

Confrontés à des réalités complexes, les individus et entrepreneurs ne cherchent pas forcément à rendre maximum leur profit sur l'ensemble des possibles. Instinctivement, ils laissent une place aux aléas non probabilisables, inappréciables, et se contentent de règles de décisions satisfaisantes qui leur permettent, en général, de progresser et de survivre.

Selon Shackle, il est impossible, à partir d'une connaissance, même complète, du présent et du passé, de constituer la liste des résultats alternatifs possibles qu'un homme imagine découler d'un acte qui lui est propre. Des résultats échappent à l'inventaire. L'innovation et le progrès, d'une façon générale, en apportent d'insoupçonnés. Brown définit le progrès technique comme l'ensemble des forces qui provoquent une production croissante, due, ni au travail, ni au capital. Traimond et Vignau précisent que l'innovation et le progrès se manifestent par à-coups. Ils ne sont jamais neutres. Ils impliquent à terme des modifications radicales, non seulement de la technologie, mais aussi des grandes fonctions économiques. Ils s'inscrivent donc dans un devenir humain. Le projet concentre tout un apport prospectif qui définit un objectif comme un point dans l'avenir, un tout social discontinu, vers lesquels tendra la continuité des efforts.

L'auto-organisation exige que trois facteurs préexistent: l'irréversibilité, l'événement et des composants qui activent son alchimie. Chacun de ces composants, le frottement, l'incertitude, la complexité, la rationalité limitée, le nombre d'agents, les échanges d'informations, pris isolément ou en relation avec les autres, accélèrent autant qu'ils freinent le processus.

Le frottement se révèle tout aussi important en économie qu'en physique car il garantit la survie de situations qui, dans un monde uniquement de réversibilités, se perdraient dans l'éphémère. Grâce aux frottements, l'innovation se trouve préservée, l'organisation maintenue, la permanence entretenue. Les incertitudes au contraire sont la locomotive de la création. Combinées avec le frottement, ils forment un couple essentiel. Que le frottement l'emporte, et le système, au risque de s'effondrer, conserve son organisation intacte. Que ce soit l'aléatoire, et il multiplie les expériences brouillonnes ou fluctue au gré des inspirations.

Associée à l'incertitude, la complexité fonde la problématique comportementaliste qui insiste sur la rationalité limitée des agents économiques. Celle-ci suppose l'individu incapable de possibilités de calcul infinies et de préférences complètes, pourtant indispensables aux adeptes de la maximisation sous contrainte ou aux tenants des seuils de satisfactions. Dès lors, des stratégies doivent être élaborées à partir de simulations. Le nombre d'agents est susceptible de varier, leur qualité d'évoluer. Enfin, parce que l'information est imparfaite, son acquisition est coûteuse, même si elle peut aussi donner spontanément naissance à une organisation qui adresse à son tour des messages.

Le modèle d'innovation et d'imitation technologique de Nelson et Winter apporte des leçons de trois ordres sur les phénomènes d'auto-organisation. Il confirme le rôle créateur de

l'innovation technologique des agents économiques; il met en avant que les risques de rupture en cas d'échec de la mise au point de la technologie et de toutes ses implications, ne se produisent qu'après un long processus de maturation; par contre il ne renseigne pas sur les règles de décision qui initient et fixent le niveau de l'effort d'innovation. Autrement dit, la cause originelle de l'innovation reste mystérieuse, tandis que ses conséquences ne seraient pas fulgurantes.

A partir de tous ces éléments, le marché, constitué d'individus qui transforment l'information en organisation, devient lui-même une institution qui classe et organise. L'interaction entre les agents est susceptible d'engendrer de manière endogène toute une gamme d'institutions en fonction des précédentes.

Les capacités d'auto-organisation du marché sont profondes parce qu'elles ne se limitent pas à la construction d'un prix. Elles sont imparfaites car, dans certaines circonstances, la convergence vers la stabilité peut être brisée ou la stabilité ne pas engendrer l'unicité du prix. Elles sont robustes étant données son ouverture à tous et à tout ainsi que sa résistance. Elles sont enfin naturelles et spontanées. Elles ne découlent pas de la volonté ou de la raison de tel ou tel acteur, mais du comportement normal des individus dans le cadre de l'organisation précédente. Le processus d'auto-organisation, créateur, est d'un ordre plus élevé que la simple convergence d'un marché vers un état stable.

En conclusion de son livre, "L'économie de l'ordre et du désordre", Lesourne souligne les difficultés d'élaboration d'un modèle d'auto-organisation. Tous ont pour caractéristique de supposer un temps discret, malgré la progression par pas d'une unité des anticipations, des exigences et des prix, la présence d'un nombre d'agents finis, la définition d'un certain nombre de phénomènes aléatoires propres à chaque individu, la limitation des valeurs à des nombres entiers. Ces nombreuses hypothèses inévitables spécifient les modèles. Faut-il faire acte d'humilité et reconnaître que l'individu n'échappe pas à sa condition humaine qui le situe entre l'infiniment grand et l'infiniment petit, tous deux insondables. Néanmoins, liberté lui a été donnée de se comporter en Père Créateur modélisateur qui choisit ses hypothèses. Par ses choix, il révèle sa représentation du monde et imprime le cours des événements.

Shackle écrit: "Une décision signifie exactement une coupure, une rupture. La décision, au sens commun, est un saut entre le présent et l'avenir. C'est un nouvel état des choses, introduit dans la succession historique des faits". Décider, pour un individu, est, dans tous les cas, l'équivalent d'innover. A la thèse de l'enchaînement nécessaire des conséquences issues des comportements humains, prévisibles et calculables, Shackle oppose une conception qui privilégie la décision, entendue comme "lieu de création continue de l'histoire", expliquent Traimond et Vignau.

S'en remettre au taux d'intérêt explicite, ou à une quelconque administration qui le

contrôle, signifie pour tout ou partie renoncer à ce pouvoir qui se trouve ainsi désincarné. Le regard de l'individu n'est plus que rivé vers cet horizon qui le dirige à sa convenance.

## 2) Les mécanismes financiers de rééquilibrage automatiques

La capacité d'autopoïèse du marché regroupe son aptitude et le temps d'adaptation du marché aux chocs. La résilience du marché mesure sa capacité de revenir à l'état stable en un temps aléatoire fini en cas de chocs. Plus le temps est long, plus la résilience est faible; plus celui-là est court, plus celle-ci est élevée.

