

Equilibre, déséquilibre, monnaie

André Châneau

Faculté de Sciences Economiques
Université de Poitiers

ESTUDOS DO G. E. M. F.

Março de 1995

Grupo de Estudos Monetários e Financeiros
Universidade de Coimbra - Faculdade de Economia
Av. Dias da Silva 165 3000 COIMBRA

Publicação cofinanciada pela J.N.I.C.T.

EQUILIBRE, DÉSÉQUILIBRE, MONNAIE

André Chaîneau ¹

Université de Poitiers

I - L'EXPLICATION des DESEQUILIBRES.

Même si les économistes parlent toujours de l'équilibre, c'est le déséquilibre qui est la règle.

Cette constatation amère peut paraître choquante. En effet le cadre de l'analyse est celui d'une économie de marché dont la supériorité sur l'économie de plan tient à ce qu'elle résorbe beaucoup plus vite les déséquilibres qui apparaissent et à ce qu'elle ne les institutionnalise pas. Ce n'est pas en cette fin de siècle que l'on peut mettre en doute l'efficacité du fonctionnement des économies décentralisées.

Il n'en reste pas moins que le déséquilibre reste la situation normale.

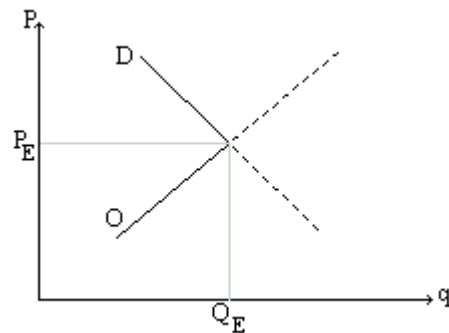
Pour expliquer leur apparition et leur permanence, deux facteurs sont à envisager. Le premier est l'effet de surprise; le second est l'effet du blocage des prix.

¹ Conferência proferida no dia 28 de Abril de 1995. Conferência realizada no âmbito de projecto apoiado pela J.N.I.C.T..

--A-- L'effet de surprise.

1°- L'équilibre du marché est nécessaire à la fin de la séance.

Une quantité d'équilibre a été échangée à un prix d'équilibre. Aucune transaction n'a été imposée. Ont vendu tous ceux qui le voulaient à un prix égal ou inférieur à P_E ; ont acheté tous ceux qui le voulaient à un prix supérieur ou égal à P_E . De même ont été exclus des transactions, d'une



part les offreurs qui exigeaient un prix trop élevé, et d'autre part les demandeurs qui souhaitaient un prix trop faible. Donc la liberté de chacun a été respectée.

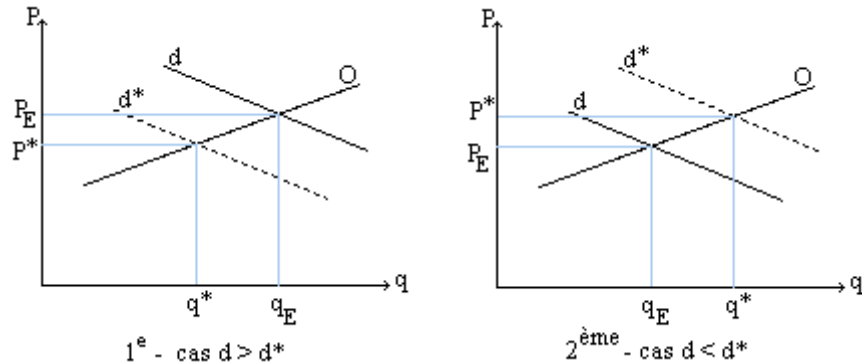
Peut-on en déduire que la situation obtenue est celle d'un équilibre total ?

La réponse est non. Elle aurait été oui si les agents économiques étaient venus à la séance du marché sans la mémoire des séances antérieures. Alors il faut voir en quoi ce souvenir des faits passés est important.

2°- Les offreurs surpris.

L'ensemble des offreurs viennent sur le marché, avec deux courbes. La première est la courbe d'offre globale effective o dont on suppose un peu vite qu'ils la connaissent bien. La seconde est la courbe de demande globale anticipée. En effet les offreurs n'apportent leurs biens, services et titres que parce qu'ils ont espéré une demande correspondante. Aussi même si c'est un peu étonnant, il faut les doter d'une courbe de demande d^* (* pour anticipé).

Quelle surprise peuvent-ils ressentir ? Deux sont possibles. L'une est que la demande effective est supérieure à la demande anticipée. L'autre est qu'elle est inférieure.



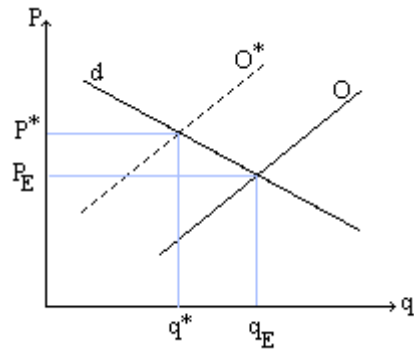
Le premier commentaire est évident. Dans le premier cas, la surprise est heureuse: les valeurs effectives des prix et des quantités sont supérieures à celles qui avaient été anticipées. Dans le second cas, la surprise est pénible: les valeurs effectives sont inférieures aux prévisions. Bien évidemment, il faut tenir compte des élasticités des courbes d'offre.

Le second commentaire non moins évident est que l'équilibre obtenu n'est pas stable. Dans la première situation, les offreurs essaieront d'augmenter leur offre; dans la seconde, ils essaieront de la réduire. Toutefois, une condition doit être respectée: les offreurs doivent juger que la nouvelle demande effective a toutes les chances d'être reproduite à la période suivante.

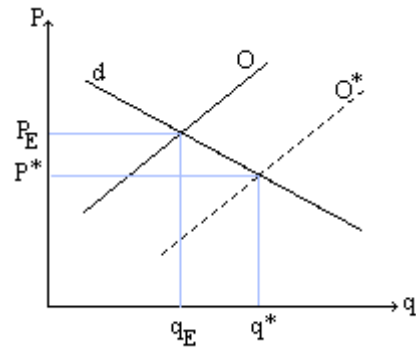
3°- Les demandeurs surpris.

Le raisonnement est le même. Les demandeurs viennent à la séance du marché avec deux courbes. La première est évidemment leur courbe de demande globale effective d que l'on suppose parfaitement connue par eux. La seconde est une courbe d'offre anticipée O^* : en effet les demandeurs se souviennent de la dernière séance de marché, connaissent les événements les plus récents qui ont pu affecter la production; bref ils demandent parce qu'ils anticipent une offre.

Là encore, ils peuvent être surpris de deux façons: soit l'offre effective O est supérieure à celle qu'ils anticipaient, soit elle est inférieure.



