pas tenu compte de la possibilité pour l'investisseur de s'endetter personnellement. Or, celui-ci peut reproduire dans son portefeuille le levier financier de l'entreprise endettée et acheter des titres de l'entreprise non endettée. Son revenu Y_2 devient :

$$\begin{aligned} Y_2 &= \frac{\alpha B_1 + \alpha \frac{D_1}{B_1} B_1}{B_2} \Pi - r\alpha \frac{D_1}{B_1} B_1 \\ Y_2 &= \alpha \left(\frac{B_1 + D_1}{B_2} \Pi - rD_1 \right) \\ Y_2 &= \alpha \left(\frac{V_1}{B_2} \Pi - rD_1 \right) \end{aligned} \qquad (5)$$

La condition de non-arbitrage s'écrit alors :

$$\begin{aligned} & Y_1 = Y_2 \\ \Leftrightarrow\ & \Pi - rD_1 = \frac{V_1}{B_2} \Pi - rD_1 \\ \Leftrightarrow\ & V_1 = B_2 = V_2 \end{aligned} \qquad (6)$$

Et il vient la conclusion de Modigliani et Miller en 1958 : sous l'hypothèse de marchés complets et de l'absence d'impôts, la valeur d'une entreprise ne dépend pas de son mode de financement[377].

Mais de quoi dépend-t-elle alors ? Nous avons dit que deux entreprises dont le capital productif est identique ont la même valeur. Cela a pour corollaire immédiat que le rapport du résultat d'exploitation espéré à la valeur de l'entreprise doit être le même pour toutes les entreprises. Pour illustrer cela, considérons l'entreprise précédente dont le résultat d'exploitation espéré est Π et supposons qu'il existe une autre entreprise dont le résultat d'exploitation espéré est $\beta\Pi$. La condition de non-arbitrage s'écrit :

$$\begin{aligned} & \alpha\Pi = \frac{\alpha V_2}{V_1} \beta\Pi \\ \Leftrightarrow\ & V_1 = \beta V_2 \end{aligned} \qquad (7)$$

[377] « The market value of any firm is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate p_k appropriate to its class » (Modigliani, p. Miller, 1958, p. 268).

Et l'égalité des rapports Π/V est vérifiée. Si l'on appelle ρ ce rapport, qui doit donc être le même pour toutes les entreprises[378], on peut exprimer la valeur d'une entreprise :

$$V = \frac{1}{\rho}\Pi \qquad (8)$$

La valeur d'une entreprise dépend d'une part du facteur $1/\rho$ qui est déterminé sur le marché financier et des caractéristiques purement économiques de son capital productif[379]. Le facteur ρ est le *coût moyen du capital*.

Ce résultat va dès lors amener Modigliani et Miller à prendre logiquement le contre-pied total de la théorie traditionnelle dans leur proposition II.

Ce résultat auquel aboutissent Modigliani et Miller en 1958 peut être directement obtenu à l'aide de l'hypothèse d'unicité du prix. Miller affirme d'ailleurs (1988, p. 102) que l'article de 1958 n'est que l'extension de cette hypothèse au marché financier. Il écrit :

> Notre proposition I affirmant que la valeur d'une firme est indépendante de la structure de son financement (c'est-à-dire de son ratio dette/fonds propres) est acceptée comme une conséquence de l'équilibre sur des marchés de capitaux parfaits (Miller, 1988, p. 99).

Les investisseurs peuvent en effet, dans leur portefeuille, transformer une entreprise non endettée en entreprise utilisant un levier financier, et vice-versa. Or deux biens identiques doivent avoir le même prix.

On considère – comme on l'a fait jusqu'à présent – une entreprise 1 endettée avec un levier D/B et une entreprise 2 non endettée, dont le capital productif est le même et est représenté par le revenu périodique Π. Si l'investisseur s'endette personnellement de sorte qu'il reproduise dans son portefeuille le levier financier de

[378] En réalité, Modigliani et Miller (1958) ne simplifient pas les choses ainsi. Pour eux, il est possible de diviser les entreprises en groupes à « rentabilité équivalente », qu'ils appellent des « classes de risque». Les rentabilités sur les actions émises par deux entreprises quelconques d'une même classe quelconque sont proportionnelles. Autrement dit, les rendements des actions d'une même classe sont identiques, à un facteur scalaire prêt. Pour le dire d'une autre manière encore, le quotient du rendement réel sur le rendement espéré a la même distribution de probabilité pour toutes les entreprises d'une même classe. Les cash-flow d'entreprises appartenant à la même classe de risque sont, par hypothèse, parfaitement corrélés, de sorte qu'ils sont des substituts parfaits pour l'investisseur (Miller, 1988 : 103). Mais les caractéristiques des flux sont différentes entre les classes. Aussi, Miller pense-t-il pouvoir dire que chaque classe de risque correspond à une branche d'activité.

[379] « The average cost of capital to any firm is completely independent of its capital structure an dis equal to the capitalization rate of a pure equity stream of its class » (Modigliani et Miller, 1958, p. 268-9).

l'entreprise 1, c'est-à-dire à hauteur $D/B \times F$ où F est son fonds d'investissement, et qu'il achète des actions de l'entreprise 2 non endettée, il a alors dupliqué les actions de l'entreprise 1 endettée en achetant des actions de l'entreprise 2. De la même manière, si l'investisseur achète avec son fonds F des actions de l'entreprise 1 endettée et une part équivalente de la dette de cette entreprise, il a dupliqué les actions de l'entreprise 2 non endettée en achetant des actions et de la dette de l'entreprise 1 endettée. En effet, les intérêts perçus sur les titres de dette compensent alors les intérêts payés par l'entreprise endettée.

2. Conséquences de l'indifférence au mode de financement

Deux propositions peuvent maintenant être dérivées de la première.

2.1. La rentabilité des fonds propres d'une entreprise dépend de sa structure financière

On connaît l'expression du coût moyen du capital :

$$\rho = \frac{\Pi}{V} \qquad (9)$$

Or, Modigliani et Miller cherchent l'expression du taux de rentabilité des fonds propres que l'on a appelé i auparavant, on a ainsi :

$$\begin{aligned} & i = \frac{\Pi - rD}{B} \\ \Leftrightarrow\ & i = \frac{\Pi V}{VB} - r\frac{D}{B} \\ \Leftrightarrow\ & i = \rho\left(1 + \frac{D}{B}\right) - r\frac{D}{B} \qquad (10) \\ \Leftrightarrow\ & i = \rho + \rho\frac{D}{B} - r\frac{D}{B} \\ \Leftrightarrow\ & i = \rho + (\rho - r)\frac{D}{B} \end{aligned}$$

Contrairement à la théorie traditionnelle[380], la rentabilité des fonds propres (qui est le coût des fonds propres du point de vue de l'entreprise) est ici une fonction

[380] Dans la vision « traditionnelle », toutes choses égales par ailleurs, le « earnings-price ratio » du capital d'une firme ne sera que peu affecté par des montants « modérés » de dette dans la structure de

croissante du levier financier, indépendamment de la prise en compte du risque supplémentaire ou, plus exactement, à risque égal. C'est la proposition II de Modigliani et Miller, qu'ils annoncent comme la partie réellement nouvelle (Modigliani et Miller, 1958, p. 271) de leur contribution.

