

Finance, hyper-concurrence et reproduction du capital¹

Michel Husson

Depuis le début des années quatre-vingt, le capitalisme est entré dans une nouvelle phase que de nombreux analystes caractérisent en fonction de son rapport à la finance. Plusieurs livres récents parus en France la placent au centre de leur analyse des dysfonctionnements actuels du capitalisme alors même que leurs auteurs n'en sont pas des critiques systématiques². Une association altermondialiste comme Attac-France fonde son argumentaire antilibéral sur le rôle dominant de la finance dans les processus de régression sociale à l'œuvre dans les pays riches. La thèse essentielle que l'on voudrait développer ici pourrait être résumée ainsi : la finance est « l'arbre qui cache la forêt ». Elle n'est pas un obstacle à un fonctionnement « normal » du capital, mais l'instrument de son retour à un fonctionnement « pur », débarrassé de toute une série de règles et de contraintes qui avaient été imposées à ce système au fil de décennies.

Dans ce chapitre, « la finance » est définie à partir de trois phénomènes étroitement imbriqués, qui sont : l'augmentation de la part des revenus financiers dans la répartition du revenu national ; le poids croissant du capital financier dans l'orientation générale de l'accumulation du capital ; l'envol des cours boursiers. La méthode retenue ici repose quant à elle sur deux principes. Le premier est que le recours aux instruments d'analyse marxiste n'a de sens que s'il s'agit de les appliquer à une réalité concrète, qui est le capitalisme contemporain. Le second principe consiste à dire qu'il n'est pas possible d'analyser le processus dit de financiarisation indépendamment des dimensions fondamentales du capitalisme que sont l'exploitation, l'accumulation et la reproduction du capital.

I. Profit sans accumulation

Depuis le tournant néolibéral intervenu au début des années quatre-vingt, la reprise du taux de profit n'a pas entraîné une augmentation durable et généralisée de l'accumulation (graphique 1). Ce fait stylisé conduit à identifier une phase spécifique de « financiarisation » du capitalisme, relativement inédite dans son histoire. Le profit non accumulé correspond en effet à une distribution croissante de revenus financiers (intérêts et dividendes). La répartition du revenu a ainsi connu une inflexion marquée au milieu des années quatre-vingt : la part salariale baisse au bénéfice des revenus financiers, tandis que part du revenu national consacré à l'investissement reste constante à moyen terme.

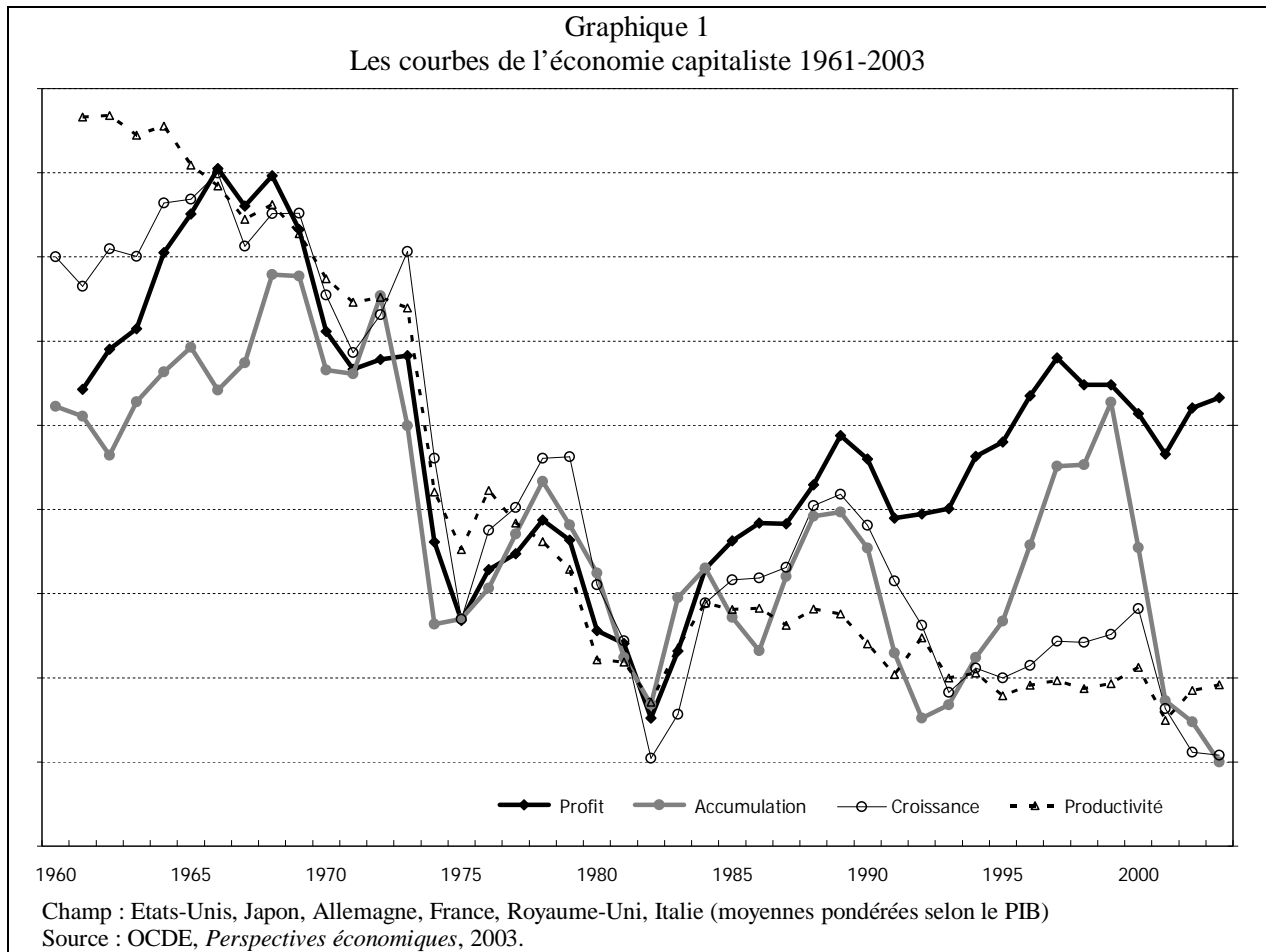
L'examen plus détaillé de ces « courbes de l'économie capitaliste » permet d'identifier clairement deux phases successives. Jusqu'au début des années quatre-vingt, le profit et l'accumulation évoluent parallèlement, en se maintenant à des niveaux élevés durant les années soixante, puis se mettent à baisser, d'abord aux Etats-Unis, puis au Japon et en Europe. La reprise qui se situe entre les deux chocs pétroliers ne freine cette chute que de manière transitoire. Les deux autres courbes, celles de la croissance et de la productivité évoluent elles aussi en phase. C'est donc l'ensemble du cercle vertueux des années fordistes qui se dérègle. La dynamique du capital, mesurée par ces quatre variables fondamentales, fait apparaître une grande cohérence, dans la prospérité comme dans la crise.