Le principe du partage des profits et pertes auquel est associée la réversibilité de la rémunération des fonds prêtés, accroît sans aucun doute la résilience puisqu'il supplée à l'une des rigidités structurelles les plus pesantes, le taux d'intérêt explicite.

A l'inverse de la banque traditionnelle, prise dans un étau entre ses créances et engagements, la banque qui travaille sur la base du principe du partage des profits et pertes dans le cadre de ses activités à moyen et long terme, est libérée de ce souci. Ses devoirs ne diminuent par autant. Outre son devoir d'optimiser les allocations de ressources, lui revient aussi le rôle de répartiteur de chocs, fondamental pour le maintien d'un certain équilibre réel dans l'économie.

### La banque répartitrice de chocs

A la banque revient la responsabilité de garantir le Principe de l'équilibre via la superposition d'une double symétrie dans son bilan, et non pas la rémunération des ressources mises à sa disposition via le taux d'intérêt explicite. Pour cela, la renonciation à celui-ci en faveur d'une infinité de taux constatés a posteriori, individualisés, anticipés par le calcul de TRI, réhabilite la concurrence dont la vertu, si elle est parfaite et pure - et on ne voit pas ici comment il pourrait en être autrement -, est de procurer un résultat optimal à partir d'allocations maîtrisées. D'autre part, la banque a pour rôle de faire absorber les chocs à l'économie en les répartissant au prorata des engagements de tous les déposants.

Cette analyse peut être généralisée à partir d'un modèle d'intermédiation financière, équilibré au bilan, aux flux de revenus périodiques, la période pouvant être plus ou moins longue, sans pour autant modifier les conclusions du raisonnement.

<u>Engagements (réels)</u>	BILAN	<u>Créances (réelles)</u>
S/P		Y/r

Ce bilan implique l'égalité suivante:

$$S/P = Y/r = s \quad (1)$$

avec: S = Engagements nominaux  
P = Niveau général des prix  
Y = Revenu réel périodique  
r = taux de rendement réel a posteriori (% profit)  
s = part du patrimoine réel détenu sous forme de titres

et 
$$Y = rs \quad (2)$$

Le modèle du principe du partage des profits et pertes a pour conséquence, si "r" est incertain, donc implicite, que "S" devient flexible, étant admis pour l'instant que "P" reste constant. En outre, si l'on définit la richesse réelle totale comme étant la somme de la liquidité et des titres détenus en portefeuille, telle que:

$$W = m + s \quad (3)$$

avec: m = offre d'encaisse réelle exogène  
W = richesse réelle totale

les règles d'arbitrage de portefeuille s'appliquent. Elles utilisent les TRI anticipés à partir desquels la répartition monnaie-titres de la totalité du portefeuille s'effectue. En liaison étroite avec l'expérience du passé et l'analyse présente des activités, un TRI moyen peut être déterminé, tel que:

$$m/s = g(\text{TRI}) \quad \text{avec: } g'(\text{TRI}) < 0 \quad (4)$$

Le marché des titres est ensuite relié à la quantité de monnaie sans difficulté:

$$m = g(\text{TRI}) Y/r \quad \text{avec: } g(\text{TRI}) < 0 \quad (5)$$

Si l'on suppose un choc réel, tel que la production et donc les recettes diminuent, étant donné que la baisse du taux de rendement constaté a posteriori "r" ne peut mathématiquement pas compenser la baisse du revenu "Y", les engagements "S", flexibles, diminuent à leur tour pour rétablir l'équilibre. Dans le système traditionnel, "r" étant non seulement inflexible, mais de nature différente, S devient rigide, de sorte que seul le niveau général des prix peut ramener l'équilibre. Si celui-ci ne compense pas suffisamment, le déséquilibre persiste et la dette s'accumule. En effet, dans le cas où la faillite menace l'entrepreneur, la banque tente de rééchelonner la dette pour gagner du temps au risque de se mettre en situation de perte, tout au moins de non liquidité. En dernier ressort, ou bien elle se refinance auprès de la Banque Centrale qui crée alors de l'inflation, ou bien elle recourt aux fonds publics pour combler son déséquilibre, à savoir aux impôts.

Dès lors que l'hypothèse de la constance des prix est levée, l'effet d'un choc réel à la baisse peut se répartir de la façon suivante: pour une baisse de la demande de biens de telle sorte que le revenu réel "Y" diminue, la quantité de monnaie étant toujours supposée

constante, l'excès d'offre de biens entraîne une baisse frictionnelle des prix. Cette baisse augmente le volume des encaisses réelles qui stimule la demande, si bien que celle-ci augmente à nouveau. Ce processus peut être encouragé par la vente de titres suscitée par la baisse du TRI. L'effet d'encaisse réelle suit. On retrouve les mécanismes directs et indirects de Pigou.

Dans le cadre du modèle fondé sur le principe du partage des profits et pertes, imaginer que "S" demeure inchangé et que le niveau général des prix diminue, de telle sorte que la valeur réelle des titres aux engagements du bilan évoluerait en sens contraire à celle de ceux situés en créances, n'aurait aucun sens. L'ajustement à la baisse de "S" en raison de celle de "Y" se produit de fait. Si la banque ne jouait pas son rôle de répartiteur de chocs, la baisse du TRI moyen entraînerait la cession d'actifs dont la valeur faciale serait réduite d'autant. L'intervention de la banque qui diminue automatiquement la valeur des engagements, coïncidant justement avec la préférence pour la liquidité chez les agents économiques désireux de maintenir la valeur de leur encaisse réelle. Dans tous les cas, l'effet d'encaisse réelle relance la demande.

Ainsi, non seulement la banque joue un rôle de répartiteur de chocs, mais les deux variables économiques, TRI et niveau général des prix, qui fluctuent dans le même sens et dans les mêmes proportions, contribuent au mécanisme de rééquilibrage automatique. L'efficacité de leur rôle contra-cyclique est indissociable de l'immédiateté de la répartition du choc initial. La résilience de l'économie s'accroît donc considérablement si l'agent économique, en tant qu'épargnant, accepte de lever la contrainte du taux d'intérêt explicite, autrement dit d'agir instantanément en tant que prêteur en dernier ressort. Les techniques de mutualisation des risques en atténuent la douleur. En cas de refus, il en paye de toute façon le tribut sous forme d'inflation, de pression fiscale et de chômage.