1^{er} cas $O > O^*$



2^{ème} cas $O < O^*$

Bien sûr, on constate les mêmes effets de surprise sur les prix et sur les quantités, qui ne peuvent que modifier le comportement futur des demandeurs.

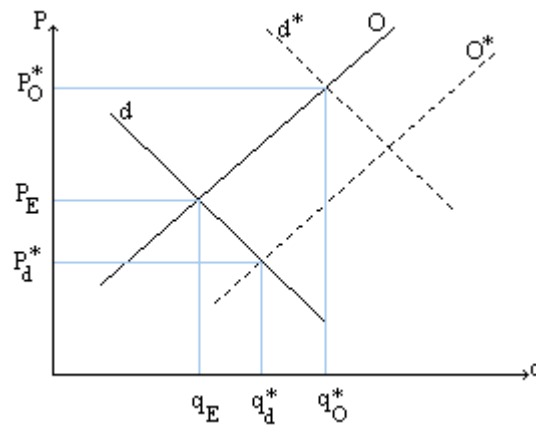
4°- Offreurs et demandeurs surpris.

Il n'y a aucune raison à ce que ne soient surpris que les offreurs ou que les demandeurs.

Aussi faudrait-il considérer quatre situations qui correspondent à :

- $d > d^*$ avec $O > O^*$
- $d > d^*$ avec $O < O^*$
- $d < d^*$ avec $O > O^*$
- $d < d^*$ avec $O < O^*$

Il n'est pas utile de représenter les graphiques correspondant à ces quatre possibilités. L'examen d'une seule suffira. Prenons un cas extrême: les offreurs se trompent sur la demande qu'ils ont exagérée ($d < d^*$) et les demandeurs se trompent sur l'offre qu'ils ont aussi exagérée ($O < O^*$).



La constatation évidente est que le couple de valeurs d'équilibre p_E q_E surprend et les offreurs et les demandeurs.

5°- Conclusion.

Les équilibres réalisés sur les marchés, que l'on peut nommer équilibre *ex post*, ne correspondent pas, en règle générale, aux équilibres anticipés que l'on peut nommer *ex ante*.

La première conséquence est la surprise des agents économiques.

La seconde est leur contrainte de s'adapter à une situation nouvelle non prévue.

La dernière conséquence est que l'équilibre *ex post* étant imposé ne sera pas durable et que les agents économiques viendront à la nouvelle séance de marché avec de nouvelles courbes d'offre et de demande.

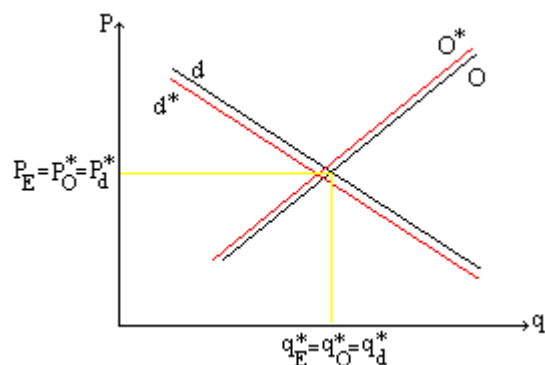
-B- L'effet du blocage des prix.

Supposons un miracle, en fait deux. Les offreurs viennent au marché en ayant exactement anticipé la demande: $d^*=d$; de même les demandeurs ont exactement anticipé l'offre: $o^*=o$. Alors la situation est celle-ci représentée ci-contre. Et l'équilibre obtenu est parfait puisque l'on a alors les égalités:

$$p_E = p_O^* = p_d^*$$

$$q_E = q_O^* = q_d^*.$$

Oui mais une condition doit être remplie: la flexibilité des prix.



C'est cette rigidité des prix qu'il faut maintenant considérer.

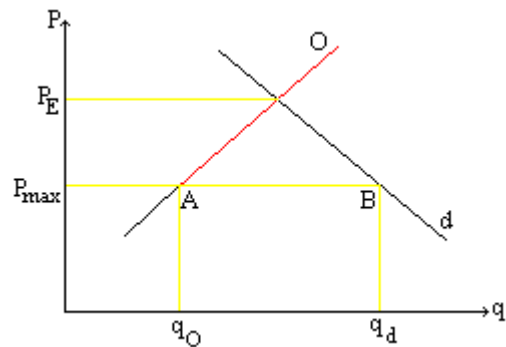
Elle peut être soit à la hausse, soit à la baisse.

1°- Le blocage des prix à la hausse.

Ce blocage résulte de la fixation administrative du prix d'un bien ou d'un service à une valeur inférieure à celle d'équilibre.

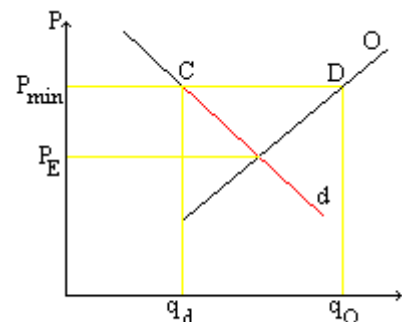
Ce peut être le prix d'un bien alimentaire de première nécessité.

Ce souci de protéger le consommateur ne peut qu'apparaître gêné. Cependant si l'on ne subventionne pas les producteurs, cette législation du prix maximum exige la mise en place d'un rationnement. En effet la courbe d'offre devient virtuelle au-dessus du point A. La quantité offerte est bloquée à q_o inférieure à la quantité demandée q_d . Il existe une demande excédentaire AB qui ne peut être répartie que par un rationnement entre tous les demandeurs qui, au prix P_{max} , n'ont pas satisfait leurs désirs. Mais ce cas de blocage des prix à la hausse reste exceptionnel.



2°- Le blocage des prix à la baisse.

La fixation administrative retient, cette fois-ci, une valeur du prix supérieure à celle d'équilibre. C'est souvent le cas pour la rémunération du travail dont on fixe le montant minimal. Là encore, cette imposition d'un "faux" prix est responsable du déséquilibre du marché correspondant. Le prix est dit faux parce qu'il n'est pas celui qui équilibre l'offre et la demande. La représentation graphique est alors la suivante. Elle se caractérise par une courbe de demande tronquée, une offre pure q_o q_d et donc un stockage non désiré des quantités non écoulées sur le marché.



3°- La conséquence du blocage des prix.

Elle est l'impossibilité pour les courbes d'offre et de demande de se rencontrer et donc de définir un "vrai" prix. Aussi le prix imposé par cette politique peut être qualifié de faux.

-C- La combinaison de ces effets déséquilibrants

A l'évidence, le blocage des prix à la baisse ou à la hausse d'une part, et les erreurs d'anticipations des offreurs et des demandeurs peuvent se combiner.