L'histoire qui suit, celles des deux dernières décennies, peut se résumer ainsi : le taux de profit tend à se rétablir régulièrement (au moins jusqu'en 1997) mais il ne réussit pas à entraîner les autres variables, ou seulement de manière transitoire. Ainsi, à la fin des années quatre-vingt, l'économie mondiale semble dopée par le krach de 1987 et, contre toute attente, redémarre de plus belle. La croissance reprend et, avec elle, l'accumulation, si bien que cette période est caractérisée par un regain d'intérêt pour les cycles longs ; articles de presse et déclarations optimistes se multiplient alors, pour annoncer vingt nouvelles années de croissance.

¹ extrait du livre *La finance capitaliste*, Séminaire d'Études Marxistes (Suzanne de Brunhoff, François Chesnais, Gérard Duménil, Michel Husson et Dominique Lévy), Presses Universitaires de France, 2006.

² voir par exemple Jean-Luc Gréau, *L'avenir du capitalisme*, Le débat/Gallimard, 2005 ; Patrick Artus et Marie-Paule Virard, *Le capitalisme est en train de s'autodétruire*, La Découverte, 2005. Jean-Luc Gréau a travaillé pour le Medef, et Patrick Artus est l'économiste de la Caisse des dépôts.

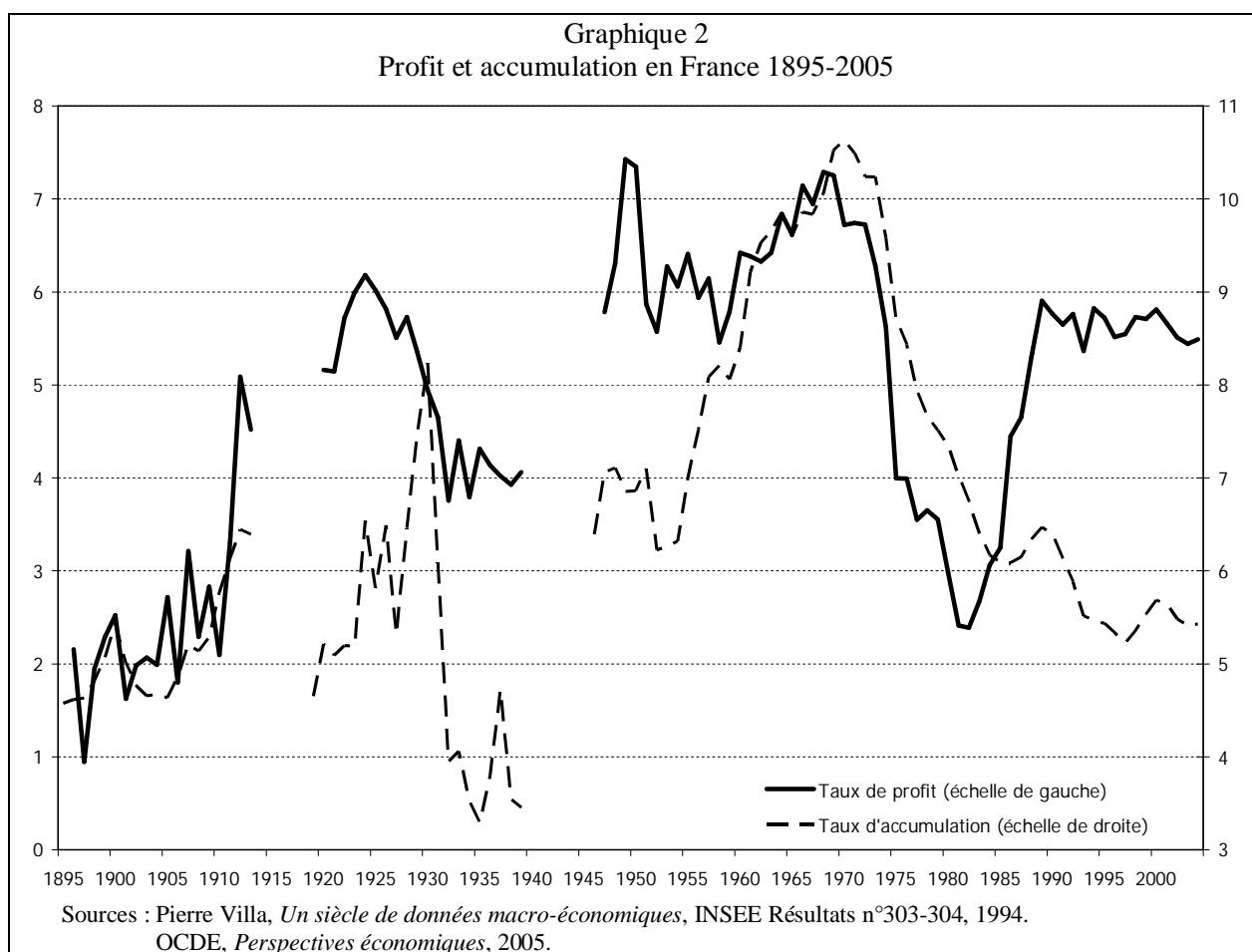
Le soulagement d'avoir évité une crise profonde qui menaçait depuis le tournant vers l'économie de l'offre conduit à une forme d'euphorie que l'on retrouvera un peu plus tard avec la « nouvelle économie ». Encore plus que la foi dans les technologies, ce sont les références au toyotisme qui jouent un rôle idéologique majeur dans ce climat. Le « nouveau modèle de travail » semble être la source de gains de productivité renforcés, et sa généralisation est perçue comme le vecteur d'un nouveau mode de régulation. Il faut malheureusement déchanter assez vite. Le retournement s'effectue dès le début des années quatre-vingt-dix (un peu avant la guerre du Golfe), et conduit à une récession particulièrement sévère en Europe. C'est à partir de ce moment aussi, mais on n'en prendra conscience qu'un peu plus tard, que le Japon s'enlise dans une croissance à peu près nulle.



