

## Leçon 3 : Keynes, l'analyse keynésienne et ISLM

Ce chapitre a moins pour objet de présenter l'ensemble de la théorie keynésienne **John Maynard Keynes** (1883 - 1946, Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie, 1936)) ou les caractéristiques de la macroéconomie keynésienne que de faire apparaître les grandes lignes de clivage entre la théorie keynésienne et la théorie classique – théorie quantitative de la monnaie :

- Une approche macroéconomique par opposition à l'approche micro économique classique.
- Un rejet des différentes formulations de la loi de Say : pour Keynes, la monnaie n'est pas un voile, l'offre ne crée pas une demande qui lui est égale. L'économie n'est pas spontanément au plein emploi.
- La part de l'épargne dans le revenu est une fonction du revenu et non une fonction des taux d'intérêt.
- Le marché du travail peut être en déséquilibre : le chômage n'est pas, comme dans la théorie classique, automatiquement résorbé par la flexibilité des salaires.
- La demande de monnaie ne dépend pas que du niveau du revenu global mais aussi des taux d'intérêt.
- L'ajustement investissement épargne ne s'opère pas grâce au jeu des taux d'intérêt mais grâce aux variations de revenu.
- La monnaie peut avoir une influence sur la production et l'emploi alors que, pour la théorie quantitative, elle n'a d'influence que sur le niveau général des prix.

### 1. L'analyse keynésienne de la monnaie.

#### A. *Le cadre macro-économique*

a) **La problématique de Keynes** repose sur trois idées principales :

- Il faut opposer à la microéconomie des classiques une approche macroéconomique,
- La loi de Say ne peut servir de fondement à l'analyse de la monnaie et de l'emploi .
- Le sous-emploi est possible.

Alors que l'analyse classique prend comme hypothèse le plein emploi - la flexibilité des salaires assure un ajustement sur le marché du travail tel que l'ensemble de la main d'oeuvre est occupée- , selon Keynes, l'économie peut ne pas être au plein emploi et le niveau de production, fonction de la demande anticipée, n'est pas une donnée définie exclusivement dans la sphère réelle. Ceci est à relier à l'hypothèse keynésienne de fixité des prix : la demande peut être inférieure à l'offre.

## b) Les fonctions macro-économiques de Keynes.

Les fonctions macro-économiques de Keynes diffèrent pour partie de celles de la théorie classique ; le résultat de cette révision (et sans doute l'objectif de cette révision) est double : Keynes veut

- d'une part, montrer **l'inégalité possible entre épargne et investissement**
- et, d'autre part et surtout, développer la thèse selon la quelle que **le taux d'intérêt est une variable réelle et monétaire.**

Les fonctions de consommation et d'épargne sont définies de la façon suivante:

$$E = E(R) \text{ avec } E' > 0 \text{ et } E'' > 0$$

$$C = C(R) \text{ avec } C' > 0 \text{ et } C'' < 0$$

En d'autres termes, le partage du revenu entre consommation et épargne dépend du revenu et ne dépend que du revenu  $E = E(R)$  et  $C = C(R)$ . De plus, lorsque le revenu s'élève, la part de l'épargne s'élève (baisse de la propension à consommer hausse de la propension à épargner) :  $E'' > 0$  et  $C'' < 0$ .

On voit la différence majeure avec la théorie classique : l'épargne dépend du revenu et non du taux d'intérêt.

En revanche, la fonction d'investissement est définie, comme dans la théorie classique, comme une fonction décroissante du taux d'intérêt

$$I = I(i) \text{ avec } I' < 0$$

On en arrive au cœur du mécanisme.

Keynes part de l'idée que l'épargne et l'investissement dépendent de variables différentes, la première du revenu, le deuxième du taux d'intérêt, pourtant, ils doivent être égaux. Par quel miracle ? Par les variations du revenu. En effet, l'investissement influe sur le niveau de revenu et ces variations du revenu influent sur le niveau de l'épargne



Ce qui est illustré par le multiplicateur.

## B. La monnaie selon Keynes

Le titre de l'ouvrage de Keynes de 1936, est extrêmement significatif, la "Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie" ; en effet, la théorie qui y est développée établit une relation entre, d'une part, la "sphère monétaire" (la monnaie) et, d'autre part, la "sphère réelle" (l'emploi en particulier) par le biais d'une variable, le taux d'intérêt.