La conséquence de cette proposition est très forte : il n'existe pas de structure financière optimale, comportant une certaine part de dette, que les dirigeants doivent s'efforcer d'atteindre par l'endettement de leur entreprise. En effet, le recours à un endettement accru augmente l'exigence de rentabilité *i* des actionnaires, et non la valeur de l'entreprise. Au contraire, Modigliani et Miller (1958, p. 279) affirment comme conséquence de leur démonstration, que toutes les structures financières sont équivalentes du point de vue du coût du capital.

Cette proposition permet de résoudre le paradoxe qui veut que le mode de financement soit neutre (proposition I) alors que la dette coûte parfois 4% là où les fonds propres en coûtent peut-être 15%. Pourquoi le mode de financement est-il indifférent alors que les coûts des différents modes de financement sont différents ? Pour Miller (1988, p. 100), la proposition sur l'expression du taux de rentabilité des fonds propres permet de lever ce paradoxe :

> The paradox of indifference in the face of such huge spreads in the apparent cost of financing was resolved by our Proposition II, which showed that when Proposition I held, the cost of equity capital was a linear increasing function of the debt/equity ratio (Miller, 1988, p. 100).

L'interprétation de ce résultat ne pose pas de difficulté. Lorsqu'une entreprise décide de financer un nouvel investissement par un emprunt, elle augmente son résultat d'exploitation de la différence entre la rentabilité de cet investissement et les intérêts du nouvel emprunt. Comme Modigliani et Miller supposent que le taux d'intérêt est constant, le coût moyen du capital pour l'entreprise considérée ne peut lui-même rester constant - comme l'exige la proposition I - que si la rentabilité des fonds propres *i* augmente[381]. En effet, l'augmentation du levier financier qui résulte de cet investissement nouveau, alourdit la part des capitaux à faible coût (la dette) dans le financement de l'entreprise. Cela ne peut être compensé que par une hausse

capital de la firme (Modigliani et Miller, 1958, p. 276). Et, en conséquence, la valeur d'une entreprise doit tendre à augmenter avec la part de la dette à son passif et le coût du capital n'est pas indépendant de la structure financière de l'entreprise considérée.

[381] « Our propositions implied that the weighted average of these costs of capital to a firm would remain the same no matter what combination of financing soures the firm actually choose » (Miller, 1988, p.100).

du coût des capitaux à coût élevé (les fonds propres). Inversement, si la rentabilité des fonds propres reste constante, alors le coût moyen du capital est une fonction décroissante du levier financier, et les entreprises ont intérêt à s'endetter.

2.2. La décision d'investissement

Enfin, Modigliani et Miller déduisent des deux premières propositions une proposition sur le comportement des entreprises. On peut la dire ainsi : quel que soit le mode de financement d'un investissement nouveau, celui-ci doit être réalisé si et seulement si sa rentabilité anticipée est supérieure ou égale au coût moyen du capital[382]. Il existe trois modes de financement : par émission d'obligations, par émission d'actions ou par autofinancement, c'est-à-dire en retenant les bénéfices. Dans chacun de ces trois cas, la proposition reste valable.

En effet, dans le cas du financement d'un investissement d'un montant I par l'émission d'obligations, la hausse Δ de la valeur de marché de l'entreprise est donnée par :

$$\Delta = \left(\frac{\Pi_0 + \rho_I I}{\rho} - D_0 - I \right) - \left(\frac{X_0}{\rho} - D_0 \right)$$
$$\Delta = \frac{\rho_I I}{\rho} - I \qquad (11)$$

Où Π_0 est le rendement espéré avant l'investissement et ρ_I la rentabilité de l'investissement. Dans le cas d'un auto-financement (« retained earnings »), on a :

$$\Delta = \left(\frac{\Pi_0 + \rho_I I}{\rho} - D_0 \right) - \left(\frac{\Pi_0}{\rho} - D_0 + I \right)$$
$$\Delta = \frac{\rho_I I}{\rho} + I \qquad (12)$$

Enfin, dans le cas d'un financement par émission d'actions, si l'on appelle N le nombre d'actions existantes et M le nombre d'actions émises, on a la hausse de la valeur d'une action :

[382] « The cut-off point for investment in the firm will in all cases be p_k and will be completely unaffected by the type of security used to finance the investment » (Modigliani et Miller, 1958, p. 288).

$$\Delta_u = \frac{1}{N+M}\left(\frac{\Pi_0 + \rho_I I}{\rho} - D_0\right) - \frac{1}{N}\left(\frac{\Pi_0}{\rho} - D_0\right)$$

$$\Delta_u = \left(\frac{1}{N+M} - \frac{1}{N}\right)\left(\frac{\Pi_0}{\rho} - D_0\right) + \left(\frac{1}{N+M}\right)\frac{\rho_I I}{\rho}$$

$$\Delta_u = \frac{-M}{N(N+M)}\left(\frac{\Pi_0}{\rho} - D_0\right) + \left(\frac{1}{N+M}\right)\frac{\rho_I I}{\rho} \qquad (13)^{383}$$

$$\Delta_u = \frac{-I}{N+M} + \left(\frac{1}{N+M}\right)\frac{\rho_I I}{\rho}$$

$$\Delta_u = \frac{1}{N+M}\left(\frac{\rho_I I}{\rho} - I\right)$$

Dans les trois cas, la hausse de la valeur de marché est donc positive si et seulement si $\rho_I > \rho$. Un investissement permet d'augmenter la valeur des actions si et seulement si la rentabilité propre de cet investissement est supérieure au coût moyen du capital pour cette entreprise. Le dirigeant d'une entreprise doit donc réaliser tous les investissements dont il a l'opportunité et dont la rentabilité propre est supérieure au coût moyen du capital.

3. La neutralité de la finance et l'investissement global

Il est temps maintenant de revenir à la question qui nous occupait lorsque nous nous sommes penchés sur les travaux de Modigliani et Miller, c'est-à-dire la neutralité de la finance. Un modèle simple doit permettre de montrer que le théorème de Modigliani et Miller est un bon critère de la neutralité financière. Plus précisément, il s'agit de montrer que, lorsqu'on passe d'un monde sans finance à un monde dans lequel la sphère financière s'intercale entre l'épargne et l'investissement, ni le niveau ni la structure de l'investissement global ne sont modifiés si les propositions de Modigliani et Miller sont respectées.

[383] On peut passer de l'avant-dernière ligne à la dernière car on a la relation :
$$I = \left(\frac{\Pi_0}{\rho} - D_0\right)\frac{M}{N}$$

3.1. Le cas classique : une économie sans finance

Soit une économie à deux secteurs, chaque secteur étant représenté par une entreprise unique. On appelle r le taux d'intérêt, Π_i le profit de la branche i et I_i l'investissement dans la branche i. On suppose que chaque entreprise (et donc chaque secteur) dispose, au moment de décider du montant de son investissement, d'un ensemble d'investissements réalisables, classés par ordre décroissant de leurs taux de rendement.