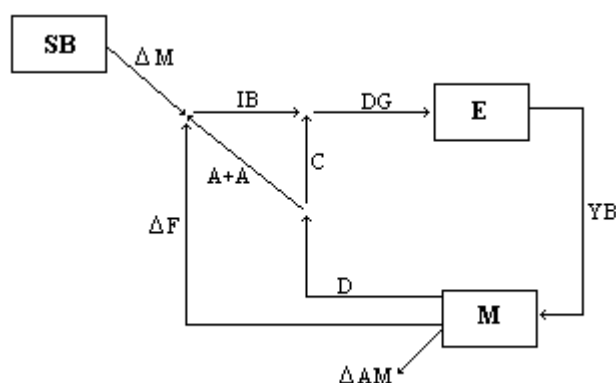
Mais l'objet de cette étude est moins le marché que le circuit économique.

II - LES TROIS POSSIBILITES DE DESEQUILIBRE DU CIRCUIT ECONOMIQUE

-A- Le circuit économique et ses trois marchés fondamentaux

Le circuit économique retenu est très simple. Il ne retient ni l'Etat, ni l'Extérieur. Il se résume à ses trois pôles fondamentaux: les entreprises E, les ménages M et le Secteur bancaire réduit à son rôle d'organisme créateur de monnaie SB.

Sa représentation très schématique est la suivante.



Les entreprises créatrices de la valeur ajoutée globale, le Produit Intérieur Brut, distribuent cette valeur ajoutée sous forme de revenus divers aux ménages YB.

Ceux-ci achètent d'abord les biens de consommation

produits par les entreprises pour un montant D (qui contient les dotations aux fonds d'amortissement et d'autofinancement AM+AUT) ainsi que les titres ΔF qu'elles émettent soit directement sur le marché financier, soit indirectement auprès d'institutions financières collectrices de leur épargne. Les ménages se livrent en plus à une accumulation monétaire ΔAM .

Enfin les entreprises achètent des biens d'équipement pour leur formation brute de capital technique IB qu'elles financent d'abord grâce à leurs amortissement et autofinancement, puis en empruntant des ressources aux ménages ΔF ainsi qu'aux banques qui monétisent ces titres et créent une quantité de monnaie ΔM .

Tout est évident. Mais il faut justifier deux simplifications. La première est que seuls les ménages accumulent de la monnaie. Pourtant les entreprises, elles aussi, accroissent leurs encaisses monétaires. Mais il faut noter la faiblesse relative de leurs encaisses et se rappeler que la vitesse de la monnaie est beaucoup plus rapide pour les entreprises que pour les ménages. Aussi peut-on admettre cette simplification. La seconde est que seules, les entreprises bénéficient des crédits bancaires et ainsi profitent de la création monétaire. C'est encore partiellement inexact. Les ménages demandent aussi des prêts aux banques; mais là encore beaucoup moins. De toutes façons, cette schématisation est sans importance logique. Par contre elle simplifie le discours et surtout montre graphiquement l'indépendance des deux flux monétaires ΔAM et ΔM .

Ce circuit s'articule autour de trois marchés: deux véritables et un quasi-marché. Les deux vrais sont 1- le marché des biens et des services produits qui conduit à la fixation de DG (il contient inclus les marchés de titres d'emprunt des entreprises tant aux ménages qu'au secteur bancaire) et 2- le marché des facteurs de production qui détermine YB . Le quasi-marché est celui de la monnaie. Il est en effet étrange de parler du marché de la monnaie (comment peut-il y avoir un marché pour la monnaie ?) et dont la particularité est évidente avec deux flux séparés, indépendants l'un de l'autre.

-B- Le déséquilibre sur le marché des biens

Par rapport à l'analyse des déséquilibres qui a été conduite plus haut, que peut-on dire ? Comme deux effets ont été retenus, il faut le caractériser par rapport à eux deux.

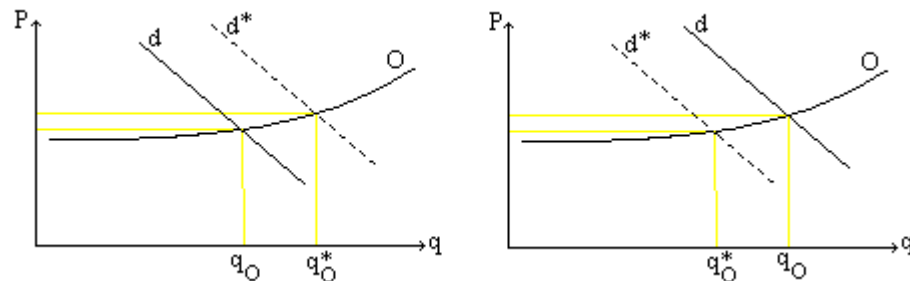
1°- L'effet de surprise et l'effet de contrainte sont ressentis surtout par les offreurs.

La situation la plus probable est que les offreurs qui produisent en fonction d'une demande qu'ils anticipent, soient surpris par la demande effective, soit qu'elle soit plus importante que prévue, soit qu'elle soit moins importante.

Les demandeurs, eux, ne sont pas, en règle générale, surpris par l'offre dont ils attendent qu'elle s'adapte très vite à leur demande effective.

C'est ce principe de la demande effective qui donne à la demande globale, le pouvoir de contraindre l'offre à s'ajuster, qui donne autant d'importance à l'évolution des stocks et du carnet de commandes des entreprises.

En résumé, deux situations sont possibles.



2°- Les prix sont flexibles.

Cette seconde caractéristique demande un petit commentaire. La flexibilité des prix à la hausse est naturelle: toute demande excédentaire s'élimine par une inflation des prix. A la baisse, la flexibilité des prix apparaît plus douteuse, plus incertaine. Mais le problème ne se pose pas dans les faits. La raison est que la courbe d'offre globale des biens est, tant que le plein emploi n'est pas atteint, très fortement élastique et qu'en conséquence la contraction se fait essentiellement sur les quantités et très peu sur les prix. C'est cette situation que représente le schéma ci-dessus.

Disons simplement que sur ce marché, les ajustements de prix et de quantités s'opèrent sans entrave.

-C- Le déséquilibre sur le marché des facteurs de production

Le marché des facteurs de production se réduira au plus important d'entre eux: celui du travail.

1°- L'effet de surprise affecte-t-il plus les offreurs que les demandeurs ?