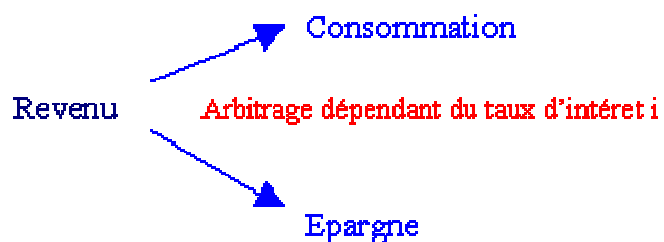
Au cœur de son analyse, se trouve la monnaie, et, plus précisément, sa fonction d'instrument de réserve. La principale ligne de démarcation entre les classiques et Keynes, en matière de monnaie, repose sur la prise en compte de la fonction de spéculation de la monnaie qui permet de mettre en cause l'analyse dichotomique.

Rappelons que Keynes met dans son œuvre l'accent sur l'incertitude qui pèse sur les agents, et donc sur la manière dont les individus se représentent l'avenir, sur leurs anticipations.

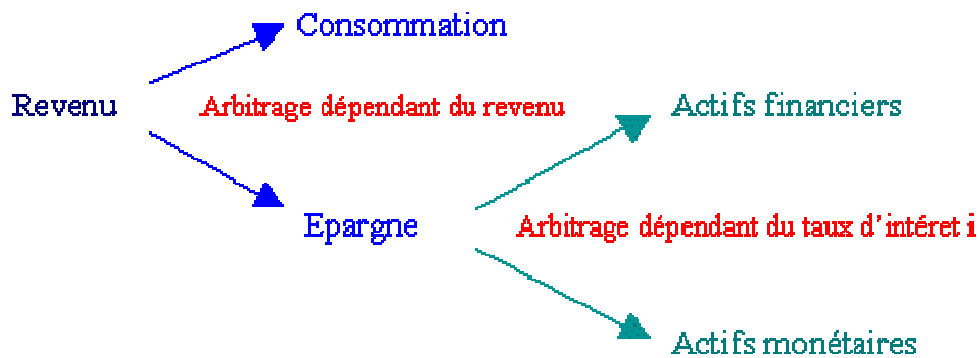
Praticien de la bourse et théoricien de l'économie, Keynes s'interroge sur les comportements boursiers et sur la formation des opinions. Il compare l'attitude des financiers à celle des quidams qui, dans les journaux, participent au jeu qui consiste à classer les plus jolies photos de visage -en général de femmes-, le gagnant étant celui, ou celle, qui a fait le choix le plus proche du choix fait par les autres joueurs. La rationalité du joueur consiste alors, non pas à indiquer son choix propre, sa hiérarchie personnelle des photos de femmes -mais à essayer de deviner ce que seront les opinions des autres ; mais les autres ont la même rationalité et se demandent aussi comment les autres pensent que les autres pensent .. Si l'on en revient à la bourse, le comportement rationnel consiste, non pas à chercher la vraie valeur des actifs, mais à savoir quelle appréciation vont porter les autres. Les opinions comptent plus que les fondamentaux et il vaut mieux « avoir tort avec les autres qu'avoir raison tout seul ». Si tous les acteurs pensent qu'un titre va monter ils l'achètent et le prix du titre monte ; c'est ce que l'on appelle les « anticipations autoréalisatrices ».

C'est ainsi que la production dépend de la demande anticipée. De même, l'intérêt des agents économiques pour la monnaie est lié à l'incertitude économique, incertitude concernant le rythme des décaissements et des encaissements, ce qui justifie la constitution d'encaisses de précaution, incertitude concernant les cours des titres qui justifie la constitution d'encaisses de spéculation.

### Analyse classique



## Analyse Keynésienne



En effet, si Keynes reprend à son compte l'analyse classique, selon laquelle la demande de monnaie est pour partie liée aux transactions, il introduit une rupture dans l'analyse monétaire en définissant des **encaisses de spéculation**.

Le comportement de constitution d'encaisses de spéculation s'intègre, selon Keynes, dans un arbitrage entre détention des titres, -des obligations, par exemple-, et détention de monnaie.

Cet arbitrage entre actifs monétaires et actifs financiers dépend des taux d'intérêt et pour deux séries de raisons.