Chaque secteur est caractérisé par une fonction $f_i(I_i)$ qui associe au montant d'investissement I_i le profit supplémentaire qu'il génère. Ce profit supplémentaire dépend donc de l'ensemble des investissements réalisables, les investissements dont le taux de rendement est le plus élevé étant réalisés avant ceux dont le taux de rendement est moindre.

Dans un monde sans finance, chaque entreprise est détenue et gérée par un capitaliste-entrepreneur. Les investissements les plus intéressants sont réalisés en premier. Après la réalisation de la totalité de l'investissement global, les taux de rendement des investissements les moins rentables de chaque secteur doivent être identiques. Si l'on suppose que tout le profit est accumulé, l'investissement dans chaque secteur est donné par le système :

$$\begin{cases} f_1'(I_1) = f_2'(I_2) \\ I_1 + I_2 = \Pi_1 + \Pi_2 = \Pi \end{cases} \qquad (14)$$

Enfin, on appelle γ la part du secteur 1 dans l'investissement global. Ainsi, γ représente la structure de l'investissement global. Ici, en appelant I l'investissement global, γ est donné par le système :

$$\begin{cases} f_1'(\gamma I) = f_2'((1-\gamma)I) \\ I = \Pi \end{cases} \Leftrightarrow f_1'(\gamma\Pi) = f_2'((1-\gamma)\Pi) \qquad (15)$$

3.2. Une économie avec crédit mais sans actions

Si maintenant on introduit le crédit dans cette économie[384], chaque capitaliste peut choisir d'investir soit dans son propre secteur soit de prêter à l'entrepreneur de l'autre secteur. Ici, les fonctions de capitaliste et d'entrepreneur ne sont toujours pas

[384] Par crédit, nous entendons exclusivement l'émission de titres de dette négociés sur le marché financier. Le crédit bancaire n'entre pas en compte ici, ni les banques de manière générale.

distinctes. En laissant de côté la question du risque, il est clair que chaque capitaliste a intérêt à réaliser dans son propre secteur tous les investissements possibles dont le taux de rentabilité est supérieur au taux d'intérêt. L'éventuel excédent d'épargne doit être prêté ; si au contraire l'épargne est insuffisante, l'entrepreneur doit emprunter des fonds à l'autre secteur.

L'investissement dans chaque secteur est ainsi donné par le système :

$$\begin{cases} f_1'(I_1) = r \\ f_2'(I_2) = r \\ (I_1 - \Pi_1) + (I_2 - \Pi_2) = 0 \end{cases} \qquad (16)$$

On peut remarquer que, dans ce cas, le taux d'intérêt r se confond avec le coût moyen du capital ρ. Ici, la troisième équation représente l'équilibre du crédit. Le système peut aussi s'écrire :

$$\begin{cases} f_1'(I_1) = f_2'(I_2) \\ I_1 + I_2 = \Pi_1 + \Pi_2 = \Pi \end{cases} \qquad (17)$$

On retrouve donc la même équation que précédemment. De même en ce qui concerne la structure de l'investissement global.

3.3. Une économie avec finance dans le cadre de Modigliani et Miller

Enfin, il reste à s'intéresser au cas le plus complet, c'est-à-dire celui où entrepreneurs et capitalistes sont distincts. Les premiers gèrent les entreprises et réalisent des investissements en levant des fonds soit sur le marché des actions soit sur le marché de la dette. Ils versent l'intégralité du profit généré par l'entreprise qu'ils dirigent aux actionnaires. L'ensemble du financement des investissements passe donc par le marché financier.

Pour le moment, afin de simplifier l'exposé, on suppose que les capitalistes sont indifférents entre les titres de dette et les actions pour leur placement. La répartition de leur demande de titres sur chacun des deux marchés primaires est donc celle de l'offre de ces titres sur les mêmes marchés. Les capitalistes s'adaptent en quelque sorte aux décisions prises par les entrepreneurs concernant la répartition de leur demande de financement entre actions et titres de dette.

Chaque entrepreneur prend ses décisions de sorte à maximiser la valeur des actions de l'entreprise. En effet, puisqu'il est nommé par les actionnaires, il cherche à augmenter leur richesse.

On se place tout d'abord dans le cadre des propositions de Modigliani et Miller. On appelle λ la part du financement par fonds propres (émission d'actions) et, par conséquence, $(1-\lambda)$ est la part du financement par dette. Pour un investissement I_i, la variation de la valeur d'une action de l'entreprise i est donnée par[385] :

$$\Delta_u = \left(\frac{\Pi_i + f_i(I_i)}{\rho} - (1-\lambda_i) I_i \right) \frac{1}{N_i + M_i} - \left(\frac{\Pi_i}{\rho} \right) \frac{1}{N_i} \qquad (18)$$

On a d'autre part la relation :

$$\lambda_i I_i = \frac{\Pi_i}{\rho N_i} M_i \qquad (19)$$

On peut donc continuer le calcul :

$$\begin{aligned}
\Delta_u &= \left(\frac{1}{N_i + M_i} - \frac{1}{N_i} \right) \frac{\Pi_i}{\rho} + \left(\frac{f_i(I_i)}{\rho} - (1-\lambda_i) I_i \right) \frac{1}{N_i + M_i} \\
\Delta_u &= \left(\frac{-M_i}{N_i (N_i + M_i)} \right) \frac{\Pi_i}{\rho} + \left(\frac{f_i(I_i)}{\rho} - (1-\lambda_i) I_i \right) \frac{1}{N_i + M_i} \\
\Delta_u &= \frac{1}{N_i + M_i} \left(-\lambda_i I_i + \frac{f_i(I_i)}{\rho} - (1-\lambda_i) I_i \right) \\
\Delta_u &= \frac{1}{N_i + M_i} \left(\frac{f_i(I_i)}{\rho} - I_i \right)
\end{aligned} \qquad (20)$$

L'entrepreneur cherche donc à maximiser cette valeur. Elle est maximale lorsque la dérivée est nulle, soit :

$$\begin{aligned}
&\frac{d\Delta_u}{dI_i} = \frac{1}{N_i + M_i} \left(\frac{f_i'(I_i)}{\rho} - 1 \right) = 0 \qquad (21) \\
&\Leftrightarrow f_i'(I_i) = \rho
\end{aligned}$$

On a donc les comportements d'investissement des deux secteurs :

$$\begin{cases} f_1'(I_1) = \rho \\ f_2'(I_2) = \rho \end{cases} \qquad (22)$$

Comme on a supposé que les capitalistes ajustent leur demande en actions et obligations en fonction de l'offre des entrepreneurs, l'équilibre sur le marché financier s'écrit simplement :

[385] Il s'agit ici du même calcul que celui que font Modigliani et Miller à propos de la décision d'investissement, présenté page 9 de ce texte. Les notations sont les mêmes dans les deux calculs.

$$\lambda_1 I_1 + \lambda_2 I_2 + (1-\lambda_1) I_1 + (1-\lambda_2) I_2 = \Pi \Leftrightarrow I_1 + I_2 = \Pi \qquad (23)$$

Finalement, les investissements de chaque secteur sont donnés par le même système que dans le monde sans finance. Le système à résoudre est en effet :

$$\begin{cases} f_1'(I_1) = f_2'(I_2) \\ I_1 + I_2 = \Pi \end{cases} \qquad (24)$$

De même, la structure de l'investissement γ n'est pas modifiée par l'introduction de la finance, lorsque l'on accepte les propositions de Modigliani et Miller. Ici, la finance est neutre puisque son introduction n'a modifié ni le niveau ni la structure de l'investissement global.