#### Absence d'illusion monétaire

L'économie rattachée au principe du partage des profits et pertes repose sur la flexibilité des prix relatifs issue de la réversibilité du mode de rémunération des fonds prêtés qui lui est rattaché, unique source d'information véritable susceptible de réduire les incertitudes de l'environnement économique.

Cette flexibilité des prix fonctionne car les frais financiers ne rentrent pas dans la composition du prix de vente du bien. Celui-ci réagit donc librement en fonction de la demande et l'effet d'encaisse réelle régule en permanence les fluctuations conjoncturelles. Mais, pour considérer le niveau général des prix comme contrepartie du système des prix relatifs de tous les biens, Patinkin avait préalablement posé l'hypothèse d'une absence d'illusion monétaire.

Il faut pour cela que les prix relatifs ne dépendent pas d'une charge financière rigide,

Sargent et Wallace ont utilisé un modèle à générations imbriquées à taux d'intérêt réel constant. Celui-ci est exogène et l'émission de titres est limitée par la contrainte d'absorption du marché. La polémique repose sur l'inclusion des intérêts de la dette dans la détermination du déficit budgétaire. Sargent et Wallace les avaient exclus de leur modèle ce qui fait dire à Mc Callum qu'une politique de financement du déficit ne serait pas inflationniste s'ils y étaient inclus.

Liviatan ajoute la composante fiscale qui peut aussi participer à la couverture du service de la dette. Le paradoxe de la monnaie restreinte est d'autant plus atténué que le paramètre fiscal est élevé. Si celui-ci diminue, le taux d'inflation anticipé augmente par anticipation d'une croissance de la monétisation du déficit. Cette anticipation à la hausse du taux d'inflation est encore plus défavorable en cas de financement intermédiaire par un accroissement de la dette publique, d'autant que, plus celle-ci s'amplifie, plus le coût des ressources devient important. Le recours ultime au financement monétaire provoquerait une situation inflationniste spectaculaire. Villon conclut au paradoxe de "l'impôt restreint", dont la cause est identique: le financement de la dette publique à taux d'intérêt exogène constant.

Pour Kempf, le succès de cette arithmétique monétariste dans l'analyse des conséquences des modes de financement du déficit public provient d'une dynamique non triviale de l'endettement et de l'inflation qui émerge de modèles assez simples. Ils ont pour avantage d'endogénéiser les effets du taux d'intérêt explicite qui tend à évincer d'autres opportunités de placement ou de consommation, conditionnellement au taux d'inflation anticipé. Toutefois, ces modèles reposent sur l'hypothèse d'une information parfaite des agents économiques et ne tiennent pas compte de l'effet éventuellement multiplicateur des dépenses publiques ou de l'accumulation en capital résultant des investissements opérés par le gouvernement.

Kempf ne dénie pas les conséquences inflationnistes de l'endettement public dénoncé par Sargent et Wallace. Il critique seulement l'hypothèse de parfaite flexibilité des prix en réaffirmant une certaine rigidité de leurs ajustements. Elle seule justifie le besoin de monétiser le déficit public et induit de l'inflation.

A cet égard, Friedman aussi a évoqué un mystérieux coefficient "q" dont la demande de monnaie dépendrait, égal à la différence entre le taux de rendement réel anticipé des titres et le taux de croissance réel de l'économie. Ce coefficient "q" aurait un caractère permanent. Il justifierait un comportement de la demande de monnaie indépendant de l'évolution de son offre.

Tobin et Friedman ont tous deux raisonné dans le cadre d'une analyse de portefeuille. Mais le premier a privilégié le rôle du marché financier pour décrire le mécanisme de transmission de l'impulsion monétaire.

induite par un taux d'intérêt explicite contracté à un moment donné. A cette seule condition, l'information est donnée par l'évolution des prix réels sur chaque marché, pris isolément, chacun étant influencé par les prix des autres marchés dont son activité dépend. Le prix devient alors relatif, tel que toute variation de l'un induit celle des autres. Il n'y a pas de raison que la théorie de l'interdépendance des marchés classique ne s'applique pas, quel que soit l'état de stabilité de tel ou tel marché. Par contre, il suffit qu'un choc aléatoire survienne sur l'un des marchés pour que toute la structure des prix relatifs soit modifiée.

Dans le système économique traditionnel, l'effet d'encaisse réelle ne peut pas fonctionner en cas d'affaiblissement de la demande, car les prix réels ne sont pas indéfiniment flexibles à la baisse. Au-delà d'une certaine limite, ils deviennent rigides dès que la marge de l'entreprise a disparu. Seule l'inflation durable efface une dette durable. Celle-ci devient tendancielle et la spirale commence. Le taux d'inflation est intégré dans le calcul de la dette qui lutte contre son érosion monétaire. Et le coût additionnel de celle-ci est à nouveau répercuté sur les prix. Les prix réels sont transformés en prix nominaux, sujets à illusion monétaire. Ils évoluent finalement essentiellement en fonction des anticipations inflationnistes, et le contenu de leur information, résultant de la confrontation de l'offre et de la demande, n'est plus qu'un accessoire. Avec les politiques de contrôle des prix, ils sont définitivement vidés de toute substance significative.

Chaque prix sur chaque marché ne vaut qu'à l'instant, sauf le taux d'intérêt explicite qui reste fixe et durable dès lors qu'il est contracté. Sa nature et son comportement sont donc différents des autres prix. Tel un intrus, le taux d'intérêt explicite perturbe le système des prix relatifs, transforme les prix réels en prix nominaux, crée l'illusion.

Le principe du partage des profits et pertes ne gêne pas la flexibilité des prix à l'infini, à la hausse comme à la baisse. A supposer que conjoncturellement les prix baissent librement pour une quantité d'un bien vendue cependant inchangée, le revenu global de ce marché se contracte en étroite corrélation. Le TRI dudit marché diminue, toutes choses égales par ailleurs. Ensuite trois scénarii se présentent: ou bien la baisse des prix relance la demande sur ce marché de telle sorte que celui-ci retrouve son revenu global antérieur, voire le dépasse, si bien que le TRI retrouve son niveau antérieur voire s'améliore; ou bien le bien s'est vulgarisé sur un marché saturé après avoir connu une période de forte croissance, de sorte que la production nouvelle n'assure plus que les besoins de renouvellement, et le TRI se maintient à un niveau plus modeste; ou bien le bien est délaissé et l'activité meurt aussitôt que le TRI minimum jugé acceptable aura crevé son seuil plancher.