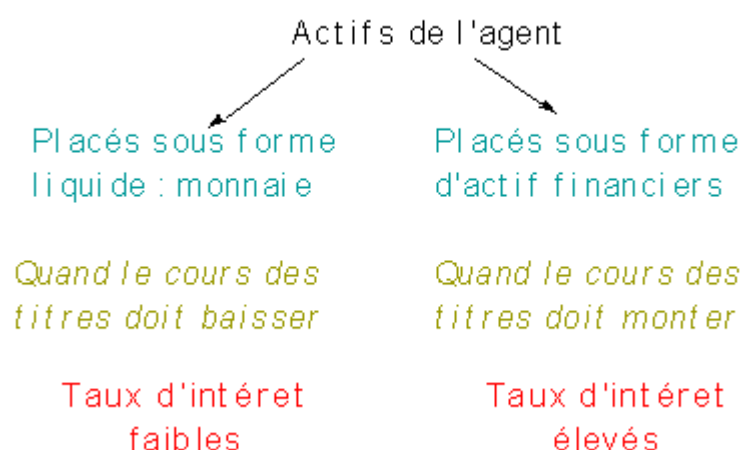
- Pour des raisons de **coût d'opportunité** : plus le taux d'intérêt est élevé, plus le manque à gagner associé à la détention de monnaie est élevé, plus les agents économiques sont incités à comprimer leurs encaisses.
- Pour des raisons de **risques de moins-values** (ou d'opportunité de plus-values) sur les cours des obligations. On part de l'idée, élémentaire, selon laquelle l'agent économique se reporte sur la monnaie, lorsqu'il court un risque de perte en capital en détenant des titres : mieux vaut détenir de la monnaie qu'un titre susceptible de se déprécier. Inversement, il vaut mieux réduire ses encaisses lorsque l'on peut espérer des gains d'une revalorisation des titres. Or les cours des titres varient en sens inverse avec les taux d'intérêt.

Lorsque les taux d'intérêt sont forts, les cours des obligations sont bas et les agents économiques anticipent une hausse des cours et donc des plus-values; ils préfèrent les titres à la monnaie.

En sens inverse, si les taux d'intérêt sont faibles et les cours élevés, les agents, appréhendant des moins-values, préfèrent s'en prémunir en détenant de la monnaie plutôt que des titres.

On obtient donc le schéma suivant :

## La constitution d'encaisses de speculation



### Une demande de monnaie fonction de deux variables

Selon Keynes, la demande de monnaie comporte donc deux éléments:

- une demande de monnaie de transactions (et en fait de précaution) qui est fonction croissante du revenu (de la production en valeur)

$$L1 = L1 ( Y ) \text{ avec } L1' > 0.$$

- une demande de monnaie de spéculation qui est une fonction décroissante du taux d'intérêt

$$L2 = L2 ( i ) \text{ avec } L2' < 0.$$

L'hypothèse de vitesse de circulation de la monnaie constante est ainsi abandonnée. La demande de monnaie n'est plus seulement dépendante du niveau du revenu, du niveau de la production, ce qui est conforme à la vision de la théorie classique, qui privilégie la fonction que la monnaie joue comme instrument de règlement des échanges. La demande de monnaie dépend aussi des taux d'intérêt : les agents constituent des encaisses liquides d'autant plus importantes que les taux d'intérêt sont faibles.

**Le bouleversement théorique se concentre ainsi sur le taux d'intérêt, qui cesse d'être le prix de la renonciation à la consommation immédiate, pour devenir le prix de la renonciation à la liquidité : au lieu d'être une variable d'équilibre au sein du secteur réel entre épargne et investissement, le loyer de l'argent devient le lieu de rencontre entre la sphère monétaire, -puisqu'il influe sur la demande de monnaie-, et la sphère réelle, -dans la mesure où l'investissement reste déterminé par le taux d'intérêt-.**

### C. La reformulation de la Théorie quantitative de la monnaie.

Selon Keynes, la théorie quantitative n'est valable que dans le cadre de deux hypothèses restrictives : le plein emploi et la constance de la vitesse de la monnaie. L'économie peut ne pas être au plein emploi et le niveau de production, fonction de la demande anticipée, n'est pas une donnée définie exclusivement dans la sphère réelle; l'émission de monnaie affecte non seulement les prix, mais aussi, dans le cas de sous-emploi, le niveau d'activité et donc d'emploi.