3.4. Une économie avec finance dans le cadre « traditionnel »

En revanche, le calcul est modifié lorsque l'on rejette les propositions de Modigliani et Miller et que l'on se place dans le cadre de la théorie « traditionnelle ». En effet, c'est maintenant la rentabilité des fonds propres – appelée i – qui doit être la même dans les deux secteurs. La variation de la valeur d'une action de l'entreprise j devient alors :

$$\Delta_u' = \left(\frac{\Pi_j + f_j(I_j) - r(1-\lambda_j) I_j}{i} \right) \frac{1}{N_j + M_j} - \left(\frac{\Pi_j}{i} \right) \frac{1}{N_j} \qquad (25)$$

On a d'autre part la relation :

$$\lambda_j I_j = \frac{\Pi_j}{i N_j} M_j \qquad (26)$$

On peut donc continuer le calcul de la même manière que précédemment et l'on obtient :

$$\Delta_u' = \left(\frac{f_j(I_j) - r(1-\lambda_j) I_j}{i} - \lambda_j I_j \right) \frac{1}{N_j + M_j} \qquad (27)$$

La hausse de la valeur est maximale quand la dérivée s'annule, soit :

$$\begin{aligned} &\frac{d\Delta_u'}{dI_j} = \frac{1}{N_j + M_j} \left(\frac{f_j'(I_j) - r(1-\lambda_j)}{i} - \lambda_j \right) = 0 \\ &\Leftrightarrow f_j'(I_j) - r(1-\lambda_j) = i\lambda_j \qquad (28) \\ &\Leftrightarrow f_j'(I_j) = i\lambda_j + r(1-\lambda_j) \\ &\Leftrightarrow f_j'(I_j) = r + (i-r)\lambda_j \end{aligned}$$

Cette dernière égalité montre le choix optimal de l'entrepreneur lorsqu'on se situe dans le cadre de la théorie traditionnelle. Cependant, le facteur λ_j est en réalité un paramètre : l'entrepreneur peut le modifier afin de maximiser la hausse de la valeur des actions. La finance modifie donc la structure de l'investissement global lorsqu'on se place dans le cadre de la théorie « traditionnelle », car l'investissement dans chaque secteur dépend de son mode de financement, représenté ici par le facteur λ.

En regardant de plus près la condition d'optimalité dans le cadre de la théorie « traditionnelle », on s'aperçoit que, là aussi, le taux de rendement de l'investissement marginal doit être égal au coût moyen du capital. La signification est pourtant totalement différente. En effet, dans ce dernier cadre, le taux d'intérêt aussi bien que le taux de rentabilité des fonds propres i sont constants, toute variation du facteur λ_j modifie donc le coût moyen du capital, qui est ainsi différent pour chaque secteur. Au contraire, le coût moyen du capital est un facteur constant pour Modigliani et Miller. On voit ici que le financement par dette – c'est-à-dire λ_j petit – diminue le coût moyen du capital car il alourdit la part du passif dont le coût (le taux d'intérêt) est relativement plus faible. Le financement par dette augmente donc le montant d'investissements réalisables, en même temps que la valeur de l'entreprise.
Mais Modigliani et Miller ajoutent que le financement par dette augmente aussi le coût des fonds propres, c'est-à-dire le taux de rentabilité des fonds propres i, de sorte que le gain obtenu en favorisant le financement relativement bon marché (la dette) est compensé par l'augmentation du coût des fonds propres.

Dans la vision traditionnelle, la finance modifie la structure de l'investissement global. Formellement, les montants d'investissements sont déterminés par le système :

$$\begin{cases} f_1'(I_1) = r + (i - r)\lambda_1 \\ f_2'(I_2) = r + (i - r)\lambda_2 \\ I_1 + I_2 = \Pi \end{cases} \qquad (29)$$

où I_1, I_2 et r sont les variables du systèmes et λ_1 et λ_2 des paramètres dépendant des choix des entrepreneurs. La structure de l'investissement global, représentée par le facteur γ défini précédemment, est donnée par :

$$\begin{cases} f_1'(\gamma\Pi) = r + (i - r)\lambda_1 \\ f_2'((1-\gamma)\Pi) = r + (1 - r)\lambda_2 \end{cases} \qquad (30)$$

Encore une fois, on constate que l'introduction de la finance dans le modèle, lorsqu'on se place dans le cadre de la théorie « traditionnelle », modifie la structure de l'investissement global[386]. Au contraire, lorsque les propositions de Modigliani et Miller sont vérifiées, on peut affirmer que la finance est neutre : elle ne modifie ni le niveau[387] ni la structure de l'investissement global.

[386] Il faudrait bien entendu, à ce stade, déterminer les niveaux optima des facteurs λ. Ce travail est en cours.

[387] Le niveau de l'investissement global est constant par définition dans notre modèle, car nous avons supposé que l'investissement global est égal au profit global.

Annexe B

« A Growth Cycle » : un exposé

a) Les deux sources du modèle de Goodwin : Marx et Lotka-Volterra

Le modèle que Goodwin publie en 1967 est un modèle dynamique de cycle qui trouve explicitement son origine dans *Le capital* de Karl Marx. Goodwin (1967, p. 58) écrit ainsi que son modèle représente « what Marx meant by the contradiction of capitalism and its transitory resolution in booms and slumps ».

Dans le chapitre 25 du livre premier du *Capital*, Marx met ainsi clairement en avant l'existence d'un mécanisme cyclique par lequel « le mécanisme de la production capitaliste écarte spontanément les obstacles qu'il lui arrive parfois de créer » (Marx, 1875, chap. 25).

Marx part de l'hypothèse d'une composition organique constante du capital, c'est-à-dire d'un ratio capital-production et d'une productivité du travail tous deux constants. Dès lors, l'accumulation du capital doit nécessairement augmenter la demande de travail. Si le taux de croissance de la demande de travail est supérieur au taux de croissance démographique, alors le taux de salaire augmente. Mais la hausse du taux de salaire, en entraînant la baisse du taux de profit, ralentit le rythme de l'accumulation :

> Le taux des salaires s'est élevé grâce à un accroissement du capital supérieur à celui du travail offert. Il n'y a qu'une alternative : ou les salaires continuent à monter […] ou bien, émoussant l'aiguillon du gain, la hausse progressive des salaires commence à retarder la marche de l'accumulation qui va en diminuant, mais cette diminution même en fait disparaître la cause première, à savoir l'excès en capital comparé à l'offre de travail. Dès lors le taux du salaire retombe à un niveau conforme aux besoins de la mise en valeur du capital (Marx, 1875, chap. 25).