Le TRI serait-il un indicateur de l'évolution des prix constatée, dans la mesure où la quantité de la demande demeurerait inchangée? Cette question n'a pas vraiment de sens, car imaginer que l'une des variables fluctue sans l'autre est irréaliste dans le cadre d'un fonctionnement normal du marché. Ainsi le TRI est bien l'expression exclusive d'un revenu escompté ou constaté, mais certainement pas un prix. Quel que soit le cas de figure, le TRI

n'entre pas dans le système des prix relatifs.

Il est possible d'arguer que le TRI n'est pas totalement sans effet sur celui-ci car il affecte la valeur des certificats de participation sur le second marché. Il n'empêche qu'en tant que tel il n'y est pas intégré, contrairement au taux d'intérêt explicite. Si, sur chaque marché, il est un indicateur de tendance à un terme plus ou moins éloigné, le TRI change néanmoins à tout instant. Il n'est pas fixe, encore moins prédéterminé de manière exogène, et il en existe une infinité. Il ne peut matériellement pas être structurellement inflationniste. Il est par conséquent neutre sur le processus de formation des prix qui ne risquent pas de devenir nominaux. Concrètement, l'entreprise n'est obligée d'incorporer dans sa structure de coûts ni les charges financières, ni les anticipations inflationnistes. Le TRI ne crée pas d'illusion monétaire.

### Les dangers de faux-semblants

Il ne faut absolument pas confondre, ni même tenter de comparer avec un oeil favorable, les visions des néo-classiques monétaristes de l'économie avec celles associées au principe du partage des profits et pertes. On peut même continuer d'affirmer qu'elles sont diamétralement opposées en dépit de significatifs semblants de rapprochement se rapportant à la gestion quantitative de la monnaie, l'usage du marché des titres dont les valeurs fluctuent sur le marché secondaire, avec pour corollaire la suppression officiellement revendiquée d'une assurance d'un retour fixe sur les dépôts des épargnants.

Au lendemain de la crise bancaire américaine du début des années 1980, certains économistes, Kindelberger, Kareker, Golombo et Mingo, ont défendu, lors d'une conférence de la Federal Reserve de San Francisco, l'idée d'un système financier d'équilibre, qualifié de, "participation équilibrée". Pour appuyer leur argumentation, ils ont repris les propositions d'Henry Simons présentées en 1948 à partir d'une analyse de la crise de 1929, qui prônaient l'existence parallèle et séparée de deux catégories de banques, répondant aux deux fonctions distinctes de la monnaie, de paiement et de portefeuille. Ce dernier avançait par ailleurs que l'instabilité financière du système bancaire provenait, et de l'application de réserves obligatoires fractionnelles, et d'une rémunération fixe sur les dépôts. A partir de là, il divisait la banque en deux compartiments: les dépôts immédiatement disponibles avec des réserves à 100%, de sorte que les dépositaires, entrepôts d'argent, ne puissent pas créer ou détruire de la monnaie; les dépôts à des fins d'investissement, soumis à certaines conditions, assurant la fonction de prêt, les ressources obtenues provenant exclusivement de la vente de titres pour un montant équivalent, notamment auprès du public.

A propos de cette deuxième fonction, ou bien la banque continue de jouer un rôle de transformation si bien que figurent à son bilan, d'un côté les titres détenus par les épargnants/investisseurs, de l'autre les titres achetés par la banque, ou bien elle se contente d'agir comme intermédiaire pour placer les émissions faites par des tiers. L'équilibre n'est



obtenu qu'à condition que tous les titres soient négociables. Les créances, dont les valeurs varient au gré du marché, sont privilégiées. Le monétarisme s'appuie sur les ajustements continus des cours des titres, résultant des négociations sur le second marché. Mais à comparer avec le principe du partage des profits et pertes, ce ne sont pas les mêmes critères de décision qui sont à l'origine de ses variations.

A la différence du modèle financier fondé sur le principe du partage des profits et pertes, la banque tend à se désengager. Elle agit en tant que marchand de titres, abandonnant à d'autres son rôle de création, de maintenance et de suivi des titres de dette, pourtant à la base de sa vocation de transformation de l'épargne en crédits consentis aux entreprises.

La renonciation à une rémunération fixe sur les dépôts découle en fait uniquement du risque sur le capital. Contrairement au principe du partage des profits et pertes où c'est précisément la liaison avec le profit qui en est cause première. Cette préconisation des monétaristes provient des besoins de la politique monétaire visant, en utilisant les effets d'annonce, à lutter contre, sinon à stabiliser l'inflation. Ils estiment primordial le combat contre l'inflation. Ayant postulé la stabilité à long terme de la relation monnaie-revenu global, ils utilisent à cette fin le mécanisme de transmission par les prix issu des arbitrages sur les marchés d'actifs, titres, biens et services, tous les prix devant demeurer parfaitement flexibles. Et les rendements offerts par les titres varient, en fonction de l'effet de la politique monétaire sur les cours.

Mais si les rendements des titres changent, c'est précisément parce qu'au départ, leurs taux de rémunération sont fixés et prédéterminés durablement et qu'ils induisent pour cette raison un risque sur le capital. En définitive, l'exigence des monétaristes d'un retour non garanti sur les dépôts ne signifie ni la suppression du taux d'intérêt explicite, ni l'obtention d'un équilibre d'intermédiation financière en coïncidence avec la réalité économique.

On aurait de cesse de le répéter, le principe du partage des profits et pertes appliqué à la rémunération des fonds prêtés n'est pas un prix. Il est le produit de la réalité. En ce sens, il est source authentique et immédiate d'informations et parfaitement flexible.

La parfaite flexibilité des prix permet aux mécanismes de réajustement automatique de l'économie de fonctionner. Le principe du partage des profits et pertes en souligne l'importance et contribue au rétablissement de cette condition. Il joue le rôle essentiel de répartiteur de chocs aléatoires, non probabilisables. Au coeur du dispositif se trouve la banque à laquelle il appartient, non pas de garantir le taux de rémunération des fonds prêtés, mais la bonne application du principe.