Les demandeurs du facteur travail, les entreprises, ne peuvent guère être surpris par l'offre globale de travail. Elle correspond nécessairement à la population active. Les offreurs de travail qui sont les ménages, eux, peuvent être surpris par la demande des entreprises si celle-ci se contracte ou augmente de façon imprévue. La situation est

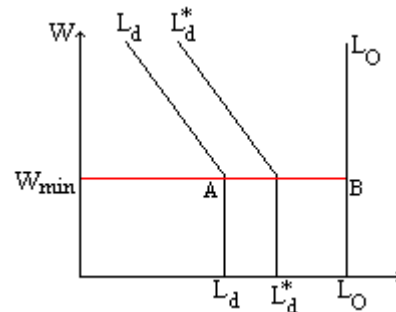
donc analogue à celle du marché des biens produits. La surprise et la contrainte sont encore pour les offreurs. Toutefois, il faut noter que sur le marché des biens, les offreurs sont les entreprises mais que sur le marché des facteurs productifs, ils sont les ménages.

2° - Le prix est bloqué à la baisse.

C'est la grande particularité de ce marché qui est soumis à la législation d'un prix minimum: le salaire minimum. Pour des raisons sociales évidentes, le niveau de ce prix est fixé assez haut. En effet, le salaire est moins considéré comme un coût d'exploitation des entreprises que comme le revenu des ménages. Cette ambiguïté du salaire, à la fois coût et revenu, est à l'origine de la permanence du déséquilibre sur ce marché du travail.

3° - La représentation graphique

Elle est la suivante lorsque l'on fait l'hypothèse d'une aggravation non anticipée du chômage. L'absence de flexibilité des prix interdit toute possibilité d'équilibre. L'offre pure AB, c'est-à-dire le sous-emploi, le chômage, est irrémédiable. Il y a pénurie d'emplois. Aussi vont se trouver éliminés les moins qualifiés, les moins productifs ou ceux qui ont le moins de relations sociales...



Sur ce point, la différence avec le marché des biens est très nette.

-D- Le déséquilibre monétaire

Il est la troisième possibilité de déséquilibre du circuit économique. Quoique les manuels de macroéconomie parlent toujours du marché de la monnaie, il ne s'agit pas réellement d'un marché. La simple considération du schéma du circuit l'établit sans discussion possible. En effet l'offre et la demande sont disjointes. Mais dans la mesure où il est possible de tracer une courbe d'offre et une courbe de demande, on peut parler de quasi-marché.

Que peut-on dire de son déséquilibre ?

1°- Les effets de surprise et de contrainte sont pour les demandeurs. L'explication est très simple. Les entreprises et le secteur bancaire se mettent d'accord sur un montant de crédits.

Ceux-ci sont l'objet d'une monétisation et servent de contrepartie à la création de monnaie. Aussi constate-t-on que les demandeurs de monnaie -les agents qui accroissent leurs encaisses- ne participent pas à l'opération qui crée l'offre de monnaie nouvelle, et qu'en conséquence ils ne peuvent qu'être plus ou moins surpris. Et en plus dans la mesure où la monnaie créée ne peut être que détenue en caisse, ils seront contraints de la demander.

2°- Quant à la flexibilité du "prix", elle est la règle.

Si trop de monnaie a été offerte, la valeur de celle-ci, son pouvoir d'achat, son "prix" baisse. Une offre excessive de monnaie est une offre relativement importante que l'on apprécie par rapport au volume des transactions à réaliser. Par exemple, le taux de croissance réelle de l'économie est 3% et le taux de croissance de la masse monétaire est de 10%. Il y a alors abondance relative de monnaie qui ne peut que se déprécier. Inversement si elle n'a pas été assez offerte, son pouvoir d'achat augmente à moins que cette rareté monétaire casse l'expansion et réduise le volume des transactions à opérer.

Ainsi l'équilibre monétaire est toujours obtenu *ex post* lorsque les ajustements de prix et de quantités ont été effectués. En effet la circulation monétaire MV est nécessairement égale à la somme des transactions nominales QP ou encore YrP

-E- Résumé des caractéristiques des trois déséquilibres

| | | |
|-----------------------------|----------------------------|-------------------------|
| marché des biens: | contrainte sur l'offre: | prix flexibles |
| marché du travail: | contrainte sur l'offre: | prix bloqué à la baisse |
| quasi-marché de la monnaie: | contrainte sur la demande: | prix flexible |

On ne peut que constater les différences de ces trois marchés.

III - LE CARACTERE STRATEGIQUE DU DESEQUILIBRE MONETAIRE

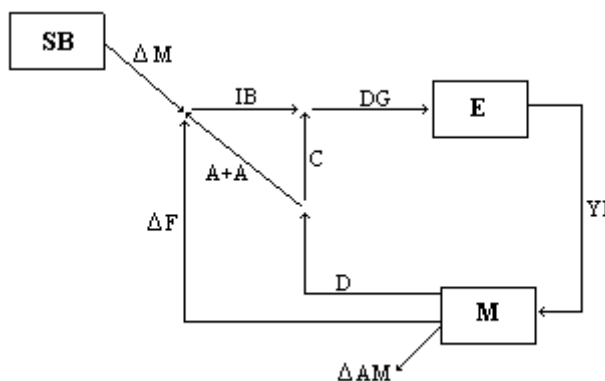
Pour l'instant, trois déséquilibres affectent l'économie globale. Mais l'un d'entre eux va se révéler d'une importance stratégique pour le circuit économique. C'est l'équilibre monétaire qui va conditionner le bouclage du circuit économique, c'est-à-dire être responsable de l'expansion ou de la contraction ou de la constance des flux du circuit économique.

-A- La liaison équilibre monétaire-bouclage du circuit économique

Une représentation schématique du circuit déjà exposée est la suivante.

Elle donne:

$$\begin{aligned} DG &= C + IB \\ &= C + \Delta M + \text{Autof} + \Delta F + \Delta M \\ &= D + \Delta F + \Delta M \\ &= YB - \Delta AM + \Delta M \end{aligned}$$



La fermeture du circuit exige l'égalité $DG = YB$ qui exige à son tour l'égalité $\Delta AM = \Delta M$, c'est-à-dire l'équilibre monétaire. A contrario, $\Delta AM \neq \Delta M$ implique $DG \neq YB$. Si $\Delta M > \Delta AM$, on a $DG > YB$; et inversement, $\Delta M < \Delta AM$ entraîne $DG < YB$.

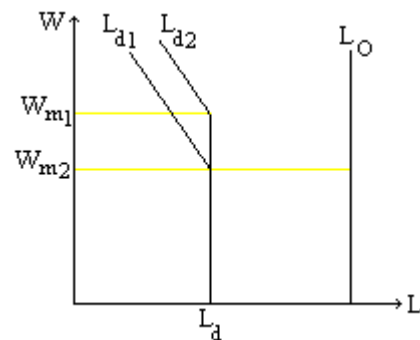
-B- Commentaires

1°- Le premier commentaire est qu'il n'y a pas de fermeture du circuit sans équilibre monétaire. Cette condition macroéconomique est tellement indiscutable que l'on peut se demander pourquoi le monétarisme n'est pas plus admis par les économistes.