Le ralentissement du rythme de l'accumulation rend le taux de croissance démographique supérieur au taux de croissance de la demande de travail, et les salaires diminuent. Le mouvement est cyclique : la diminution des salaires rétablit un rythme d'accumulation élevé qui conduira inévitablement à une nouvelle hausse des salaires.

C'est ce modèle de croissance cyclique exposé de manière littéraire par Marx que Goodwin se propose de formaliser. Pour cela, il utilise le modèle prédateur-proie[388] proposé par Lotka en 1925 et Volterra en 1926.

Dans ce modèle, on suppose que le taux de croissance démographique des proies est une fonction décroissante de la densité des prédateurs mais que ce taux est positif en leur absence. En revanche, le taux de croissance démographique des prédateurs est une fonction croissante de la densité des proies et ce taux est négatif en leur absence car les prédateurs dépendent des proies pour survivre et se reproduire.

Si on note n le nombre des proies et m le nombre des prédateurs on obtient le système :

$$\begin{cases} \frac{dn}{dt} \cdot \frac{1}{n} = \alpha - am \\ \frac{dm}{dt} \cdot \frac{1}{m} = -\beta + bn \end{cases}$$

Soit le système de deux équations différentielles caractéristique du cas de Lotka-Volterra :

$$\begin{cases} \frac{dn}{dt} = (\alpha - am)n \\ \frac{dm}{dt} = (-\beta + bn)m \end{cases}$$

Nous verrons par la suite que dans le modèle de Goodwin que nous étudions ici, le taux de salaire va jouer le rôle du prédateur : il augmente lorsque le taux d'emploi augmente. En revanche, le taux d'emploi va jouer le rôle de la proie : il augmente sous l'effet de l'accumulation mais la hausse du taux de salaire tend à le faire diminuer puisqu'il ralentit l'accumulation alors que la population continue de croître.

b) Les bases du modèle Marx-Goodwin

Goodwin envisage un modèle économique classique très simple. A partir d'un volume de travail l et d'un volume de capital k donné (hypothèse[389] n° 3) ainsi que

[388] Le modèle a pour origine une étude du poisson et de ses prédateurs en Adriatique par Volterra. Les références du modèle d'origine sont : LOTKA A. J. (1925), *Elements of physical biology*, Baltimore : Williams & Wilkins Co et VOLTERRA V. (1926), *Variazioni e fluttuazioni del numero d'individui in specie animali conviventi*, Mem. R. Accad. Naz. Dei Lincei, VI, 2.

[389] Goodwin commence son texte de 1967 en exposant les sept hypothèses de son modèle. Nous donnons ici les sept hypothèses au fur et à mesure de leur utilisation dans la démonstration, en les

de techniques de production données et constantes (hypothèse n° 6), représentées par le quotient capital/production $\sigma = k/q$, les capitalistes réalisent une production q. On a donc l'égalité :

$$q = \frac{k}{\sigma}$$

$$(1-u)q = \frac{dk}{dt}$$

Où u est la part des salaires dans le produit.

Le niveau d'emploi qui correspond à cette production est donné par la productivité du travail $a = q/l$. Le taux de salaire réel w étant donné et constant, les volumes respectifs des salaires et des profits sont déterminés. Les capitalistes récupèrent un profit qu'ils investissent intégralement (hypothèse n° 5) pour produire davantage. Le seul changement entre deux périodes provient de cette accumulation, qui est le moteur du système.

Comme on sait que le ratio « capital-output » est constant, on peut écrire et déduire :

$$\sigma = \frac{k}{q} = \frac{\frac{dk}{dt}}{\frac{dq}{dt}} \Leftrightarrow \frac{dk}{dt}\cdot\frac{1}{k} = \frac{dq}{dt}\cdot\frac{1}{q} = \frac{(1-u)q}{k} = \frac{1-u}{\sigma}$$

Si les données sont telles qu'il existe un profit alors celui-ci s'accumule, ce qui fait croître le capital, la production et l'emploi. Lorsqu'on s'approche du plein-emploi, le taux de salaire augmente progressivement (hypothèse n° 7) et le taux de profit diminue. Aussi, le capital s'accumule à un rythme de plus en plus lent. Finalement, on arrive à un état stationnaire où le taux de profit fluctue autour de zéro et le taux d'emploi fluctue autour du niveau qui annule le profit.

Un tel modèle d'accumulation aboutit nécessairement à une impasse car la demande de travail croît avec l'accumulation du capital alors que l'offre de travail reste constante. En réalité, Goodwin suppose qu'il y a deux facteurs exogènes qui permettent d'éviter cette impasse en libérant de la main d'œuvre disponible :

- Le progrès technique, qui permet d'accroître la productivité du travail, permet de produire davantage sans augmenter la demande de travail.

---

numérotant comme dans Goodwin (1967). Seule l'hypothèse n° 4 ne figure pas ici : toutes les quantités sont réelles et nettes.

L'accumulation du capital peut ainsi se poursuivre avec une demande de travail constante.

- La croissance démographique augmente l'offre de travail.

Dès lors, les données du problème sont modifiées : la hausse de la demande de travail qui résulte de l'accumulation du capital tend à augmenter le taux d'emploi et donc le taux de salaire, mais la hausse de la productivité du travail qui résulte du progrès technique et la hausse de l'offre de travail qui résulte de la croissance démographique tendent à diminuer le taux d'emploi. Ainsi, la hausse du taux de salaire dépend du poids relatif de ces trois facteurs : croissance de la productivité du travail, croissance de l'offre de travail, croissance de la production, ou encore : progrès technique, croissance démographique et accumulation.

La croissance démographique se traduit par une augmentation continue et exogène de l'offre de travail (hypothèse n° 2). Goodwin appelle n l'offre de travail, qui est définie par la relation :

$$n = n_0 e^{\beta t} \text{ qui implique } \frac{dn}{dt} = \beta n$$

Le progrès technique se traduit par une augmentation continue et exogène de la productivité du travail (hypothèse n° 1). Goodwin appelle a la productivité du travail, qui est définit par les relations :

$$a = \frac{q}{l} = a_0 e^{\alpha t} \text{ qui implique } \frac{da}{dt} = \alpha a$$

Si on appelle v le taux d'emploi, on a alors :

$$v = \frac{l}{n} \text{ avec } \frac{dv}{dn} < 0 \text{ et } \frac{dv}{da} < 0$$

Le phénomène cyclique provient de ce que le taux de salaire agit sur le taux d'accumulation. En effet, la hausse du taux de salaire qui résulte de la hausse du taux d'emploi, tend à faire baisser le taux de profit et donc le taux d'accumulation. La baisse du taux d'accumulation fait baisser le taux d'emploi et donc baisser le taux de salaire. Inversement, la baisse du taux de salaire, qui résulte de la baisse du taux d'accumulation, tend à faire augmenter le taux de profit et donc le taux d'accumulation. La hausse du taux d'accumulation fait augmenter le taux d'emploi et donc le taux de salaire.