Par le jeu de la concurrence, la banque est responsabilisée. Elle est incitée à prendre une part de risque des projets auquel elle invite ses dépositaires à souscrire. Comme sous la contrainte du ratio Cooke, elle est obligée de constituer des fonds propres en fonction des

actifs dans lesquels elle prend et fait prendre des engagements. A la banque de rechercher, par sa compétence et sa réputation, les meilleurs risques. Le calcul de durations par rapport à un TRI escompté mesure le risque de marché. Les revenus en provenance des projets pouvant en effet être plus ou moins certains, la banque, seule ou avec une compagnie d'assurance, peut alors en garantir une partie moyennant le paiement par l'épargnant d'une prime d'assurance.

Comme pour Wicksell, la banque est le vecteur de la théorie quantitative. Mais il ne faut pas confondre un financement à taux variable avec le principe du partage des profits et pertes. Le premier est un prix qui évolue au gré de la politique monétaire dans un environnement économique monétarisé, le second un revenu en étroite relation avec la vie de l'entreprise, partagé.

## L'ACCOMPAGNEMENT DE LA CROISSANCE ET LA MAÎTRISE DE L'EMPLOI

L'application du principe du partage des profits et pertes met l'entrepreneur en situation de risque dont le profit est le produit. Il est normal de penser que plus le risque est grand, plus la rémunération escomptée doit être élevée, et inversement. En l'occurrence, les comportements ne changent ici en rien avec la pratique du taux d'intérêt explicite.

Le pourcentage de répartition des profits et pertes est le prix issu de la confrontation de l'offre et de la demande de monnaie en fonction des débouchés escomptés. Dès lors qu'il résulte de négociation, au cas par cas, on peut estimer la répartition des profits et pertes entre les différents agents économiques partenaires comme "équitable".

Le marché de la monnaie, au sens keynésien, n'existe donc plus et avec lui disparaissent les politiques de relance fondées sur le seul mécanisme de financement précédant le processus de production et se contentant de présumer d'une initiative d'entreprendre, en réalité très incertaine. Si l'économie de financement implique l'incertitude, celle-ci n'implique pas l'économie de financement.

La monnaie n'est créée que s'il y a forte présomption d'une croissance correspondante de l'offre de biens en réponse à des besoins. La monnaie ne sert que de moyen d'accompagnement.

A ce stade, il est impératif d'étudier les indicateurs de croissance ou de réduction de la quantité de monnaie offerte, de distinguer l'ensemble de la masse monétaire ou monnaie au sens large, de la liquidité ou monnaie immédiatement disponible. Celle-ci circule au sein de l'économie avec une vitesse plus ou moins grande, qui permet un nombre plus ou moins grand d'opérations. En fonction de la vitesse uniquement, à quantité de monnaie offerte constante, l'économie peut entrer en phase de ralentissement ou de surchauffe.

Pour réguler la quantité de monnaie offerte, les traditionnels outils de gestion de la masse monétaire peuvent être utilisés, open market ou réserves obligatoires. Ces dernières instaurent une relation en terme de pourcentage entre les liquidités disponibles en circulation et la masse monétaire dans son ensemble. Si la vitesse de circulation diminue, les réserves

peuvent être atténuées, et inversement, à la discrétion des autorités monétaires.

Si le modèle monétariste comme celui du principe du partage des profits et pertes ont tous deux pour objectif la réalisation de la relation quantitative monnaie/revenu global, leur démarche et leur méthode sont encore une fois distinctes. Pour les monétaristes, ce sont les incidences sur les taux de rendement qui cachent le taux d'intérêt explicite, qui doivent permettre d'atteindre l'objectif désiré au terme de la mise en oeuvre de mécanismes automatiques. C'est la monnaie de base, ou liquidité, qui est contrôlée quantitativement, et, pour mieux la maîtriser, un taux de réserve obligatoire de 100%, appliqué à elle, est recommandé, afin d'en prévenir toute création ou destruction autonome, par effet multiplicateur. Mais cette technique ne permet pas, à elle seule, une maîtrise efficace de l'évolution de la masse monétaire globale qui comporte à la fois la liquidité et l'ensemble des titres existants. En effet, la proposition des monétaristes conduit à laisser la vitesse de circulation de la masse monétaire totalement libre, livrée à elle-même à l'infini. En fait, l'évolution de cette dernière est précisément freinée ou accélérée par le taux d'intérêt explicite qui n'est volontairement pas réglementé. L'incidence sur l'économie de son évolution erratique est difficile à prévoir et ne peut être constatée qu'a posteriori.

Cet abandon aux fluctuations du taux d'intérêt explicite sur le marché monétaire est par définition rejeté par le principe du partage des profits et pertes. Agir avec souplesse sur la quantité de monnaie globale offerte demeure cependant l'unique moyen de tendre vers le plein emploi, en se servant à titre d'indicateurs, de ceux fournis par le marché de la liquidité, du niveau général des prix, des vitesses de circulation de chaque composante de la masse monétaire globale.

### **1) L'offre de monnaie**

D'après la théorie classique, le niveau de revenu par individu se maintient si la richesse globale croît dans les mêmes proportions que la population. Cette définition du taux de croissance naturel de l'économie suppose que l'équilibre de plein-emploi soit toujours atteint en fin de période, ceci à condition que, d'une part, l'offre effective soit égale à la demande anticipée, elle-même égale à l'offre anticipée et que, d'autre part, l'épargne égalise a posteriori l'investissement. Dans une économie monétarisée, si l'on admet une utilisation optimale des facteurs de production, capital et travail, il en résulte que seul le progrès technique ou l'innovation soutient cette croissance. L'individu ne peut quant à lui épargner qu'en accumulant du capital physique.

La croissance de la quantité de monnaie offerte est présumée accompagner le taux de croissance naturel de l'économie. Elle est pourtant stimulée a priori par la demande de monnaie qui dépend exclusivement d'anticipations sur le futur relatives au taux d'inflation et à la croissance de la richesse. Mais les erreurs d'anticipation induisent un décalage entre le taux de croissance de la monnaie offerte et celui de la richesse nouvelle constatée a posteriori, que

seule l'inflation compense. Ainsi l'inflation devient-elle le lien indispensable entre le marché des biens et celui de la monnaie. Elle assure le respect des conditions d'équilibre de plein-emploi.