" Si la production demeure parfaitement élastique tant qu'il subsiste du chômage, et devient parfaitement inélastique dès que le plein emploi est atteint, si, d'autre part, la demande effective varie dans la même proportion que la quantité de monnaie, la Théorie quantitative peut être énoncée dans les termes suivants : "Tant qu'il existe du chômage, l'emploi varie proportionnellement à la quantité de monnaie; lorsque le plein emploi est réalisé, les prix varient proportionnellement à la quantité de monnaie"" (Keynes, 1936 p.297).

L'expansion monétaire peut avoir des effets bénéfiques sur la production et le chômage; inversement, une politique restrictive n'est pas sans conséquences dommageables sur le revenu et l'emploi. Si on lève l'hypothèse de plein emploi, une croissance de la masse monétaire influe sur le niveau de production et d'emploi et donc sur les variables réelles.



La théorie keynésienne constitue une critique radicale de la loi de Say et de la théorie quantitative.

- **La monnaie peut être désirée pour elle-même**; elle **n'est pas un voile** qui recouvrirait un échange entre produits : les agents économiques peuvent se procurer de la monnaie en vendant un bien, sans pour autant se constituer acheteurs d'autres biens.
- **La vitesse de la monnaie n'est pas une constante** et la **demande de monnaie ne dépend pas seulement du niveau de production et de revenu. Elle dépend des taux d'intérêt.**
- L'économie **n'est pas spontanément au niveau de plein emploi.**
- Le taux d'intérêt n'est pas le prix de la **renonciation à la consommation** et la variable d'ajustement de flux réels entre investissement et épargne, mais le **prix de la renonciation à la liquidité**; il est donc à la **jonction de la sphère réelle et de la sphère monétaire.**
- La monnaie et la politique monétaire peuvent avoir des **effets réels.**

## 2. La courbe I.S.L.M.

### A. Une inspiration keynésienne.

La remise en cause par Keynes de la dichotomie classique sert de fondement à la fameuse construction ISLM - élaborée à l'origine par Hicks en 1937 et Hansen en 1953 et devenue un point de passage obligé des étudiants en économie- destinée à discuter les effets relatifs de la politique monétaire et de la politique budgétaire en économie fermée puis en économie ouverte (Mundell-Fleming).

La construction IS-LM offre un cadre d'analyse des effets relatifs des politique monétaire et budgétaire de relance et a fourni les armes d'un débat entre keynésiens, plutôt partisans d'une relance budgétaire, et libéraux, plutôt partisans d'un recours aux instruments monétaires.

L'hypothèse fondamentale est celle de prix rigides à court terme : l'ajustement entre offre et demande globale ne s'opère pas par les prix, mais par les quantités. En d'autres termes, une augmentation de la demande se traduit par une hausse de la production et non une variation de prix. Par ailleurs, on suppose que l'économie n'est pas au plein emploi ; la politique conjoncturelle, maniant les instruments budgétaires (accroissement des dépenses publiques ou baisse de la pression fiscale) ou monétaires (accroissement de l'offre de monnaie), peut augmenter le niveau de la demande et donc de la production et de l'emploi.

Deux courbes reliant le taux d'intérêt et le niveau de revenu sont construites. L'expression "IS-LM" signifie qu'il existe un double équilibre : dans la sphère réelle, entre l'investissement (I) et l'épargne (S pour *saving* en anglais) ; dans la sphère monétaire, entre la demande de liquidités (L) et l'offre (M). Conformément à l'analyse keynésienne, **c'est le taux d'intérêt**, influençant à la fois l'investissement et la demande de monnaie, **qui crée un lien entre la sphère réelle et la sphère monétaire**

### B. La construction d'ISLM

**IS ou l'équilibre réel.** La courbe IS, qui correspond à la sphère réelle (lieu de l'équilibre entre l'épargne et l'investissement), est décroissante et repose sur trois relations:

- l'investissement est une fonction décroissante du taux d'intérêt, cette relation est commune à l'analyse classique et à l'analyse keynésienne;

$$I = I(i) \text{ avec } I' < 0$$

- l'épargne est une fonction croissante du revenu, ce qui est conforme à l'analyse keynésienne;