En somme, il existe deux variables endogènes, le taux de salaire et le taux d'emploi, qui agissent l'une sur l'autre.

c) Le taux d'emploi

Le taux d'emploi v est le rapport entre la demande et l'offre de travail. Il reste donc à déterminer ces deux valeurs.

On a vu que la variation dans la demande de travail est due à l'accumulation du capital et à l'augmentation de la production qui en résulte d'une part et, d'autre part, au progrès technique qui diminue la quantité de travail nécessaire pour un niveau donné de la production. Soit :

$$l = \frac{q}{a}$$

Par une dérivation logarithmique, on obtient :

$$\frac{dl}{dt} \cdot \frac{1}{l} = \frac{dq}{dt} \cdot \frac{1}{q} - \frac{da}{dt} \cdot \frac{1}{a} = \frac{1-u}{\sigma} - \alpha$$

Cette relation montre clairement que la demande de travail est une fonction croissante du taux de profit et du niveau de la production, et une fonction décroissante du progrès technique.

La variation dans l'offre de travail est exclusivement due à la croissance démographique. On a déjà vu que l'on a la relation :

$$\frac{dn}{dt} \cdot \frac{1}{n} = \beta$$

On déduit de ces deux égalités une expression du taux d'emploi en fonction de la part des salaires dans le produit :

$$\frac{dv}{dt} \cdot \frac{1}{v} = \frac{1-u}{\sigma} - \alpha - \beta = \frac{1}{\sigma} - (\alpha + \beta) - \frac{1}{\sigma} u$$

Et l'on obtient la première équation différentielle :

$$\frac{dv}{dt} = \left[\frac{1}{\sigma} - (\alpha + \beta) - \frac{1}{\sigma} u \right] v$$

d) La part des salaires dans le produit

La première équation différentielle nous donne une expression du taux d'emploi en fonction d'une autre variable u qui est la part des salaires dans le produit. Il nous faut donc maintenant déterminer cette variable.

On sait déjà que u est la part des salaires dans le produit, soit :

$$u = \frac{lw}{q} = \frac{w}{a}$$

L'hypothèse n° 7 nous indique que le taux de salaire réel augmente lorsqu'on approche du plein-emploi. Comme on s'intéresse aux variations du niveau de l'emploi autour du plein-emploi, Goodwin propose d'utiliser une approximation linéaire de w :

$$\frac{dw}{dt} \cdot \frac{1}{w} = -\gamma + \rho v$$

On en déduit une expression de la part des salaires dans le produit en fonction du taux d'emploi :

$$\frac{du}{dt} \cdot \frac{1}{u} = -\gamma + \rho v - \alpha = -(\alpha + \gamma) + \rho v$$

Et l'on obtient la deuxième édition différentielle :

$$\frac{du}{dt} = [-(\alpha + \gamma) + \rho v]u$$

e) Le système d'équations différentielles

Nous avons donc le système d'équations différentielles suivant :

$$\begin{cases} \dfrac{dv}{dt} = \left[\dfrac{1}{\sigma} - (\alpha + \beta) - \dfrac{1}{\sigma}u\right]v \\ \dfrac{du}{dt} = [-(\alpha + \gamma) + \rho v]u \end{cases}$$

En multipliant membre à membre on obtient :

$$\frac{du}{dt} \cdot \frac{1}{u}\left[\frac{1}{\sigma} - (\alpha + \beta) - \frac{1}{\sigma}u\right] = [-(\alpha + \gamma) + \rho v]\frac{dv}{dt} \cdot \frac{1}{v}$$

$$\Leftrightarrow \left[\frac{1}{\sigma} - (\alpha + \beta)\right]\frac{du}{dt} \cdot \frac{1}{u} - \frac{1}{\sigma}\frac{du}{dt} = -(\alpha + \gamma)\frac{dv}{dt} \cdot \frac{1}{v} + \rho\frac{dv}{dt}$$

On pose H une constante quelconque et :

$$\theta_1 = \frac{1}{\sigma}$$

$$\theta_2 = \rho$$

$$\eta_1 = \frac{1}{\sigma} - (\alpha + \beta)$$

$$\eta_2 = \alpha + \gamma$$

En intégrant une première fois, on obtient :

$$\eta_1 \ln u - \theta_2 u = \ln H - \eta_2 \ln v + \theta_2 v$$
$$\Leftrightarrow \ln\left(u^{\eta_1} e^{-\theta_1 u}\right) = \ln\left(H v^{-\eta_2} e^{\theta_2 v}\right)$$
$$\Leftrightarrow \phi(u) = u^{\eta_1} e^{-\theta_1 u} = H v^{-\eta_2} e^{\theta_2 v} = H\psi(v)$$

On a ainsi obtenu la condition que le système doit respecter. Si l'on connaît la part des salaires dans le produit, le taux d'emploi est déterminé et inversement.

Comme on sait que $\ln\phi(u) = \ln\left(u^{\eta_1} e^{-\theta_1 u}\right) = -\theta_1 u + \eta_1 \ln u$ et que $\ln\psi(v) = \ln\left(H e^{\theta_2 v} v^{-\eta_1}\right) = \theta_2 v - \eta_2 \ln v + \ln H$, on obtient en dérivant :

$$\frac{d\phi(u)}{du} \cdot \frac{1}{\phi(u)} = -\theta_1 + \frac{\eta_1}{u} \qquad \text{et} \qquad \frac{d\psi(v)}{dv} \cdot \frac{1}{\psi(v)} = \theta_2 - \frac{\eta_2}{v}$$
$$\Leftrightarrow \frac{d\phi(u)}{du} = \left(-\theta_1 + \frac{\eta_1}{u}\right)\phi(u) \qquad \Leftrightarrow \frac{d\psi(v)}{dv} = \left(\theta_2 - \frac{\eta_2}{v}\right)\psi(v)$$

Il apparaît[390] clairement que la fonction $\phi(u)$ est croissante sur l'intervalle $\left]0; \frac{\eta_1}{\theta_1}\right[$, atteint son maximum pour $u = \frac{\eta_1}{\theta_1}$ et est décroissante sur l'intervalle $\left]\frac{\eta_1}{\theta_1}; +\infty\right[$.

De même, la fonction la fonction $\psi(v)$ est décroissante sur l'intervalle $\left]0; \frac{\eta_2}{\theta_2}\right[$, atteint son minimum pour $v = \frac{\eta_2}{\theta_2}$ et est croissante sur l'intervalle $\left]\frac{\eta_2}{\theta_2}; +\infty\right[$.

On obtient ainsi un modèle de gravitation : les paramètres du modèle étant donnés, le couple taux d'emploi - part des salaires dans le produit net gravite indéfiniment autour d'un couple « moyen », sans jamais l'atteindre. En effet, lorsque le taux d'emploi atteint son niveau moyen, la part des salaires dans le produit net atteint un de ses extrema et est poussé vers son niveau moyen par l'accumulation du capital. Mais lorsque la part des salaires dans le produit net atteint à son tour son niveau moyen, le taux d'emploi atteint à son tour un de ses extrema et est poussé vers son niveau moyen.