Toujours sur ce même graphique 1, on peut repérer l'espoir suscité par la « nouvelle économie ». La période 1996-2000 est marquée par une reprise très marquée de l'accumulation - notamment aux Etats-Unis - qui semble pratiquement combler l'écart avec le niveau atteint par le taux de profit. Mais, cette fois encore, le mouvement ne dure pas, et se retourne pour des raisons très classiques. Il ne s'est de toute manière pas étendu au reste du monde : la reprise en Europe a d'autres ressorts que les nouvelles technologies et demeure un épisode conjoncturel. Enfin, sauf peut-être aux Etats-Unis, la « nouvelle économie » n'a pas qualitativement inversé une tendance historique de ralentissement de la productivité du travail. C'est sans doute là que se trouve la cause profonde qui empêche d'entrer dans une nouvelle onde longue expansive.

Si l'on fait abstraction des fluctuations cycliques, la nouvelle phase se caractérise donc de la manière suivante : rétablissement du taux de profit sans effet sur l'accumulation, croissance médiocre et faible progression de la productivité. Il s'agit là d'une configuration d'ensemble qui se dégage de l'examen des grands pays capitalistes pris comme un tout, et que l'on ne retrouve pas forcément dans chacun de ces pays. Mais cette différenciation peut être considérée comme l'effet d'une distribution inégale de ce modèle général en raison des rapports de plus en plus asymétriques qui existent entre les différents pôles - Etats-Unis, Europe, Japon - d'une économie profondément mondialisée.

Cette nouvelle configuration est inédite. On peut le vérifier sur l'ensemble du XX^{ème} siècle dans le cas de la France (graphique 2). On y voit alterner des phases expansives et récessives qui dessinent les ondes longues du capitalisme. En règle générale, profit et accumulation évoluent selon un profil voisin : les mouvements à la hausse ou à la baisse du taux de profit se répercutent, de manière plus ou moins décalée, sur les mouvements du taux d'accumulation. La divergence entre les deux courbes, à partir du milieu des années quatre-vingt, apparaît comme un phénomène exceptionnel dans cette dynamique de long terme.



Il est légitime d'appeler « financiarisation » cet écart entre profit et accumulation, puisque le profit non accumulé correspond principalement à la distribution de revenus financiers. Mais il est beaucoup plus contestable de partir de ce constat pour proposer une périodisation du capitalisme qui ne reposerait plus que sur le mode de financement de l'accumulation. Michel Aglietta franchit ce pas en développant en quelque sorte une théorie des ondes longues financières : « *la finance oriente en très longue période le développement du capitalisme. Elle détermine les conditions de financement qui, alternativement,*

entraînent des phases longues où la croissance est encouragée, puis découragée »³ L'histoire du capitalisme serait ainsi scandée par la succession de deux grands modes de financement. Les systèmes financiers « à structures administrées », qui ont pour avantage de « sauvegarder les projets d'investissement » de telle sorte que « l'accumulation du capital est préservée mais que l'inflation peut être variable ». Au contraire, la « finance libéralisée » admet les propriétés inverses : elle « favorise une inflation stable et basse, mais entrave l'accumulation ». C'est donc à une lecture inédite de l'histoire longue du capitalisme et de ses crises que nous invite Aglietta : elle revient à rabattre toute la dynamique du capitalisme sur une seule de ses dimensions, celle de la finance.

Ce projet doit être discuté, en même temps que toutes les lectures qui reposent sur deux thèses « financieristes » que l'on peut résumer comme suit. La première est celle du *choix de portefeuille*, selon laquelle les détenteurs de capitaux se trouveraient confrontés à l'alternative suivante : ou bien placer leurs capitaux sur les marchés financiers, ou bien les investir productivement. La seconde est celle du *parasitisme de la finance* : en ponctionnant une partie du profit, elle empêcherait celui-ci de s'investir. Ces deux lectures, qui peuvent d'ailleurs se combiner, nous semblent insuffisantes, et un rapide retour à Marx permet d'asseoir cette démonstration.

II. « S'enrichir en dormant ? »

1. Les spécificités de la théorie marxiste du taux d'intérêt

Marx consacre plusieurs chapitres du Livre 3 du *Capital* au partage du profit en intérêt et profit d'entreprise et insiste sur le fait que « le taux d'intérêt moyen ayant cours dans un pays ne peut pas être déterminé par une loi »⁴. Tout ce qu'il est possible de dire, c'est que l'intérêt varie entre certaines limites : il peut se réduire à peu de choses, mais ne peut excéder le total du profit. Cette indétermination résulte du fait que l'intérêt est un revenu dérivé, « une rubrique particulière pour une partie du profit que le capitaliste actif doit payer au propriétaire du capital, au lieu de la mettre dans sa poche »⁵. L'intérêt n'est pas le « prix du capital » qui serait déterminé par la valeur d'une marchandise particulière, comme ce peut être le cas du salaire pour la force de travail. Ce partage n'est pas seulement quantitatif, il conduit à une distinction qualitative entre capital financier et capital industriel en ce sens que ces deux catégories apparaissent comme obéissant à des principes différents.

Cette situation fonde une représentation fétichisée du mode de production capitaliste, selon laquelle le capital produit du revenu, indépendamment de l'exploitation de la force de travail. C'est pourquoi, ajoute Marx, « pour les économistes vulgaires qui essaient de présenter le capital comme source indépendante de la valeur et de la création de valeur, cette forme est évidemment une aubaine, puisqu'elle rend méconnaissable l'origine du profit et octroie au résultat du procès de production capitaliste – séparé du procès lui-même – une existence indépendante »⁶. Marx revient à plusieurs reprises sur l'illusion d'une mise en valeur apparemment séparée du processus de production : « L'idée que cette forme de capital est autonome est renforcée par le fait que du capital prêté rapporte de l'intérêt, qu'il soit ou non effectivement employé comme capital (et même s'il n'est emprunté que pour la consommation) »⁷ et il insiste à nouveau sur le fait qu'il s'agit là d'une représentation à la fois populaire, adéquate par ailleurs à la réification des rapports de production : « dans sa représentation populaire, le capital financier, le capital rapportant de l'intérêt est considéré comme le capital en soi, le capital par excellence »⁸.

Le principe fondamental de l'analyse marxiste est de faire de l'intérêt une fraction de la plus-value globale. Elle s'oppose totalement à celle de l'économie dominante - celle que Marx qualifiait de

³ Michel Aglietta, *Macroéconomie financière*, La Découverte, Paris, 1995.