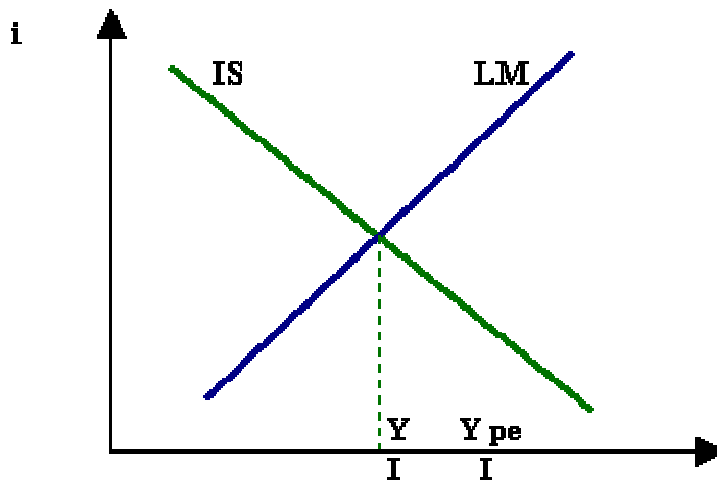
$$E = E(R) \text{ avec } E' > 0 \text{ et } E'' > 0$$

- l'épargne et l'investissement sont égaux.

$$E = I$$

Il en résulte que toute baisse du taux d'intérêt se traduit par une hausse de l'investissement; une hausse de l'investissement accroît le niveau de revenu et donc d'épargne. L'épargne se trouve donc au niveau de l'investissement.

**Une baisse du taux d'intérêt se traduit par une hausse du revenu.**



**LM ou l'équilibre monétaire.** La deuxième courbe, LM, qui correspond à la sphère monétaire (lieu de l'équilibre entre offre et demande de monnaie), repose sur trois relations :

- la demande de monnaie de transaction est une fonction croissante du revenu, ce qui est conforme au message de la théorie quantitative;

$$L1 = L1(Y) \text{ avec } L1' > 0$$

- la demande de monnaie de spéculation est une fonction décroissante du taux d'intérêt, ce qui correspond à l'analyse keynésienne

$$L2 = L2(i) \text{ avec } L2' < 0$$

- la demande de monnaie (transaction plus spéculation) est égale à l'offre, exogène; elle est donc une donnée, tant que l'offre ne change pas.

$$L1 + L2 = M$$

Il en résulte une relation positive entre le niveau de revenu et le taux d'intérêt (courbe croissante). Toute hausse du revenu accroît la demande de monnaie de transaction.



Pour une offre de monnaie inchangée, cette pression de la demande fait monter le taux d'intérêt.

Il existe donc un point et un seul, à l'intersection entre les deux courbes, qui donne un équilibre sur le marché des biens comme sur le marché de la monnaie.

### ***C. Les effets des politiques de relance***

**Les effets de la politique monétaire de relance.** La forme de la courbe IS est intéressante pour analyser l'effet de la politique monétaire (on se déplace sur cette courbe). Une croissance du stock de monnaie se traduit par un déplacement vers la droite de LM : le nouveau point d'intersection entre les deux courbes correspond à une baisse des taux d'intérêt et une croissance du revenu (point B sur le graphique) .

Soit les enchaînements suivants :

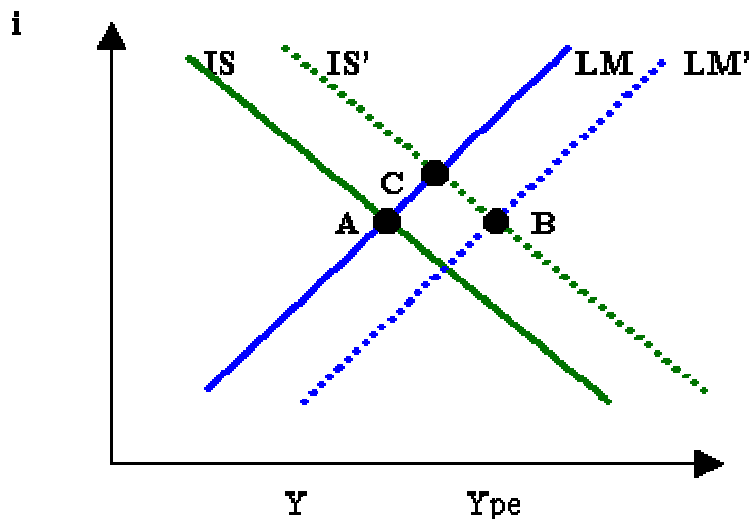
- une politique monétaire expansionniste fait baisser les taux d'intérêt,
- cette baisse entraîne une hausse de l'investissement

et par voie de conséquence

- une hausse du niveau de production. En effet par le jeu du multiplicateur, une augmentation de l'investissement induit, en situation de sous-emploi, une hausse amplifiée du revenu.