Les taux moyens, ainsi que les extrema de chacune des deux variables restent les mêmes tout au long du déroulement et de la répétition du cycle et dépendent des

[390] Pour l'étude détaillée des deux fonctions, voir l'annexe I.

paramètres du système, c'est-à-dire des valeurs initiales et du quotient capital/production qui représente la technique de production.

f) Un cycle de croissance

Ainsi, pendant la phase de croissance économique, le taux de profit élevé tend, malgré la hausse de la productivité du travail, à faire augmenter la demande de travail plus vite que l'offre de travail. Le capital s'accroît rapidement mais des tensions apparaissent sur le marché du travail qui se rapproche du plein-emploi : les salaires augmentent.

La hausse des salaires a pour contrepartie la baisse du taux de profit. Ainsi, l'accumulation se poursuit mais à un rythme qui ralentit. Dans un premier temps, le taux d'emploi continu à croître et les salaires à augmenter. Le taux d'emploi atteint son niveau maximum et le taux de profit son niveau moyen.

Un retournement doit se produire au moment où le taux d'accumulation devient insuffisant pour compenser les effets de la hausse de la productivité du travail et de la croissance démographique : le taux d'emploi commence à diminuer.

Mais de même que la hausse du taux d'emploi accélérait la hausse des salaires, sa baisse la fait ralentir. Progressivement, la hausse des salaires devient moindre. Ici, le taux de profit diminue toujours et la part des salaires dans le produit continue d'augmenter, mais à un rythme de moins en moins élevé. Le taux de profit atteint son minimum et le taux d'emploi son niveau moyen.

Inévitablement, la hausse de la productivité du travail conjuguée à une faible hausse voire à une baisse[391] des salaires provoque une augmentation du taux de profit. Comme cette augmentation est insuffisante pour stopper la baisse du taux d'emploi, la hausse du taux de profit s'accentue et l'on atteint le taux d'emploi minimum, c'est-à-dire le taux de chômage maximum.

Mais la baisse des salaires et la hausse correspondante du taux de profit se poursuivent jusqu'à ce que le taux d'accumulation devienne de nouveau suffisant pour empêcher la baisse du taux d'emploi sous l'effet de la hausse de la productivité

[391] On peut noter, comme Goodwin (1967 : 58) que la restauration des profits est due non pas à la baisse des salaires mais à l'incapacité des salaires à augmenter aussi vite que la productivité. Au contraire, la baisse des profits est due à la hausse trop rapide des salaires pendant la prospérité. Les salaires réels doivent donc baisser relativement au taux de croissance de la productivité mais pas nécessairement de manière absolue.

du travail et de la croissance démographique. A ce moment, le taux d'emploi est à son minimum et le taux de profit est de nouveau à son taux moyen.

Enfin, la baisse des salaires est stoppée et ceux-ci reprennent même leur hausse, mais le taux de profit continue d'augmenter sous l'effet de la hausse de la productivité du travail, jusqu'au moment où le taux de profit est maximum et le taux d'emploi de nouveau à son taux moyen.

Le cycle est maintenant bouclé : le taux de profit élevé tend à faire augmenter la demande de travail plus vite que l'offre. Le capital s'accroît rapidement mais des tensions apparaissent sur le marché du travail qui se rapproche du plein-emploi : les salaires repartent à la hausse.

Cette description du cycle que donne le modèle de Goodwin répond parfaitement à la description de Marx dans le chapitre 25 du livre premier du *Capital* :

> Il faut bien saisir le lien entre les mouvements du capital en voie d'accumulation et les vicissitudes corrélatives qui surviennent dans le taux des salaires. Tantôt c'est un excès en capital, provenant de l'accumulation accélérée, qui rend le travail offert relativement insuffisant et tend par conséquent à en élever le prix. Tantôt c'est un ralentissement de l'accumulation qui rend le travail offert relativement surabondant et en déprime le prix. Le rapport entre l'accumulation du capital et le taux de salaire n'est que le rapport entre le travail gratuit, converti en capital, et le supplément de travail payé qu'exige ce capital additionnel pour être mis en oeuvre. Ce n'est donc point du tout un rapport entre deux termes indépendants l'un de l'autre, à savoir, d'un côté, la grandeur du capital, et, de l'autre, le chiffre de la population ouvrière, mais ce n'est en dernière analyse qu'un rapport entre le travail gratuit et le travail payé de la même population ouvrière. Si le quantum de travail gratuit que la classe ouvrière rend, et que la classe capitaliste accumule, s'accroît assez rapidement pour que sa conversion en capital additionnel nécessite un supplément extraordinaire de travail payé, le salaire monte et, toutes autres circonstances restant les mêmes, le travail gratuit diminue proportionnellement. Mais, dès que cette diminution touche au point où le surtravail, qui nourrit le capital, ne paraît plus offert en quantité normale, une réaction survient, une moindre partie du revenu se capitalise, l'accumulation se ralentit et le mouvement ascendant du salaire subit un contrecoup. Le prix du travail ne peut donc jamais s'élever qu'entre des limites qui laissent intactes les bases du système capitaliste et en assurent la reproduction sur une échelle progressive (Marx, 1875, chap. 25).

Le modèle proposé par Goodwin en 1967 est ainsi non seulement une formalisation simple du modèle cyclique proposé par Marx dans le chapitre 25 du

livre premier du *Capital*, mais encore une utilisation brillante du modèle de Lotka-Volterra pour en faire le premier modèle cyclique en dynamique économique.

g) Etude des équations différentielles du modèle Marx-Goodwin

Le modèle du capital-argent est représenté par l'égalité :

$$\phi(u) = u^{\eta_1} e^{-\theta_1 u} = H v^{-\eta_2} e^{\theta_2 v} = H\psi(v)$$

Etude de la fonction φ - On sait que $\ln\phi(u) = \ln\left(u^{\eta_1} e^{-\theta_1 u}\right) = \eta_1 \ln u - \theta_1 u$ d'où, en dérivant :

$$\phi'(u) = \left(\frac{\eta_1}{u} - \theta_1\right)\phi(u)$$

La dérivée de la fonction ϕ est positive pour $u \in \left]0, \frac{\eta_1}{\theta_1}\right[$, nulle pour $u = \frac{\eta_1}{\theta_1}$ et négative pour $u \in \left]\frac{\eta_1}{\theta_1}, +\infty\right[$. La fonction ϕ est donc croissante sur $\left]0, \frac{\eta_1}{\theta_1}\right[$, admet $\phi\left(\frac{\eta_1}{\theta_1}\right)$ comme maximum et est décroissante sur $\left]\frac{\eta_1}{\theta_1}, +\infty\right[$.

De plus, $\phi(u)$ tend vers zéro lorsque u tend vers zéro.

En ce qui concerne le comportement de ϕ à l'infini, on a : $\ln\phi(u) = u\left(\eta_1 \frac{\ln u}{u} - \theta_1\right)$. Comme le rapport $\frac{\ln u}{u}$ est décroissant et positif, la différence $\eta_1 \frac{\ln u}{u} - \theta_1$ tend vers un réel négatif ; on en déduit que $\ln\phi(u)$ tend vers « moins l'infini » lorsque u tend vers l'infini. La fonction $\phi(u)$ tend donc vers zéro lorsque u tend vers l'infini.