⁴ Karl Marx, *Le Capital*, Livre III, Editions sociales, 1959, volume 7, chapitre XXII, p.24.

⁵ Karl Marx, ouvrage cité, chapitre XXI, p.8.

⁶ Karl Marx, ouvrage cité, chapitre XXIV, p.56-57.

⁷ Karl Marx, ouvrage cité, chapitre XXIII, p.42.

⁸ Karl Marx, ouvrage cité, chapitre XXIII, p.42.

vulgaire - et qui traite de la répartition du revenu selon une logique agrégative. Dans la vision apologétique de cette branche de l'économie, la société est un marché généralisé où chacun vient avec ses « dotations », pour offrir sur les marchés ses services sous forme de « facteurs de production ». Certains ont à proposer leur travail, d'autres de la terre, d'autres du capital, etc. Cette théorie ne dit évidemment rien des bonnes fées qui ont procédé à l'attribution, à chaque « agent », de ses dotations initiales, mais l'intention est claire : le revenu national est construit par agrégation des revenus des différents « facteurs de production » selon un processus qui tend à les symétriser. L'exploitation disparaît, puisque chacun des facteurs est rémunéré selon sa productivité propre.

Ce type de schéma débouche sur une assimilation, dont l'économie vulgaire ne s'est jamais vraiment sortie, entre profit et intérêt. Pour tout un pan de l'économie théorique, ces deux notions sont en effet indissociables. Il y a là un avantage idéologique que Marx signale en montrant comment le capital porteur d'intérêt réalise la quintessence de la vision bourgeoise du monde, puisque cette capacité de faire de l'argent apparaît comme une propriété consubstantielle de ce « facteur de production ». Mais cette solution présente aussi bien des difficultés sur lesquelles il faut revenir rapidement. Des générations d'étudiants en économie apprennent ainsi que « le producteur maximise son profit ». Mais comment ce profit est-il calculé ? Il est simplement donné comme la différence entre le prix du produit et le coût des moyens de production, donc les salaires mais aussi le « coût d'usage » du capital. Ce dernier concept résume à lui seul les difficultés de l'opération, puisqu'il dépend à la fois du prix des biens de production et du taux d'intérêt. Une fois les machines achetées et les intérêts payés, quel est ce profit que l'on maximise ? Question d'autant plus intéressante que ce profit, une fois « maximisé » est nul. Ou s'il ne l'est pas - en cas de rendements croissants - il tend vers l'infini, et la théorie néo-classique de la répartition s'effondre puisque le revenu devient supérieur à la rémunération de l'ensemble des « facteurs de production ». La seule manière de traiter cette difficulté est, pour l'économie dominante, de la découper en morceaux et d'apporter des réponses différentes selon les régions à explorer, sans jamais assurer une cohérence d'ensemble qui ne saurait être donnée que par une théorie de la valeur dont elle ne dispose pas. Pour résumer ces difficultés, qui ramènent à la discussion de Marx, la théorie dominante oscille entre deux positions incompatibles. La première consiste à assimiler l'intérêt au profit – et le capital emprunté au capital engagé – mais laisse inexplicit l'existence même d'un profit d'entreprise. La seconde consiste à distinguer les deux, mais s'interdit du coup la production d'une théorie unifiée du capital. Toute l'histoire de la théorie économique dominante est celle d'un va-et-vient entre ces deux positions contradictoires, comme l'a bien montré un article récent décortiquant de ce point de vue les manuels d'économie⁹.

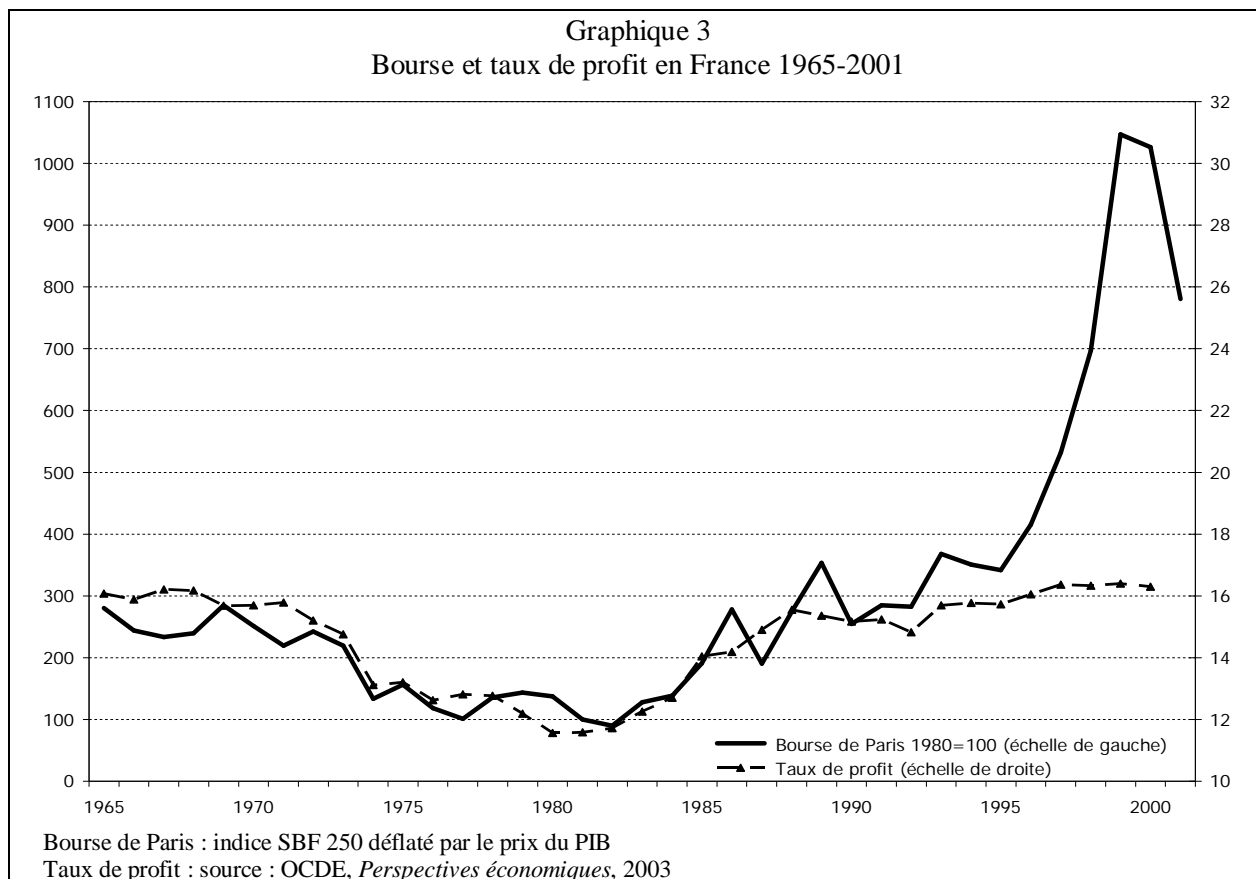
2. Euphorie boursière et loi de la valeur