Dans une économie régie par le principe du partage des profits et pertes, l'incertitude est source libératrice de l'énergie humaine, du travail, à l'origine de la création de la richesse nouvelle. La croissance ne se limite donc pas au respect d'un ratio constant revenu/population recensée. Les profits escomptés, en tenant compte éventuellement de ceux observés dans le passé, mobilisent une énergie incommensurable et en orientent l'affectation sur plusieurs périodes à venir. C'est l'agrégation de tous ces profits escomptés, indissociables des décisions prises par les banques, qui détermine la tendance de la croissance. Celle-ci,  $\pi$ , est alors définie comme le rapport entre le profit escompté, ou richesse nouvelle anticipée, sur une période donnée, et le patrimoine. L'écart entre la croissance escomptée et la croissance effective reste nécessairement comblé par l'inflation.

### Chômage et inflation

Philips établit une relation entre l'évolution du salaire nominal et le chômage. Il considère l'écart entre l'offre et la demande de travail et la vitesse d'ajustement de l'un à l'autre en fonction des variations du salaire nominal. Il relie de cette manière le chômage et le taux d'inflation. Friedman conteste cependant la stabilité de cette relation du fait que l'indexation des rémunérations au taux d'inflation anticipé nécessite un délai. Le déséquilibre sur le marché du travail dépend donc davantage de l'évolution du salaire réel.

Soit:  $w = w_n - \rho_e = f(U)$

avec:  $w$  = variation du salaire réel  
 $w_n$  = variation du salaire nominal  
 $\rho_e$  = taux d'inflation anticipé  
 $f(U)$  = chômage

Si par généralisation,  $w$  est remplacé par les prix,  $p$ , l'équation devient:

$$p = p_n - \rho_e = f(U)$$

Il en résulte:

$$p = \rho_e + f(U)$$

A l'équilibre,  $p = \rho_e$ . Le chômage naturel est défini par Friedman comme étant l'écart entre  $p$  et  $\rho_e$  provoqué par le taux d'inflation anticipé. Il l'assimile à du chômage volontaire résultant de décalages nés de délais de négociation des contrats - théorie des contrats

implicites - ou de refus de saisir l'opportunité d'un travail en fonction d'autres critères qui satisfont mieux l'utilité des salariés - théorie du "job search".

Friedman justifie la courbe de Philips à court terme par la naïveté des anticipations des prix formées par les salariés. Si le taux d'inflation se révèle finalement supérieur au taux anticipé, les salaires réels baissent, tandis que la profitabilité des entreprises augmente, par conséquent l'offre et l'emploi.

Etant entendu que le raisonnement serait inversé en période déflationniste, Friedman montre ainsi qu'il y a bien une relation inverse à court terme entre taux d'inflation et taux de chômage. Cependant, à long terme, les salariés incorporent la nouvelle politique monétaire expansionniste et rectifient leurs anticipations, de telle sorte que l'activité revient à son niveau naturel qui correspond à l'identité entre taux d'inflation anticipé et taux d'inflation observé. Pour obtenir un niveau durablement plus faible du chômage, il faudrait admettre une accélération perpétuelle de l'inflation.

A long terme, la courbe de Philips est donc verticale. Le niveau d'inflation anticipé est déterminé indépendamment du taux de chômage naturel en fonction d'autres causes, et réciproquement. Cette indépendance réciproque donne un sens au phénomène de la stagflation. La préoccupation est alors de savoir, d'une part, pourquoi le taux de chômage naturel, compatible avec la stabilité de l'inflation, tend à augmenter. Est-il alors toujours admissible de le considérer constitué uniquement de chômage volontaire ou au contraire faut-il y détecter du chômage involontaire? Pourquoi le taux d'inflation persiste alors que le modèle du taux de chômage non accélérateur (TCNA), ou "non accelerating inflation rate of Unemployment (NAIRU)", montre qu'en cas de choc exogène sur les prix, la boucle salaire-prix induite n'a pas d'influence durable sur lui?

La demande effective influence aussi le marché du travail. En cas de dépression, elle relègue progressivement au second plan la négociation salariale. Il s'instaure un chômage involontaire qui correspond à une situation où à des personnes sans emploi qui accepteraient de travailler aux conditions du marché, aucune proposition n'est faite. Il est caractérisé par deux critères principaux, l'existence d'un excès d'offre de biens anticipés chronique et sa persistance quel que soit le niveau du salaire réel. Cette notion s'oppose à celle de chômage volontaire qui provient de la rigidité ou du temps d'adaptation des salaires, notamment à la baisse, en raison des comportements des agents économiques.

Selon les théoriciens de l'offre, l'économie se trouve piégée dans un processus de divergence par rapport à l'équilibre à cause de l'écart entre le coût du salaire réel et le salaire reçu. Involontaire serait cet écart si une partie du marché du travail ne répond plus aux critères des mécanismes concurrentiels permettant l'égalisation du salaire réel avec la productivité marginale du travail. Pour de multiples raisons, des salaires variés peuvent être versés pour des compétences identiques. Une société duale discriminatoire s'instaure en

raison du fait qu'au sein du marché du travail, se différencie un secteur primaire d'un secteur secondaire par l'absence d'unicité du salaire réel pour un emploi donné.

Ce dualisme sur le marché du travail est d'autant plus accentué qu'une notion de risque est intégrée dans les comportements. Les salariés du secteur primaire, "les insiders", analysent leur situation en fonction des chocs conjoncturels anticipés tels que:

$$\text{Taux de chômage}_{t+1} = a (\text{taux de chômage}_t) + \text{un aléa imprévisible}$$

L'inertie de ce marché étant mesurée par le coefficient "a". "a" est d'autant plus élevé que les salariés du secteur secondaire, "les outsiders", peuvent exercer moins de pression sur les premiers, qu'ils leur sont moins substituables. Si  $a = 1$ , la société est hermétiquement duale. Si  $a = 0$ , le marché du travail tend vers le taux de chômage naturel d'équilibre, à un aléa près.

Ce coefficient "a" synthétise les comportements de couverture du secteur primaire vis à vis des facteurs de risque inhérents au marché du travail. Dans le cadre de leur rapport de force, les salariés comparent leur rémunération avec le coût du recrutement pour l'entreprise tandis que celle-ci craint la perte des compétences dont elle dispose et cherche à maîtriser l'effort de ses salariés.