Toutefois, cet effet bénéfique suppose deux conditions: il faut,

- d'une part, que l'augmentation de la masse monétaire se traduise véritablement par une baisse des taux; ce qui n'est pas le cas lorsque l'on atteint la "trappe à liquidité" où le niveau des taux est tellement faible que personne ne souhaite acquérir des titres-
- et que l'investissement soit effectivement sensible à une variation du taux d'intérêt, ce qui exclut l'hypothèse où l'investissement ne dépend que de la demande et non des taux d'intérêt (ce qui correspond à l'hypothèse d'un " accélérateur pur ").



### Les effets de la politique budgétaire de relance.

La forme de la courbe LM est intéressante pour l'analyse des effets de la politique budgétaire (on se déplace sur cette courbe).

Une politique budgétaire expansionniste se traduit par une augmentation de la demande globale. La courbe IS se déplace vers la droite (IS' sur le graphique). La hausse du revenu entraîne une hausse des encaisses de transactions. Si la masse monétaire reste inchangée, les encaisses de transactions ne peuvent augmenter que si les encaisses de spéculation diminuent, ce qui suppose une hausse des taux d'intérêt. Le nouveau point d'intersection (C sur le graphique) entre les deux courbes correspond à une hausse des taux d'intérêt et une croissance du revenu.

On en déduit que la politique budgétaire de relance se traduit par une hausse des taux d'intérêt qui fait baisser l'investissement privé, d'où résulte un effet d'éviction : le progrès de l'investissement public évince l'investissement privé. Ce résultat n'est pas vérifié si la politique budgétaire de relance est accompagnée d'une politique monétaire accommodante (croissance de la masse monétaire et déplacement des deux courbes vers la droite).

#### D. Limites d'ISLM.

Plusieurs remarques peuvent être faites sur la construction ISLM.

- En premier lieu, se pose le problème de la compatibilité des temps : la courbe IS renvoie à un équilibre de flux qui s'opère sur une période assez longue, alors que la courbe LM correspond à un équilibre de stock permanent.
- En deuxième lieu, se pose le problème du partage des effets de l'augmentation de la demande entre les volumes (effets classiques) et les prix (effets keynésiens).
- En troisième lieu, les mesures de politiques économiques peuvent avoir des effets sur les deux courbes, ce qui rend les effets cumulés plus incertains.

- En quatrième et dernier lieu, une des faiblesses traditionnelles, partagée par l'analyse quantitative comme par l'analyse keynésienne, tient à l'hypothèse d'exogénéité de l'offre de monnaie. Remarquons enfin que la construction d'ISLM qui porte sur des hypothèses restrictives -concernant la demande de monnaie, le multiplicateur ...- permet d'arriver à des conclusions, somme toute, assez évidentes : la politique de relance s'accompagne de taux d'intérêt faibles, lorsque elle s'appuie sur des outils monétaires, et de taux d'intérêt élevés, dans le cas d'instruments budgétaires.

**QUESTIONS DE REFLEXION**  
**LES FORMULES SUIVANTES SONT ELLES VRAIES OU FAUSSES ?**

- Dans la théorie keynésienne, lorsque les agents anticipent une baisse des cours des titres, ils demandent de la monnaie.
- Selon la théorie keynésienne, lorsque les cours des titres sont au plus bas, les encaisses spéculatives sont au plus haut.
- Selon Keynes, le motif de précaution conduit à une demande de monnaie liée au revenu et non au taux d'intérêt.
- Keynes considère que les opinions jouent un rôle important dans la formation des cours de bourse.
- Le taux d'intérêt influence le comportement des agents de façon différente dans la théorie classique et dans la théorie keynésienne.
- Dans ISLM, une politique monétaire expansive en situation de sous emploi crée un effet d'éviction.
- Selon Keynes, l'intérêt est le prix de la renonciation à la consommation.
- Selon Keynes, l'intérêt est une variable réelle et monétaire.
- Dans ISLM, la courbe LM est croissante car une offre de monnaie plus élevée est nécessaire pour accroître la production.
- Selon Keynes la loi de Say revient à considérer qu'une activité nouvelle ne peut que se substituer à une activité existante.
- Pour Keynes, une augmentation de la masse monétaire entraîne toujours une hausse de la production et de l'emploi.
- Dans le modèle Keynésien, la politique budgétaire est inefficace.