2°- Il faut préciser que l'équilibre monétaire n'assure que le bouclage du circuit. Cette égalité de la demande globale et de l'offre globale des biens produits n'implique pas l'existence d'un équilibre de plein emploi. Le circuit peut tourner en régime de sous-emploi des facteurs de production et plus particulièrement du facteur travail.

3°- La conséquence est que l'équilibre monétaire n'est pas un objectif nécessaire. Il l'est en période de lutte contre l'inflation: il faut alors réduire la création monétaire et la rapprocher de la demande d'encaisses monétaires des agents économiques. Mais c'est la situation inverse de "reflation" monétaire qui intéresse le plus les politiciens et les économistes. Que peut-on en dire rapidement ? Elle s'impose comme une nécessité dans le cas du sous-emploi à la condition

expresse que la relance de la demande globale relance à son tour l'emploi. La demande de facteur travail passe de d_1 à d_2 . Encore faut-il que le blocage à la baisse du salaire minimum ne joue pas avec la même rigueur, ce qu'il fera si, dans ce contexte d'euphorie politique, le salaire minimum est lui-même relevé (comme dans le graphique).



Il est pourtant assez simple de comprendre qu'une politique monétaire de relance économique signifie une politique d'accroissement du pouvoir d'achat des agents économiques et pas seulement des agents qui achètent sur le marché des biens produits mais aussi des agents qui achètent sur le marché des facteurs de production.

Pour conclure, une idée suffit. Le déséquilibre monétaire entraîne le non-bouclage du circuit économique.

Et pourtant, un dernier commentaire doit être immédiatement ajouté. L'exposé précédent, quoiqu'apparemment acceptable, est formellement très mauvais. Il admet la possibilité que l'injection monétaire ΔM puisse être très supérieure (inférieure) à la fuite monétaire ΔAM . C'est strictement impossible parce que la monnaie créée doit nécessairement être détenue. Aussi a-t-on l'identité logique $\Delta M \equiv \Delta AM$. Alors comment peut-il y avoir déséquilibre monétaire ? Pour rendre compte de cette

possibilité, il faut nécessairement réintroduire la distinction des grandeurs anticipées *ex ante* et des grandeurs réalisées *ex post*. La création monétaire ΔM qui sera pourtant obligatoirement détenue ΔAM , peut ne pas correspondre à celle qu'avaient anticipée les agents économiques ΔAM^* .

On peut aussi noter que si la flèche ΔM représente bien une injection, la flèche ΔAM ne correspond pas finalement à une fuite mais à une accumulation.

IV - L'INELUCTABILITE DU DESEQUILIBRE MONETAIRE *EX ANTE*

-A- La première particularité de l'actif monétaire

L'actif monétaire est totalement différent des autres pour une première raison. L'offre de monnaie est antérieure à sa demande. La monnaie est créée au profit d'agents économiques qui ne demandent pas de monnaie mais qui demandent des moyens de financement pour des dépenses d'investissement s'il s'agit d'entreprises, des dépenses publiques s'il s'agit de l'Etat ou des dépenses de consommation s'il s'agit de ménages. Ils renvoient donc dans les échanges, cette monnaie offerte. Et finalement, ce seront des agents économiques qui n'auront pas demandé cette création monétaire, qui la détiendront dans leurs encaisses.

C'est réellement une situation exceptionnelle qui se caractérise par deux traits:

- 1- l'offre de monnaie précède la demande
- 2- la demande de monnaie n'influence pas l'offre.

Pour tous les autres actifs, biens, services, titres ou facteurs de production, la demande est la cause de l'offre et l'offre est contrainte de s'adapter à la demande.

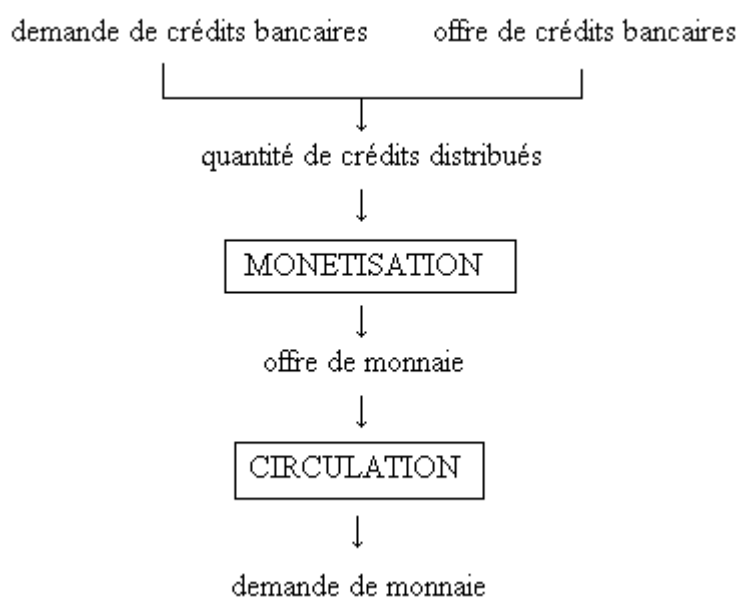
Il est permis d'insister sur cette indépendance de cette offre ΔM et de cette demande ΔAM . Elle est bien plus exemplaire que celle sur laquelle insistent les post-keynésiens: l'indépendance de I et de S. En effet l'investissement est branché en grande partie sur S pour les montants Amort.+ Autofin.+ ΔF . Par contre dans le cas de la monnaie, les choses sont claires. L'offre est antérieure à la demande, elle en est totalement indépendante.

-B- L'exposé de cette séparation de l'offre et de la demande

Dans un premier temps, un marché tout à fait normal fonctionne: celui des crédits bancaires à l'économie. Une offre et une demande vont déterminer classiquement une quantité d'équilibre de crédits bancaires. Mais ces crédits vont être monétisés; c'est à dire que les banques vont créer la quantité de monnaie correspondante qui sera remise aux emprunteurs: c'est l'offre de monnaie nouvelle dont les crédits bancaires représentent évidemment la contrepartie.

Mais le problème est que les emprunteurs ne veulent pas de monnaie. Ils n'empruntent pas pour accumuler de la monnaie; ils empruntent pour acheter, pour investir. Donc ils renvoient cette monnaie dans le circuit pour qu'elle soit détenue par d'autres.

Schématiquement cela se représente ainsi:



-C- L'impossible équilibre *ex ante*

L'offre s'impose à la demande puisqu'elle lui est antérieure.

Donc les offreurs ne sont pas obligés d'anticiper ce que sera la demande de monnaie. Ils sont tout à fait indépendants et souverains. Leur offre de monnaie s'impose donc à l'économie. Elle sera sa valeur effective ΔM .

L'équilibre monétaire serait obtenu si ce ΔM était égal à ΔAM^* l'accroissement des encaisses qu'anticipent les demandeurs de monnaie.