Etude de la fonction ψ - On sait que $\ln\psi(v) = \ln\left(He^{\theta_2 v} v^{-\eta_1}\right) = \theta_2 v - \eta_2 \ln v + \ln H$ d'où, en dérivant :

$$\psi'(v) = \left(\theta_2 - \frac{\eta_2}{v}\right)\phi(v)$$

La dérivée de la fonction ψ est négative pour $v \in \left]0, \frac{\eta_2}{\theta_2}\right[$, nulle pour $v = \frac{\eta_2}{\theta_2}$ et positive pour $v \in \left]\frac{\eta_2}{\theta_2}, +\infty\right[$. La fonction ψ est donc décroissante sur $\left]0, \frac{\eta_2}{\theta_2}\right[$, admet $\psi\left(\frac{\eta_2}{\theta_2}\right)$ comme minimum et est croissante sur $\left]\frac{\eta_2}{\theta_2}, +\infty\right[$.

De plus, $\psi(v)$ tend vers l'infini lorsque v tend vers zéro.

En ce qui concerne le comportement de ψ à l'infini, on a : $\ln \psi(v) = v\left(\theta_2 - \eta_2 \frac{\ln v}{v}\right)$. Comme le rapport $\frac{\ln v}{v}$ est décroissant et positif, la différence $\theta_2 - \eta_2 \frac{\ln v}{v}$ tend vers un réel positif ; on en déduit que $\ln \psi(v)$ tend l'infini lorsque v tend vers l'infini. La fonction $\psi(v)$ tend donc vers l'infini lorsque v tend vers l'infini.

Annexe C

Etude des équations différentielles du chapitre II

Le modèle du marché du capital-argent est représenté par l'égalité :

$$\phi(r) = r^{(a_1 - c_1\pi)} e^{-a_1 r} = HD^{-c_2} e^{\frac{a_2}{M} D} = H\psi(D)$$

Etude de la fonction r

On sait que $\ln\phi(r) = \ln\left(r^{(a_1 - c_1\pi)} e^{-a_1 r}\right) = (a_1 - c_1\pi)\ln r - a_1 r$ d'où, en dérivant :

$$\phi'(r) = \left(\frac{a_1 - c_1\pi}{r} - a_1\right)\phi(r)$$

La dérivée de la fonction r est positive pour $r \in \left]0, 1 - \frac{c_1\pi}{a_1}\right[$, nulle pour $r = 1 - \frac{c_1\pi}{a_1}$ et négative pour $r \in \left]1 - \frac{c_1\pi}{a_1}, +\infty\right[$. La fonction r est donc croissante sur $\left]0, 1 - \frac{c_1\pi}{a_1}\right[$, admet $\phi\left(1 - \frac{c_1\pi}{a_1}\right)$ comme maximum et est décroissante sur $\left]1 - \frac{c_1\pi}{a_1}, +\infty\right[$.

De plus, $\phi(r)$ tend vers zéro lorsque r tend vers zéro.

En ce qui concerne le comportement de ϕ à l'infini, on a : $\ln\phi(r) = r\left[(a_1 - c_1\pi)\frac{\ln r}{r} - a_1\right]$. Comme le rapport $\frac{\ln r}{r}$ est décroissant et positif, la différence $(a_1 - c_1\pi)\frac{\ln r}{r} - a_1$ tend vers un réel négatif ; on en déduit que $\ln\phi(r)$ tend vers « moins l'infini » lorsque r tend vers l'infini. La fonction $\phi(r)$ tend donc vers zéro lorsque r tend vers l'infini.

Etude de la fonction ψ

On sait que $\ln\left[H\psi(D)\right]=\ln\left(HD^{-c_2}e^{\frac{a_2}{M}D}\right)=\frac{a_2}{M}D-c_2\ln D+\ln H$ d'où, en dérivant :

$$\psi'(D)=\left(\frac{a_2}{M}-\frac{c_2}{D}\right)\phi(D)$$

La dérivée de la fonction ψ est négative pour $D\in\left]0,\frac{c_2M}{a_2}\right[$, nulle pour $D=\frac{c_2M}{a_2}$ et positive pour $D\in\left]\frac{c_2M}{a_2},+\infty\right[$. La fonction ψ est donc décroissante sur $\left]0,\frac{c_2M}{a_2}\right[$, admet $\psi\left(\frac{c_2M}{a_2}\right)$ comme minimum et est croissante sur $\left]\frac{c_2M}{a_2},+\infty\right[$.

De plus, $\psi(D)$ tend vers l'infini lorsque D tend vers zéro.

En ce qui concerne le comportement de ψ à l'infini, on a : $\ln\psi(D)=D\left(\frac{a_2}{M}-c_2\frac{\ln D}{D}\right)$. Comme le rapport $\frac{\ln D}{D}$ est décroissant et positif, la différence $\frac{a_2}{M}-c_2\frac{\ln D}{D}$ tend vers un réel positif ; on en déduit que $\ln\psi(D)$ tend l'infini lorsque D tend vers l'infini. La fonction $\psi(D)$ tend donc vers l'infini lorsque D tend vers l'infini.

Annexe D

Précisions sur Hawtrey

Etude de la fonction s

On a l'équation : $s = \frac{B}{P} = \frac{cP^e - MP}{} = cP^{e-1} - \frac{M}{P}$

D'où : $s' = \frac{ceP^{e-1}P - (cP^e - M)}{P^2} = \frac{cP^e(e-1)+M}{p^2}$

Pour $p > 0$ et $e < 1$ on a : $s' > 0 \Leftrightarrow cP^e(e-1) + M > 0 \Leftrightarrow P^e < \frac{M}{(1-e)c}$

Et pour $p > 0$ et $e = 1$ on a $s' > 0 \Leftrightarrow M > 0$ ce qui est vrai par hypothèse.

Enfin pour $p > 0$ et $e > 1$ on a :

$$s' > 0 \Leftrightarrow cP^e(e-1) + M > 0 \Leftrightarrow P^e > \frac{M}{(1-e)c}$$

ce qui est toujours vrai puisque $p > 0$.

D'où l'on déduit : $p_s = \left(\frac{M}{(1-e)c}\right)^{\frac{1}{e}}$ pour $e < 1$

On peut aussi noter que le niveau maximum des stocks est alors :

$$s_{max} = c\left(\frac{M}{c(1-e)}\right)^{\frac{e-1}{e}} - \left(\frac{M}{c(1-e)}\right)^{-\frac{1}{e}} \frac{M}{c(1-e)} c(1-e)$$

$$s_{max} = c\left(\frac{M}{c(1-e)}\right)^{\frac{e-1}{e}} - \left(\frac{M}{c(1-e)}\right)^{1-\frac{1e}{}} c(1-e)$$

$$s_{max} = ec\left(\frac{M}{c(1-e)}\right)^{\frac{e-1}{e}} = ecP_s^{e-1}$$