L'euphorie boursière et les illusions créées par la « nouvelle économie » ont donné l'impression que l'on pouvait « s'enrichir en dormant », bref que la finance était devenue une source autonome de valeur. La thèse du choix de portefeuille postule que les capitaux ont en permanence le choix de s'investir dans la sphère productive ou de se placer sur les marchés financiers spéculatifs, et qu'ils arbitrent entre les deux en fonction des rendements relatifs attendus. Cette approche peut avoir des vertus critiques, mais elle a le défaut de suggérer qu'il y existe deux moyens alternatifs de créer de la valeur. En réalité, on ne peut s'enrichir en Bourse que sur la base d'une ponction opérée sur la plus-value, de telle sorte que le mécanisme admet des limites - celles de l'exploitation - et que le mouvement de valorisation boursière ne peut s'autoalimenter indéfiniment.

D'un point de vue théorique, les cours de Bourse devraient être des indicateurs des profits anticipés. Dans la pratique, cette liaison est évidemment imparfaite, et dépend aussi de la structure de financement des entreprises : selon que celles-ci se financent principalement ou accessoirement sur les marchés financiers, le cours de l'action sera un indicateur plus ou moins précis. L'économiste Anwar Shaikh a exhibé une spécification qui montre que cette relation fonctionne relativement bien pour les Etats-

⁹ Michele I. Naples and Nahid Aslanbeigui, « What *does* determine the profit rate ? The neoclassical theories presented in introductory textbooks », *Cambridge Journal of Economics*, vol.20, n°1, January 1996.

Unis¹⁰. Il en va de même dans le cas français : entre 1965 et 1995, l'indice de la Bourse de Paris (déflaté par le prix du PIB) est bien corrélé avec le taux de profit ; mais cette liaison disparaît à partir du milieu des années quatre-vingt-dix (graphique 3). A Paris, le CAC40 a par exemple été multiplié par trois en cinq ans, ce qui est proprement extravagant.



Les théoriciens de la « nouvelle économie » se risquaient à prolonger la courbe exponentielle des cours boursiers sur 10 ou 20 ans, et justifiaient cet exercice en invoquant l'apparition de nouvelles lois de fonctionnement du capitalisme. Mais le retournement boursier intervenu en 2000 marque la fin de ces illusions. Il peut être interprété comme un rappel à l'ordre de la loi de la valeur, qui se fraie la voie sans se soucier des modes économiques. Le retour au réel renvoie en fin de compte à l'exploitation des travailleurs, qui est le véritable « fondamental » de la Bourse. A moins de s'en tenir à la fiction des gains virtuels, la croissance de la sphère financière - et des revenus réels qu'elle peut procurer - n'est possible qu'en proportion de l'augmentation de la plus-value non accumulée, et l'une comme l'autre admettent des limites, qui ont été atteintes.

III. La création de valeur

Pour un marxiste, il est piquant d'apprendre que le discours et les instruments des analystes et des théoriciens de la gestion s'appuient aujourd'hui sur la notion de « création de valeur ». Auraient-ils brusquement découvert la théorie de l'auteur du *Capital* ? Cette question n'est pas absurde, tant les indicateurs inventés par les gestionnaires ont un rapport évident avec la plus-value : le ROE (*return on equity*) est équivalent au taux de profit, et le ROA (*Return On Assets*) au taux de profit d'entreprise. On

¹⁰ Anwar M. Shaikh, « The Stock Market and the Corporate Sector : A Profit-Based Approach », *Working Paper* n°146, The Jerome Levy Economics Institute. <http://www.levy.org/docs/wrkpap/pdf/146.pdf>

pourrait encore citer le ROCE (*return on capital employed*) qui est lui aussi un taux de profit très classique ou la MVA (*market value added*) définie comme la création de valeur anticipée.

1. La valeur pour l'actionnaire

Mais c'est l'EVA (*Economic Value Added*) qui s'est dégagée du lot, et il convient d'examiner la signification de cette grandeur (encadré 1). Pour résumer, elle mesure l'écart entre la rentabilité d'un capital donné et une rentabilité de référence. Cette dernière est définie en fonction de rendements financiers potentiels et non pas par rapport à un taux de profit général. A ce détail près, on peut analyser l'EVA comme une mesure de la plus-value *extra*, que Marx définit comme l'écart entre la rentabilité d'un capital individuel et le taux de profit général. Cet indicateur résume bien la loi de la concurrence qui pousse tout capital individuel à obtenir un taux de profit maximum, au-delà du profit moyen. Il constitue de ce point de vue un instrument adéquat d'évaluation de la gestion passée et des projets d'investissement.

Le fait de définir la rentabilité de référence à partir d'arguments financiers est doublement révélateur. Cette théorie du portefeuille implicite révèle tout d'abord la myopie caractéristique de tout capital individuel qui tend à raisonner comme s'il disposait de choix alternatifs (investissement productif versus placement financier) : il s'agit d'un effet local du fétichisme de la finance. Mais on s'aperçoit assez vite que cette illusion n'est pas agrégative, et ne peut donc permettre d'établir une théorie globale du capitalisme. En second lieu, cette représentation est adéquate aux conditions de fonctionnement du capitalisme contemporain et traduit le durcissement de la concurrence auquel conduit la financiarisation. C'est ce que l'on pourrait appeler *hyper-concurrence*, pour souligner la prééminence de la pression de concurrentielle dans la définition des stratégies d'entreprises.