Mais peut-on raisonnablement imaginer possible cette égalité $\Delta M = \Delta AM^*$? La réponse est négative. Les variables explicatives de la demande de monnaie sont: le taux de croissance réelle de l'économie, le taux d'inflation des prix anticipée, une variation du taux de préférence autonome pour la liquidité. Les variables de l'offre de monnaie sont bien différentes, essentiellement financières: le taux d'investissement, le taux d'autofinancement, l'importance du déficit budgétaire de l'Etat, l'importance de l'épargne financière des ménages, la politique monétaire... Il manque surtout une variable prix qui soit commune. Aussi il est inimaginable qu'une offre et une demande gouvernées par des variables aussi différentes puissent être égales, autrement que par miracle.

Théoriquement, deux situations de déséquilibre sont possibles.

La première est celle de l'inégalité $\Delta M < \Delta AM^*$. Elle signifie que les demandeurs de monnaie ont été surpris par une offre de monnaie plus faible que celle qu'ils avaient anticipée. Ils ressentent une position d'illiquidité. Aussi ils vont thésauriser et réduire la demande globale. C'est la déflation des années 30. La peur de voir se renouveler une telle conjoncture a rendu la seconde situation de déséquilibre quasi-normale...

Maintenant on a: $\Delta M > \Delta AM^*$. Les agents économiques sont surliquides. Ils vont dépenser plus. Un cas très théorique et très irréel est celui où ils manifestent une préférence absolue pour les titres financiers dont les prix montent et dont les taux de rendement baissent. Ah quel fantasme que cette réduction des taux d'intérêt qui relance l'investissement et par le biais du multiplicateur, toute l'économie. La réalité est moins ydillique, plus ambiguë. Les agents peuvent acheter plus de titres; mais ils achètent aussi plus de biens. Et si la création monétaire a été importante, les prix des biens augmentent; et au lieu d'une préférence absolue pour les titres, on assiste à une préférence absolue pour les biens. Alors pour mobiliser une épargne qui devient réticente, il faut admettre la hausse des taux d'intérêt. On est alors rentré dans un processus inflationniste.

-D- La conséquence politique de cet inévitable déséquilibre *ex ante*

Comme la demande n'influence pas l'offre de monnaie, il faut faire appel à une régulation externe de type politique, exercée par une administration.

En termes clairs, toutes les économies doivent avoir une Banque centrale dont les fonctions sont de contrôler et d'influencer l'activité des banques commerciales offeuses de crédits bancaires qui sont la contrepartie de la création monétaire.

Le problème est que la politique arrêtée par cette Banque centrale possède une double dimension: une étroitement monétaire puisqu'elle cherche à contrôler l'offre de monnaie, mais aussi une autre étroitement financière puisqu'elle fixe l'offre de crédits à l'économie. Les arbitrages sont parfois difficiles à faire entre ces deux objectifs. Mais ils sont inévitables.

V- L'INELUCTABILITE DE L'EQUILIBRE MONETAIRE *EX POST*

-A- Le principe de l'équilibre *ex post*

1°- L'exposé

L'équilibre *ex post* est une nécessité logique. Sur n'importe quel marché de biens produits ou sur le quasi-marché de la monnaie, cet équilibre *ex post* est toujours réalisé. Il est le résultat d'une nécessité comptable qui veut qu'en face de l'offre, on trouve une demande correspondante. Cette loi est d'application générale.

Mais elle ne signifie pas que l'équilibre obtenu corresponde à l'équilibre qui avait été anticipé par les agents économiques.

Au départ, c'est un équilibre contraint. Les valeurs *ex post* de la demande et de l'offre, d et O , ne correspondent pas aux valeurs anticipées d^* et O^* . Aussi y-a-t-il des ajustements non anticipés des offre et demande: $d = O$ avec $d^* \neq O^*$

$$d^* + \Delta d = O^* + \Delta O$$

2°- Le cas du marché des biens produits.

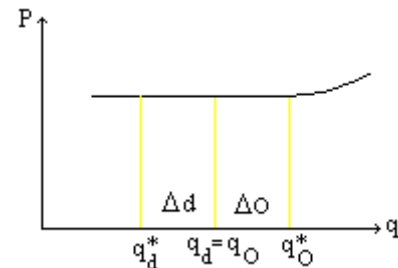
Considérons le marché des biens produits. Les entreprises anticipent leurs ventes pour un montant $q_o^* = 120$ et produisent $O = 120$. Mais les ménages envisagent d'acheter un montant q_d^* plus faible égal à 100. Il y a donc au départ une offre excédentaire, une surproduction égale à $q_o^* - q_d^* = 20$. Admettons que la demande effective s'accroisse un peu grâce à des rabais de prix, des promotions commerciales et devienne $q_d = 105$. La situation finale est:

$$q_d = q_o = 105$$

$$q_d^* + \Delta d = q_o^* + \Delta O = 105$$

$$100 + 5 = 120 - 15.$$

La variation négative ΔO signifie que les entreprises ont stocké les biens non vendus. A l'évidence, elles formulent une demande contrainte, non souhaitée qu'elles ne désirent pas renouveler dans le futur. Alors, si la chute de la demande globale leur semble acquise pour la période à venir, elles vont réduire leur production à 105 (l'influence des stocks est négligée); ce qui va rééquilibrer leur situation.



Ainsi, on constate que le déséquilibre *ex ante* conduit à un stockage qui permet la réalisation d'un équilibre insatisfaisant et imposé qui ne peut être que transitoire et qui déclenchera des ajustements de prix et de quantités qui visent à établir un équilibre final accepté. Mais sans doute avant même qu'il soit atteint, retrouvera-t-on une nouvelle erreur d'anticipation; et tout repartira.

3°- Le cas du quasi-marché de la monnaie.

Considérons maintenant le quasi-marché de la monnaie. Les choses sont plus simples. Les agents économiques s'attendent à une augmentation de leurs encaisses $\Delta AM^* = 100$. La création monétaire effective des banques est plus importante: $\Delta M = 120$. La monnaie créée doit nécessairement être détenue. Aussi a-t-on: $\Delta AM = \Delta M = 120$.

Les agents économiques détiennent donc 20 de monnaie supplémentaire et pour ce montant $\Delta M - \Delta AM^*$ se sentent surliquidés. Cela signifie que quoique l'équilibre *ex post* $\Delta M = \Delta AM$ soit réalisé, ils ne se sentent pas en situation d'équilibre. C'est donc bien un équilibre contraint, imposé, non anticipé. Bien évidemment, cette

contrainte les amène à réagir. Alors les flux du circuit économique vont se modifier de façon telle que cette position de surliquidité disparaîtra.