En adoptant des raisonnements à la marge, les théoriciens de l'offre auraient-ils oublié que la définition d'un taux de salaire d'équilibre général pour un emploi donné en fonction de la productivité marginale du capital nécessite de présupposer une parfaite homogénéité du facteur travail, hypothèse dont les premiers classiques avaient déjà pris conscience dans leur quête d'un étalon "travail" de référence? A partir du système des prix de production lui-même, Saffra a récemment encore démontré l'absurdité de ces modes de raisonnement, même si, utilisés à des fins bien circonscrites, ils donnent l'illusion de décrire une certaine réalité.

La croissance du taux de chômage naturel ne découle donc ni du niveau d'inflation d'équilibre, ni d'un écart entre salaires pour un même emploi donné. Celui-ci résulte tout simplement de calculs d'optimisation normaux pour l'entreprise comme pour le salarié dans un contexte de concurrence, a priori indépendant de la productivité marginale du travail et relevant plutôt d'une démarche de couverture vis à vis du risque.

#### Le coefficient "q" de Friedman

Si l'inflation est nécessaire, est-elle fluctuante, conjoncturelle ou tendancielle? Il n'est pas certain que toute croissance de la quantité de monnaie induise de l'inflation. Inversement, l'accroissement de la quantité de monnaie peut engendrer de l'inflation parmi d'autres facteurs. Mais, quelle que soit l'origine de l'inflation, celle-ci ne persiste pas durablement sans accroissement de la quantité de monnaie. D'autre part, réduire la part de chômage

involontaire dans le taux de chômage naturel signifie tout mettre en oeuvre pour ajuster la demande effective avec l'offre anticipée. Les effets inflationnistes d'une politique monétaire et budgétaire combinée sont âprement débattus.

La théorie quantitative prékeynesienne prétend que l'effet d'une croissance de la monnaie est neutre sur l'économie réelle et soutient par conséquent que le taux de croissance de la monnaie est seul à déterminer le taux d'inflation.

Les théoriciens classiques raisonnaient à l'origine à l'équilibre de plein emploi dans un contexte de parfaite flexibilité des prix. Ils considéraient qu'un accroissement de l'offre de monnaie induisait à long terme une augmentation proportionnelle du niveau général des prix. A court terme cependant, si celui-ci, par effets, direct d'encaisse réelle ou indirect sur le marché des titres, exerce une influence immédiate sur l'économie réelle, les mêmes effets provoquent un retournement de situation et un retour à l'équilibre initial; les théoriciens classiques en concluent à la neutralité de la monnaie sur l'économie réelle.

Keynes qui se place dans un contexte d'équilibre de sous-emploi avec chômage involontaire, porte son attention sur les effets indéniables à court terme de l'accroissement de l'offre de monnaie, les effets de retournement n'intervenant que si l'équilibre de plein emploi est atteint.

En intégrant dans le raisonnement le marché des titres, Keynes et Wicksell insèrent le taux d'intérêt explicite comme véhicule intermédiaire qui relie le marché de la monnaie au marché des biens via l'inflation, tel que:

$$r = i - \rho$$

avec:  $r$  = taux d'intérêt réel

$i$  = taux d'intérêt nominal

$\rho$  = taux d'inflation

Keynes et Wicksell démontrent que si l'individu effectue des arbitrages en fonction de son revenu, entre utilité de sa consommation immédiate, rendements escomptés des titres ou du capital neuf, il peut exister, ou bien des excès de demande compensés par des excès d'offre, ou bien un excès de demande global qui engendre un excès de demande de monnaie. Dans le premier cas, les prix s'ajustent éventuellement, dans le second, l'excès de demande de monnaie provoque une élévation du coût d'obtention de celle-ci, de telle sorte que la demande diminue. L'effet inflationniste de l'excès de demande de biens est donc court, annulé par un effet inverse. On ne peut parler que de fluctuations inflationnistes. Il eût fallu que la monnaie augmentât pour soutenir l'inflation. Néanmoins, elle n'en eût pas été la cause originelle.

Cependant, en cas de mauvaise synchronisation entre l'offre effective et cet excès de



demande de biens, si l'offre de titres demeure constante, les tensions inflationnistes prévalent et annulent l'effet richesse de l'accroissement de l'offre de monnaie. Même si l'élévation de l'offre de monnaie a agi sur le taux d'intérêt à la baisse du fait de l'excès de demande de titres, ainsi que sur la demande effective, les déperditions font qu'à long terme, cette augmentation de l'offre de monnaie peut avoir un effet neutre sur l'économie réelle. Les monétaristes en reviennent à la condition d'équilibre quantitativiste selon laquelle le taux d'inflation est égal à l'accroissement de l'offre de monnaie.

Les autorités monétaires ont le choix, pour atteindre un niveau de production de référence, entre contrôler la masse monétaire, autrement dit laisser le taux d'intérêt explicite fluctuer, ou contrôler celui-ci, ce qui signifie que la masse monétaire varie en fonction de l'objectif de taux fixé.

Soit le modèle de Poole repris par Artus, tel que:

$$Q_t - Q_0 = -a(r_t - r_0) + \varepsilon_d \quad (\text{courbe IS, marché réel})$$

$$\text{et: } M_t - M_0 = b(Q_t - Q_0) - c(r_t - r_0) + \varepsilon_m \quad (\text{courbe LM, marché de la monnaie})$$

avec:  $Q_t$  = production à l'instant  $t$   
 $Q_0$  = production de référence à l'instant 0;  $t > 0$   
 $M_t$  = quantité de monnaie à l'instant  $t$   
 $M_0$  = quantité de monnaie à l'instant 0;  $t > 0$   
 $r_t$  = taux d'intérêt à l'instant  $t$   
 $r_0$  = taux d'intérêt à l'instant 0;  $t > 0$   
 $\varepsilon_d$  = aléa affectant la demande, de variance  $\sigma_d^2$   
 $\varepsilon_m$  = aléa monétaire, de variance  $\sigma_m^2$   
 $a, b, c$ , coefficients de corrélation

Les autorités monétaires ont à opérer un choix avant l'observation des aléas,  $\varepsilon_d$  et  $\varepsilon_m$ . Si  $\sigma_m^2$  est élevée, il est préférable d'exercer une politique de contrôle du taux d'intérêt et inversement si  $\sigma_d^2$ . Afin de donner un rôle aux informations dont elles disposent, les autorités monétaires vont à la fois corrélérer les aléas dans le temps, ceux-ci se reconduisant en partie d'une période à l'autre, et en rajouter de nouveaux en fonction des dernières observations statistiques. A défaut de pouvoir observer  $Q$  et  $M$  en  $t-1$ , la politique naïve consiste à fixer le taux d'intérêt au niveau de celui de la période antérieure, tel que la variation de la production ne dépende plus que des aléas demeurés jusqu'alors indéterminés. Si maintenant  $Q$  en  $t-1$  a pu être observée, la politique optimale revient à introduire l'effet de l'aléa sur la demande, mis en évidence en  $t-1$ , dans la détermination du nouveau taux d'intérêt objectif, de façon à l'éliminer.