L'EVA définit la création de valeur en relation avec la norme de rentabilité retenue : « *En réalisant le taux "normal" de son secteur d'activité, l'entreprise conserve sa valeur ; si elle fait moins que ce taux, elle perd de la valeur, si elle dépasse le taux, elle gagne de la valeur* »¹¹. Avec la définition du coût d'usage retenue par l'EVA, la norme de rentabilité est durcie. Dans la théorie néo-classique, le « coût d'usage » du capital est référé au taux d'intérêt réel, pondéré par le prix relatif des équipements et les mesures fiscales. Dans la définition du « coût » des fonds propres, l'EVA remplace le taux d'intérêt par un taux de rendement financier plus élevé. Ce remplacement est l'indice des difficultés de la théorie dominante à distinguer profit et intérêt, mais elle signifie en pratique une élévation de la norme de référence. Frédéric Lordon¹² dénie cependant toute nouveauté à l'EVA et relativise sa pertinence, en la réduisant à une forme de représentation fétichisée. Certes, la concurrence entre « capitaux nombreux » est pour Marx une caractéristique fondamentale du capitalisme. La nouveauté réside dans l'intensification actuelle de la concurrence que l'EVA instrumentalise parfaitement.

La définition de l'EVA implique qu'une entreprise peut détruire de la valeur, même si elle fait des profits, puisque « *le rendement d'équilibre du marché est donc perçu comme le rendement minimal, légitime, à partir duquel peut s'apprécier la véritable création de valeur* »¹³. Michel Aglietta et Antoine Rebérioux soulignent à juste titre, « *l'inconsistance de ce commandement d'un point de vue macroéconomique* ». L'addition de ces préceptes de gestion est en effet promise à l'échec, en ce sens que la création de valeur globale tend vers zéro : tout le monde ne peut « battre le marché ». Certes, la période dite de la « nouvelle économie » a diffusé une croyance inverse, à laquelle se ramène en définitive la fameuse « exubérance irrationnelle ». Les capitalistes ont eu l'impression absurde, produite par leur myopie financière, que l'augmentation des taux de rendement financiers pouvait au fond pousser vers le haut le taux de profit, la rentabilité réelle. L'euphorie boursière a en quelque sorte institutionnalisé ce fétichisme, et a conduit au triomphe de l'EVA qui ne fait que le retranscrire analytiquement.

¹¹ Laurent Batsch, *Le capitalisme financier*, La Découverte, coll. Repères, 2003.

¹² Frédéric Lordon, « La création de valeur comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », *L'année de la Régulation*, vol.4, La Découverte, 2000.

¹³ Michel Aglietta et Antoine Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, 2004.

Encadré 1
Calcul de l'EVA (*Economic Value Added*)

Le point de départ est le modèle d'évaluation des actifs financiers (Medaf), qui sert à déterminer le « rendement d'opportunité » r qu'un actif financier individuel pourrait espérer obtenir sur le marché financier. Il est défini comme la somme de la rentabilité sans risque (par exemple en obligations d'Etat) et du supplément de rentabilité obtenu « avec risque ». Cette prime de risque se calcule comme la différence entre le rendement du marché financier et le rendement d'un actif sans risque, cet écart étant modulé par un facteur de risque β qui mesure la volatilité du marché. On a donc au total :

$$r = \theta + \beta (m - \theta)$$

avec	r	rendement d'opportunité de l'actif i
	θ	rentabilité d'un actif non risqué,
	m	rentabilité du marché
	β	facteur de risque $\beta = \text{cov}(m, \theta) / \text{var}(m)$

Une entreprise peut alors calculer le coût moyen pondéré de ses capitaux c (en anglais WACC, *weighted average capital cost*). C'est une moyenne pondérée du rendement d'opportunité et du taux d'intérêt, en raison du poids relatif des fonds propres (FP) et du capital emprunté (D) dans le capital (K) :

$$c = r.FP/K + i.D/K$$

Comme on a $K=FP+D$, cette relation peut encore s'écrire :

$$c = r - (r - i).D/K$$

On retrouve ici l'expression classique du levier d'endettement. Le coût moyen est en effet défini comme le rendement d'opportunité, diminué d'un terme qui augmente avec le recours à l'endettement. Dans la mesure où le taux d'intérêt est inférieur au taux de profit, le capital emprunté apparaît comme moins « exigeant » que les fonds propres.

Ce coût moyen permet alors de calculer l'EVA (*Economic Value Added*) comme la différence entre le profit total obtenu par l'entreprise considérée et le coût « d'usage » de l'ensemble de ce capital, ou encore, ce qui revient au même, comme la différence entre le profit d'entreprise (net d'intérêts) et le coût des fonds propres. On obtient deux expressions équivalentes :

$$EVA = R.K - c.K = (R-c).K$$

$$EVA = R_e.FP - c.FP = (R_e - c).FP$$

avec	EVA	Economic Value Added
	R	taux de profit
	R_e	taux de rentabilité des fonds propres

On retrouve au passage deux autres variables de l'analyse financière. Le taux de profit R de l'entreprise - sa rentabilité économique - équivaut au ROA (*Return On Assets*) et le taux de profit retenu R_e - la rentabilité nette de ses fonds propres - correspond au ROE (*Return On Equity*).

Mais la loi de la valeur a continué à fonctionner de manière inexorable : la somme de valeur produite est une grandeur donnée de manière indépendante des modalités de sa répartition. On ne peut « créer de valeur » que dans les limites imparties par le degré d'exploitation. Pour le capital pris globalement, la seule règle de gestion qui ait un sens est de maximiser ce taux d'exploitation, sans que cela ne dise rien sur le destin de chaque capitaliste individuel.

2. Travail socialement nécessaire et espace de valorisation

Le lien entre les notions de *plus value extra* et de *travail socialement nécessaire* est facile à établir. Le travail socialement nécessaire peut en effet être considéré comme une expression de la norme de rentabilité. En effet, si la dépense de travail excède cette norme, le capital individuel qui l'aura engagée se trouvera sanctionné par un taux de profit inférieur à la moyenne. Le différentiel entre la dépense de

travail et le travail socialement nécessaire est donc en correspondance étroite avec l'écart entre la rentabilité d'un capital individuel et le taux de profit moyen. Pour reprendre le vocabulaire de l'analyse financière, les entreprises qui créent de la valeur sont celles qui ont engagé une dépense de travail inférieure à la norme de travail socialement nécessaire.

Chaque capital est en réalité confronté à un ensemble de normes qui se définissent par référence à différents espaces de valorisation découpés selon une double dimension, sectorielle et géographique. Tout dépend en effet de la structuration de l'économie : l'organisation des échanges entre économies nationales, les dispositifs institutionnels divers, viennent freiner la péréquation des profits d'un secteur à l'autre, ou d'un pays à l'autre. La socialisation des économies capitalistes introduit une autre délimitation, entre un secteur marchand et un secteur au moins en partie non marchand (protection sociale et services publics).