Aussi retenons cette idée. Les valeurs *ex ante* ne sont jamais réalisées: cela signifie que les agents économiques sont victimes d'un effet de surprise. Par exemple, ils détiennent plus de monnaie qu'ils avaient anticipé. Mais simultanément joue un effet de contrainte: ils sont dans l'obligation de stocker ce surplus de monnaie. C'est cet effet de contrainte qui assure l'équilibre *ex post*. Mais ensuite, à partir de cette situation non désirée, les agents économiques vont réagir pour retrouver une situation qu'ils jugent normale, c'est-à-dire pour éliminer cette surliquidité.

Comment d'un équilibre *ex post* non souhaité, va-t-on passer à un équilibre souhaité ? C'est ce qu'il faut maintenant exposer.

-B- La seconde particularité de l'actif monétaire

La monnaie trop produite reste durablement dans les encaisses monétaires (dans la mesure où la masse monétaire est un ensemble en voie de croissance). Comme l'actif monétaire est parfaitement durable, sa surproduction apparaît définitive. Elle est à cet égard très différente de celle des biens produits. Imaginons que trop de voitures automobiles ont été fabriquées une année. L'année d'après, moins sortiront des usines et plus serviront au remplacement des véhicules anciens et hors d'usage. Pour la monnaie, il n'y a pas de demande de remplacement. En plus, il faut ajouter qu'à la différence des voitures automobiles, ce n'est pas parce qu'une année on a produit trop de monnaie, que l'année d'après, on en produira moins...

On retrouve l'idée que l'offre de monnaie n'est pas gouvernée par la demande de monnaie.

Alors que se passera-t-il en cas de surproduction de monnaie, en cas d'inflation de la masse monétaire ? Ce qui va arriver est encore extraordinaire et confère à nouveau à l'actif monétaire, une originalité absolue. Et quand on pense que certains économistes ne veulent voir dans la monnaie qu'un actif banal !

La monnaie trop produite va s'autodétruire.

Imaginons une économie sans aucune possibilité de croissance réelle. Les agents économiques vont vouloir convertir cette monnaie qu'ils détiennent en trop,

en biens ou titres ou facteurs de production. Comme leurs quantités sont fixes, leurs prix augmentent nécessairement. La hausse de ces prix détruit le pouvoir d'achat de la monnaie, c'est-à-dire réduit l'utilité de chaque unité monétaire dans les transactions. Pour acheter un bien, il faut par exemple 100 avant l'inflation des prix et 200 après. Le prix relatif de la monnaie en termes de ce bien est passé de 1/100 à 1/200. Cette chute traduit exactement la perte d'utilité de chaque signe monétaire puisqu'il faut maintenant deux fois plus de monnaie qu'auparavant. Ainsi a-t-on cette séquence très classique:

surproduction de monnaie → hausse des prix → hausse du besoin de monnaie → réduction de l'abondance initiale de monnaie.

De façon un peu moins classique, on peut écrire que trop offerte, trop produite, la monnaie crée sa propre demande.

Peut-on citer un seul actif non monétaire doté de ce pouvoir ? La réponse est négative. Raisonnons par analogie et imaginons ce qui devrait se passer pour qu'une surproduction d'automobiles s'élimine comme une surproduction de monnaie. Il faudrait que subitement, les voitures surproduites et celles qui existent rendent moins de services, c'est-à-dire fassent moins de kilomètres d'une façon telle que les utilisateurs de voitures doivent demander instantanément le surplus de la production !

Résumons cette particularité de l'actif monétaire en une phrase: trop produit, il s'autodétruit.

Et pour être explicite sur ce processus d'autodestruction, on peut ajouter: l'inflation des prix détruit l'inflation monétaire.

-C- Exposé de cet ajustement

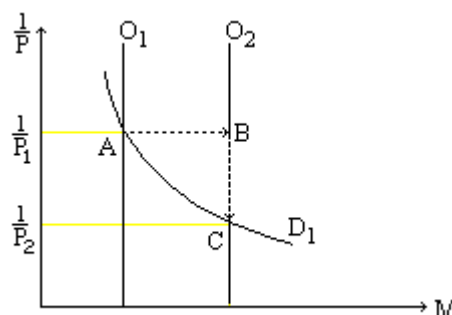
L'identité bien connue $M V = Y_r P$ sert de base de départ. Elle exprime la nécessaire égalité entre la circulation monétaire $M V$ et la circulation des biens, services, titres et facteurs de production représentée par $Y_r P$.

Elle est réécrite sous la forme: $\frac{M}{P} = \frac{Y_r}{V}$

1°- Une première version pose $M/P = \text{constante}$. Cela implique deux constantes: d'une part le Produit Global Réel qui n'est susceptible ni de croître ni de décroître et d'autre

part la vitesse de circulation de la monnaie qui devient un paramètre de comportement des ménages.

On peut alors construire un schéma très simple qui retient comme variable $1/P$ le pouvoir d'achat d'une unité monétaire, l'utilité de cette unité monétaire, son quasi-prix. Alors on peut tracer une courbe de demande de la monnaie sous la forme d'une branche d'hyperbole équilatère qui sera plus ou moins éloignée des axes des abscisses selon la valeur plus ou moins élevée de la constante.



On imagine une première courbe d'offre O_1 dont on rappelle l'indépendance.

On suppose qu'elle est celle de la période

passée et a justifié un niveau de prix P_1 . A la période présente, l'offre se déplace de façon imprévue en O_2 . Instantanément les agents économiques sont dans une situation de surliquidité: ils passent du point A au point B. Mais cette situation d'équilibre *ex post* ne dure pas parce que c'est un équilibre imposé, contraint, faux. La réaction des détenteurs d'encaisses fait augmenter les prix en P_2 et les renvoient au point C. Une position nouvelle d'équilibre est alors atteinte si l'offre de monnaie n'a pas changé entre temps.

2°- Mais la constance de V n'est pas une hypothèse acceptable. L'examen des faits la condamne. En effet les agents économiques soit thésaurisent, soit déthésaurisent. Réexposons ce point en partant de la séparation keynésienne de l'encaisse monétaire en monnaie active et monnaie oisive.

$$M \cdot V = M_{\text{act}} \cdot V_{\text{act}} + M_{\text{ois}} \cdot V_{\text{ois}}$$

$$M \cdot V = M_{\text{act}} \cdot V_{\text{act}}, \text{ puisque logiquement } V_{\text{ois}} = 0$$

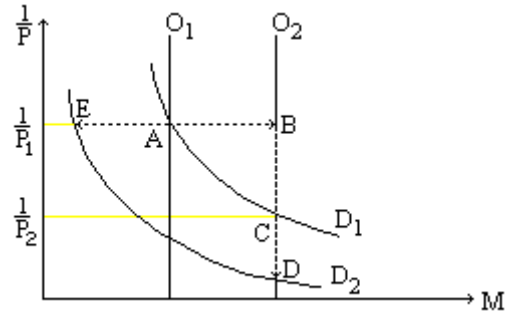
$$V = V_{\text{act}} \cdot \frac{M_{\text{act}}}{M}$$

$$V = V \left(\frac{M_{\text{act}}}{M} \right), \text{ puisque l'on pose } V_{\text{act}} \text{ constante}$$

Alors s'il y a thésaurisation, V diminue puisque diminue $\frac{M_{\text{act}}}{M}$; et

inversement la déthésaurisation fait croître V .