Comme la connaissance de  $M$  en  $t-1$  est immédiatement accessible aux autorités monétaires contrairement à celle concernant  $Q$ , celles-ci vont inverser leur raisonnement et chercher à induire la variation de la production à partir de celle de la masse monétaire. Si le lien entre monnaie et production n'est pas rigide ( $\sigma_m^2$  grand), la différence avec la politique naïve est faible. Il importe alors pour les autorités monétaires de trouver l'agrégat monétaire

qui manifeste le lien le plus étroit possible avec la production. En fonction de celui-ci, elles déterminent une règle monétaire avec un objectif de production. Contrairement à la politique naïve qui consistait à induire la variation de la masse monétaire de celle de la production, c'est maintenant la politique de contrôle de la masse monétaire qui procure l'information sur le niveau de production.

La production ne peut toutefois varier que s'il y a un écart entre le niveau général des prix anticipé et celui effectivement constaté. L'efficacité de la politique monétaire suppose donc des erreurs d'anticipations des agents économiques sur les prix, par conséquent une asymétrie d'information concernant la règle monétaire. Celle-ci n'est toutefois pas durable car l'information est finalement perçue par les agents économiques qui révisent leurs anticipations sur l'évolution des prix en fonction de l'écart observé. Une fois un comportement symétrique des autorités monétaires et des agents économiques à nouveau rétabli, la règle monétaire appliquée est neutralisée.

Les monétaristes en déduisent que seule une politique monétaire irrationnelle, destinée à tromper les anticipations inflationnistes, peut avoir un effet sur l'économie réelle.

Lucas, à l'aide d'équations économétriques logarithmiques, montre que si la règle monétaire change, les comportements des agents économiques deviennent instables de sorte que l'objectif de production poursuivi par la politique monétaire devient imprévisible.

Soit l'équation de transmission de la politique monétaire sur la production de Sargent et Wallace:

$$q = \gamma/1 + \gamma[m - E(m/\Omega_{t-1})] - (\gamma/1 + \gamma)*\varepsilon + (1/1 + \gamma)*u + K$$

avec:  $q$  = niveau de production  
 $m$  = la masse monétaire  
 $\varepsilon$  et  $u$  sont des aléas  
 $K$  = niveau de production naturel ou d'équilibre monétaire  
 $E(m/\Omega_{t-1})$  = anticipation de la masse monétaire en fonction de l'information disponible

et la règle monétaire:

$$m = m_{t-1} + \theta - fq_{t-1} + \eta$$

avec:  $\theta$  = le taux de croissance normal de la monnaie (selon la règle monétaire)  
 $-fq_{t-1}$  = la volonté de stabilisation des instances monétaires  
 $\eta$  = un aléa  
 $q_{t-1}$  = niveau de production en  $t-1$

si les agents économiques rationnels la connaissent et s'en servent pour former leurs anticipations de telle façon que:

$$E(m/\Omega_{t-1}) = m_{t-1} + \theta - fq_{t-1} + \eta$$

l'équation de transmission devient:

$$q = (\gamma/1+\gamma)*f*q_{t-1} + (\gamma/1+\gamma)(m - m_{t-1}) - (\gamma/1+\gamma)*\theta - (\gamma/1+\gamma)*\varepsilon + (1/1+\gamma)*u + K$$

On constate que les paramètres de cette dernière équation économétrique dépendent du comportement des autorités monétaires, représenté par  $\theta$  et  $f$ . Si la règle monétaire change, ces paramètres changent et l'équation ci-dessus n'est plus utilisable par les agents privés rationnels.

Néanmoins l'effet sur l'économie de l'écart entre inflation anticipé et inflation constaté résultant de l'application d'une politique monétaire discrétionnaire ou trompeuse (asymétrie d'information) peut éventuellement rester bénéfique. Les instances publiques doivent alors calculer le gain à tromper le public si celui-ci croit en elles, sachant qu'il y va de leur crédibilité et que si celle-ci est remise en cause, l'économie peut s'en trouver d'autant plus déstabilisée que les anticipations sur les prix deviennent irrationnelles. Investir dans la réputation leur permet par contre d'éviter de sombrer dans l'inefficacité née du manque de crédibilité de leur politique. Mais les anticipations des agents économiques redeviennent alors rationnelles et la neutralité de la monnaie sur l'économie réelle tend à se rétablir.

De tous temps, les dépenses publiques ont contribué au soutien de la croissance et de l'emploi. La volonté de maîtriser l'inflation a conduit à réfléchir aux modes de financement des déficits publics. Sargent et Wallace ont mis en évidence le "paradoxe de la monnaie restreinte" selon lequel la réduction du financement monétaire du déficit public au profit d'un financement par endettement peut conduire à une augmentation permanente de l'inflation, à court terme comme à long terme, alors qu'au contraire une réduction du taux de croissance de la masse monétaire, si elle peut provoquer une croissance de l'inflation à long terme, diminue toujours celle-ci au moment de sa mise en oeuvre. Ils évoquaient à cet égard deux arguments: d'une part, un financement par emprunt du déficit est impossible quand le taux d'intérêt après impôt est supérieur au taux de croissance de l'économie, d'autre part, dans une perspective dynamique, une politique de contrôle restrictif de la masse monétaire en présence d'un déficit des finances publiques peut conduire à une élévation du taux d'inflation, soit à terme parce que cette politique devient insoutenable, soit immédiatement par effet d'anticipation de cette impossibilité future.

Pour procéder aux réajustements nécessaires à la validation de leur contrainte budgétaire intertemporelle, les autorités publiques doivent réaliser des arbitrages entre émission de monnaie ou de titres et le recours à l'impôt. La question pertinente, explique Villon, n'est plus exclusivement de savoir comment elles vont financer le déficit public, mais aussi à quel moment elles vont le monétiser en fonction des situations et effets pervers induits.