La financiarisation a été l'instrument essentiel permettant de bouleverser la cartographie de ces espaces de valorisation. On laissera de côté ici la genèse du tournant libéral - et le rôle qu'a pu y jouer la hausse brutale des taux d'intérêt (ce que Duménil et Lévy appellent *le coup de 1979*) pour analyser le régime mis en place à cette occasion. La fonction principale de la finance est d'abolir, autant que faire se peut, les délimitations des espaces de valorisation : elle contribue en ce sens à la constitution d'un marché mondial. Mais ce n'est pas tout. La finance, notamment le secteur des assurances, est le bénéficiaire direct (et l'agent actif) de la marchandisation de la protection sociale : qu'il s'agisse de la santé ou des retraites, tout recul de la socialisation représente ainsi une avancée possible pour la finance. Les assurances privées se substituent à la solidarité, et la logique de capitalisation des fonds de pension à celle de la répartition.

De manière plus générale, la financiarisation a pour effet de raboter les limites sectorielles et géographiques de la péréquation des taux de profit. Elle ne peut être analysée indépendamment de la liberté à peu près totale de circulation des capitaux qui est l'un des objectifs précis de la politique du capital. En témoignent la création de l'OMC ou la tentative d'instaurer l'AMI (Accord multilatéral sur l'investissement), avortée mais relayée depuis par une floraison d'accords bi- ou multilatéraux. La financiarisation est ce qui permet la mobilité des capitaux. Ces mouvements de capitaux, que Marx désignait comme le moteur de la péréquation des taux de profit, peuvent avoir lieu dorénavant à une échelle considérablement élargie. La finance est le moyen de durcir les lois de la concurrence en fluidifiant les déplacements du capital : c'est la fonction essentielle qu'elle exerce. En paraphrasant ce que Marx dit du travail, on pourrait avancer qu'elle est le processus d'*abstraction concrète* soumettant chaque capital individuel à une loi de la valeur dont le champ d'application s'élargit sans cesse. La caractéristique principale du capitalisme contemporain ne réside donc pas dans l'opposition entre un capital financier et un capital industriel, mais dans l'activation de la concurrence (hyper-concurrence) entre capitaux que permet la financiarisation.

III. L'exploitation, cause et conséquence

1. Convergence de l'exploitation

La mondialisation capitaliste est fondamentalement la mise en concurrence des travailleurs à l'échelle de la planète à travers les mouvements de capitaux. Dire que l'espace de valorisation s'étend à l'ensemble de l'économie mondiale implique que les normes d'exploitation tendent elles aussi à s'universaliser, par une sorte de détermination à rebours (encadré 2). Ce résultat peut sembler évident : la recherche du taux de profit maximum implique celle d'un taux d'exploitation le plus élevé possible. Ce qui a changé, c'est l'échelle du champ à l'intérieur duquel s'exercent ces mécanismes. La financiarisation se traduit par une péréquation plus serrée, à la fois intra- et inter-sectoriellement. A l'intérieur d'un secteur, on assiste à la formation d'un prix mondial de référence dont il est plus difficile de s'éloigner et qui tend à s'aligner (vers le bas) sur le prix minimal et non pas sur un prix moyen défini pour chaque zone économique. L'intensification de la concurrence peut donc être définie plus précisément ainsi : d'une part, l'éventail des prix observés sur les différents marchés tend à se réduire ;

d'autre part, le prix de référence tend à s'aligner sur le prix minimal et non sur le prix moyen. Entre secteurs, la mobilité accrue du capital accélère la péréquation et réduit les différentiels admissibles de taux de profit. Cette double contrainte rejaillit sur les conditions d'exploitation.

Encadré 2
Convergence de l'exploitation

En faisant abstraction du capital fixe, on peut écrire ainsi la formation du prix de production d'un capital individuel i :

$$p_i = (1 + R_i) \cdot (w_i N_i / Q_i)$$

avec	p_i	prix de production
	R_i	taux de profit
	w_i	salaire
	N_i	effectifs
	Q_i	niveau de production

En faisant abstraction du niveau général des prix, on peut assimiler le coût salarial unitaire wN/Q au complément à 1 du taux de plus-value pl , de telle sorte que le prix s'écrit :

$$p_i = (1 + R_i) \cdot (1 - pl_i)$$

La différence entre le taux de profit individuel R_i et le taux de profit moyen R^* est une expression approchée de l'EVA. Elle s'écrit :

$$R_i - R^* \approx A_1 (p_i - p^*) + A_2 (pl_i - pl^*) + \varepsilon$$

La double convergence, du prix individuel p_i sur le prix de référence p^* , et du taux de profit individuel R_i sur une norme de rentabilité élevée R^* entraîne la convergence du taux d'exploitation individuel pl_i sur une norme d'exploitation pl^* qui doit augmenter si R^* augmente.

2. Une gestion « financiarisée » de l'emploi ?

La mondialisation des groupes et leur financiarisation ont modifié leur mode de gestion, en particulier de l'emploi. Ce constat conduit à une représentation selon laquelle ce seraient les « exigences de la finance » (les fameux 15 %) qui pèseraient dans le sens d'une exploitation accrue, des restructurations, des licenciements, voire d'une gestion hasardeuse. Tout fonctionne à l'envers : la finance fixe le niveau de rentabilité des fonds propres qu'il faut atteindre, et on en déduit les effectifs. C'est l'appétit insatiable des actionnaires qui forceraient les groupes à licencier, pour tenir ce fameux objectif. Le paradoxe d'entreprises fortement bénéficiaires qui procèdent à des réductions d'effectifs a conduit à parler de licenciements boursiers, ou encore de « licenciements de convenance boursière », pour reprendre la formule utilisée par Attac¹⁴. Dominique Plihon élargit cette responsabilité aux « *erreurs de gestion et fraudes qui ont conduit au désastre d'un certain nombre de grands groupes* » à cause des « *pressions exercées sur les dirigeants par les acteurs de marchés (investisseurs, analystes...) pour les amener à se conformer aux normes internationales de rentabilité (benchmarking)* »¹⁵.