Maintenant, retrouvons l'hypothèse d'une croissance non anticipée de l'offre de monnaie et voyons son influence sur V . Deux scénarios s'opposent. D'abord les post-keynésiens affirment que l'augmentation de M fait baisser les taux d'intérêt et laisse les prix stables: cela signifie que la thésaurisation se développe et que V diminue. De leur côté, les classiques soutiennent que l'augmentation de M fait croître les prix, puis les taux d'intérêt et qu'en conséquence elle



réduit la préférence pour la monnaie et élève la valeur de V . Les faits donnent raison à ces derniers. Aussi peut-on tracer la représentation suivante qui déplace vers la gauche la branche d'hyperbole équilatère. Le déplacement de l'offre de

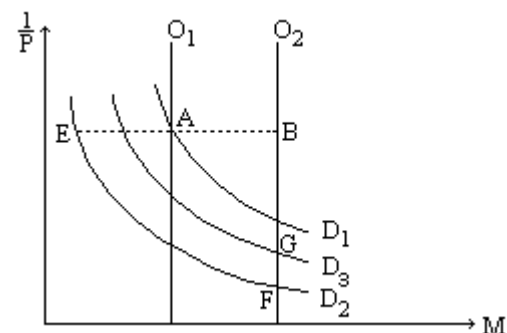
monnaie en O_2 crée instantanément un excès de liquidité AB qui va augmenter et devenir BE à cause de la moindre préférence pour la monnaie. Cette surliquidité conduira à une hausse des prix qui ne s'arrêtera pas en P_2 , mais ira jusqu'à P_3 .

Le problème évident que pose ce cas, est celui de l'établissement de la relation entre le déplacement autonome de la courbe d'offre et le déplacement induit de la courbe de demande.

3°- Le second facteur de trouble dans la relation $\frac{M}{P} = \frac{Y_r}{V}$ est le Produit Global Réel.

Mais d'une part son influence est relativement réduite: le taux de croissance réelle de l'économie est souvent faible par rapport au taux de croissance de la masse monétaire, et d'autre part heureuse: la croissance réelle légitime une fraction de l'offre de monnaie en déplaçant la courbe de demande vers la droite puisqu'elle accroît les besoins de monnaie active.

Imaginons une variation de l'offre de monnaie qui déplace vers la gauche la courbe de demande, mais est accompagnée d'une croissance réelle de l'économie qui fait remonter la courbe de demande. Au lieu du point final E , c'est F qui sera atteint avec un



niveau de prix P_4 inférieur à P_3 mais très probablement supérieur à P_2 .

4°- En résumé, l'offre de monnaie crée sa propre demande par une adaptation des prix P et par une adaptation des quantités Y_r , en fait toujours plus par l'inflation des prix que par la croissance réelle de l'économie. C'est le premier enseignement.

Le second enseignement est que l'offre de monnaie peut être renforcée par une moindre préférence pour la monnaie, par une hausse de V . Les agents économiques qui déthésaurisent, exercent le même pouvoir monétaire que les banques. La conséquence est que le concept de monnaie retenu n'apparaît pas convenable.

-D- La reformulation de l'analyse quantitativiste

La masse monétaire efficace est celle qui circule. Elle correspond à ce que Keynes a nommé la monnaie active. C'est le pouvoir d'achat de cette monnaie active qui doit sans cesse s'ajuster à la quantité des biens, services, titres et facteurs de production à échanger. En effet, la puissance de la monnaie oisive dans les transactions est nulle.

Aussi faut-il réécrire l'identité sous la forme:

$$M_{act} \cdot V_{act} = Y_r \cdot P$$
$$\frac{M_{act}}{P} = \frac{Y_r}{V_{act}}$$

Si l'on pose qu'à court terme, la vitesse de la monnaie active est constante, on

$$a: \frac{M_{act}}{P} = k_{act} \cdot Y_r \text{ avec } k_{act} = \frac{1}{V_{act}} = \text{constante.}$$

L'avantage est qu'il n'y a plus à se soucier de l'instabilité de la vitesse de la monnaie; ce qui simplifie le problème. Mais en réalité, cette simplification n'existe pas parce que $M_{act} = M - M_{ois}$ et que la relation réelle est:

$$\frac{(M - M_{ois})}{P} = k_{act} \cdot Y_r.$$

Aussi ce quantitativisme monétaire revisité, s'il conserve bien de l'ancien, la commodité de ne pas avoir à expliquer l'offre de monnaie qui est totalement indépendante, a le devoir d'expliquer la demande de monnaie oisive.

La théorie quantitative de la monnaie doit se doubler d'une théorie explicative de la thésaurisation monétaire si elle se veut une explication scientifique et pas seulement une tautologie².

VI - CONCLUSION

1°- Les agents économiques ont besoin de monnaie active pour la réalisation de leurs diverses transactions.

2°- Ils anticipent la disponibilité d'une certaine quantité de monnaie active.

3°-La règle veut que l'offre de monnaie ne ratifie pas leurs espérances. La première caractéristique de l'actif monétaire est que son offre est indépendante de sa demande. Les agents économiques sont alors victimes d'un effet de surprise. En général, ils sont surliquides.

4°-La première conséquence est qu'ils peuvent se défier de cette monnaie trop abondante. Leur préférence pour la liquidité va se réduire. La conséquence sera une situation ressentie de plus grande surliquidité.

5°- Alors joue l'effet de contrainte. Ils doivent détenir ces encaisses qu'ils jugent excédentaires. Ainsi est réalisé l'équilibre *ex post* immédiat.

6°- Mais parce que cet équilibre est jugé insatisfaisant, parce qu'il leur est imposé comme une contrainte, les agents économiques vont réagir en dépensant ces encaisses excédentaires. La conséquence sera très certainement la hausse des prix et peut-être l'expansion des quantités. Alors la demande de monnaie augmentera et rétablira l'équilibre. Il convient d'insister sur ce trait extraordinaire de la monnaie: c'est la demande qui s'adapte à l'offre.

² Ce sera l'objet de la seconde conférence.

7°-Aboutira-t-on alors à un équilibre complet. La réponse est certainement négative. Avant la fin du processus d'ajustement, les demandeurs de monnaie auront sûrement été surpris à nouveau par une offre de monnaie non anticipée.