Cette vision des choses n'est évidemment pas fausse. Mais, en ne considérant que les excès liés au poids de la finance, elle ne permet pas de comprendre la logique d'ensemble des transformations récentes du capitalisme (et risque par ailleurs de limiter la critique du capitalisme à la critique de ses excès). En particulier, cette lecture suggère que le capitalisme contemporain serait beaucoup plus avide de profit que le capitalisme « fordiste » des années de forte expansion. Ce dernier apparaît rétrospectivement chargé de valeurs positives : il aurait été soucieux de l'emploi et doté d'une vision à moyen ou long terme, à l'encontre des licenciements et des « court-termistes » d'aujourd'hui.

¹⁴ Attac, « Face aux licenciements de convenance boursière », 2001. <http://attac.org/fra/asso/doc/doc58.htm>

¹⁵ Dominique Plihon, « Les grandes entreprises fragilisées par la finance », dans François Chesnais (dir.), *La finance mondialisée*, La Découverte, 2004.

Que le capitalisme fonctionne selon des règles en grande partie différentes de celles qui prévalaient il y a un quart de siècle, c'est exact. Mais on ne peut pour autant présenter la recherche du profit maximum comme une nouveauté. Cette illusion d'optique provient de deux transformations fondamentales qui ne découlent pas directement de la montée en puissance de la finance. La première porte sur la norme salariale. Il y a 25 ans, la règle était une progression du salaire réel équivalente à celle des gains de productivité : pour 5 % de productivité, le pouvoir d'achat augmentait de 5 %. Aujourd'hui, la norme est le simple maintien du salaire réel, et l'on tourne autour de 2 % de gains de productivité et 0 % de progression du salaire réel. Dans le premier cas, le taux d'exploitation tend à rester constant, dans le second cas, il augmente régulièrement, à mesure que baisse la part des salaires. Le véritable basculement est donc le passage d'un régime à l'autre. Il traduit une défaite du travail à l'égard du capital qui prend la forme d'une dévalorisation relative du salaire. La montée de la finance est un effet corollaire de cette transformation : dans la mesure où le taux de profit ainsi dégagé ne s'accumule pas, il est redistribué sous forme de revenus financiers. La différence ne résulte donc pas principalement d'une gestion plus ou moins serrée des effectifs. La périodisation qu'il faut retenir de ce point de vue est assez différente. Dans le cas français (qui n'a rien sur ce point d'exceptionnel), on peut en effet distinguer trois phases :

- de 1964 à 1977, l'emploi salarié augmente dans le secteur privé à un rythme annuel de 1,3 % par an, dans un environnement de croissance forte, avec une progression du PIB marchand de 4,8 % par an en moyenne ;
- de 1977 à 1987, les effectifs salariés reculent de 0,3 % par an dans un contexte de croissance ralentie (2 % de croissance du PIB marchand) ;
- de 1987 à 2000, la progression des effectifs salariés reprend à un rythme moyen de 1,2 % par an, avec une croissance qui reste modeste (2,4 % par an).

Autrement dit, la forte croissance des années d'expansion a pu masquer le fait que la gestion de l'emploi était en un sens très serrée, en raison d'une forte progression de la productivité. Cette configuration était marquée par un meilleur rapport de forces des salariés, par une forte croissance de la productivité, et une autre règle de distribution de la richesse créée. Et cet ensemble permettait tout à la fois de protéger le niveau du taux de profit et d'assurer les débouchés. Le marché du travail créait relativement peu d'emplois globalement, mais le dynamisme de l'économie permettait de gérer sans trop de friction une extraordinaire rotation des emplois. En particulier, on a assisté à un mouvement très puissant de salarisation, puisque la part des non-salariés dans l'emploi total est passée de 25,5 % en 1964 à 16,6 % en 1977, ce mouvement correspondant principalement au recul du nombre de paysans. A l'intérieur même du secteur privé, on a pu assister à des phénomènes massifs de transferts de l'industrie lourde vers l'industrie de transformation, puis de l'industrie vers les services. La mobilité des emplois était donc très élevée à cette époque, et le contenu de la croissance bien plus « riche en emplois ».

On invoque aussi les mutations technologiques, comme si elles impliquaient par nature une gestion plus serrée de l'emploi et une flexibilité accrue du travail. Quant aux transformations des politiques sociales du patronat, elles ne peuvent être considérées comme la simple traduction des injonctions boursières, comme le montre une étude fondée sur un travail de terrain minutieux¹⁶. Certes, le recours à la précarité permet un ajustement plus serré des emplois aux besoins de main-d'œuvre et contribue ainsi au retour du cycle économique. Mais la grande différence se trouve plutôt dans le contexte de faible croissance : les possibilités de reconversion sont limitées et le chômage pèse à la fois sur la norme salariale et sur ce que l'on pourrait appeler la norme d'emploi. Autrement dit, la montée de la précarité renforce le gel des salaires et tend à reproduire le rapport de forces dégradé au détriment des salariés.

3. La gestion de la main-d'œuvre

Les nouveaux rapports entre finance et capital productif impliquent que le risque doit être reporté sur les salariés. L'actionnariat ne veut rien savoir des aléas de l'activité : il exige une sorte de revenu minimum garanti et n'hésite pas à demander à l'économie plus qu'elle ne peut donner. La lecture des rapports

¹⁶ Sabine Montagne et Catherine Sauviat, « L'influence des marchés financiers sur les politiques sociales des entreprises : le cas français », *Travail et emploi* n°87, juillet 2001.

annuels montre que des groupes comme Total ou de France Télécom affichent explicitement un objectif de distribution de dividendes fixé en fonction de la pratique du secteur. Ce *benchmark* en matière de ponction financière prolonge celui qui se réalise au plan des marges d'exploitation. On retrouve ici, noir sur blanc, la proposition de Marx selon laquelle la répartition entre profit et intérêt s'effectue en fonction du rapport de forces qui s'établit entre les différentes fractions du capital.

La finance n'exige rien en matière d'investissement et de projet à long terme, elle ne demande que du résultat. Or, rien n'est plus sélectif qu'un investissement ou un placement en quête d'un rendement maximal. Il en résulte un redécoupage permanent des groupes et des grandes entreprises, en fonction, non seulement des taux de rentabilité du moment, mais aussi d'une évaluation des rendements actualisés des actifs à moyen terme. Pourquoi en effet conserver dans la même enveloppe une activité rendant 12 % de marge opérationnelle et une autre atteignant « modestement » les 9 % s'il est possible de se débarrasser de la seconde ? Les résultats sont alors mécaniquement tirés vers le haut, et on peut en échange se porter acquéreur d'une activité dont le rendement escompté serait encore plus élevé.

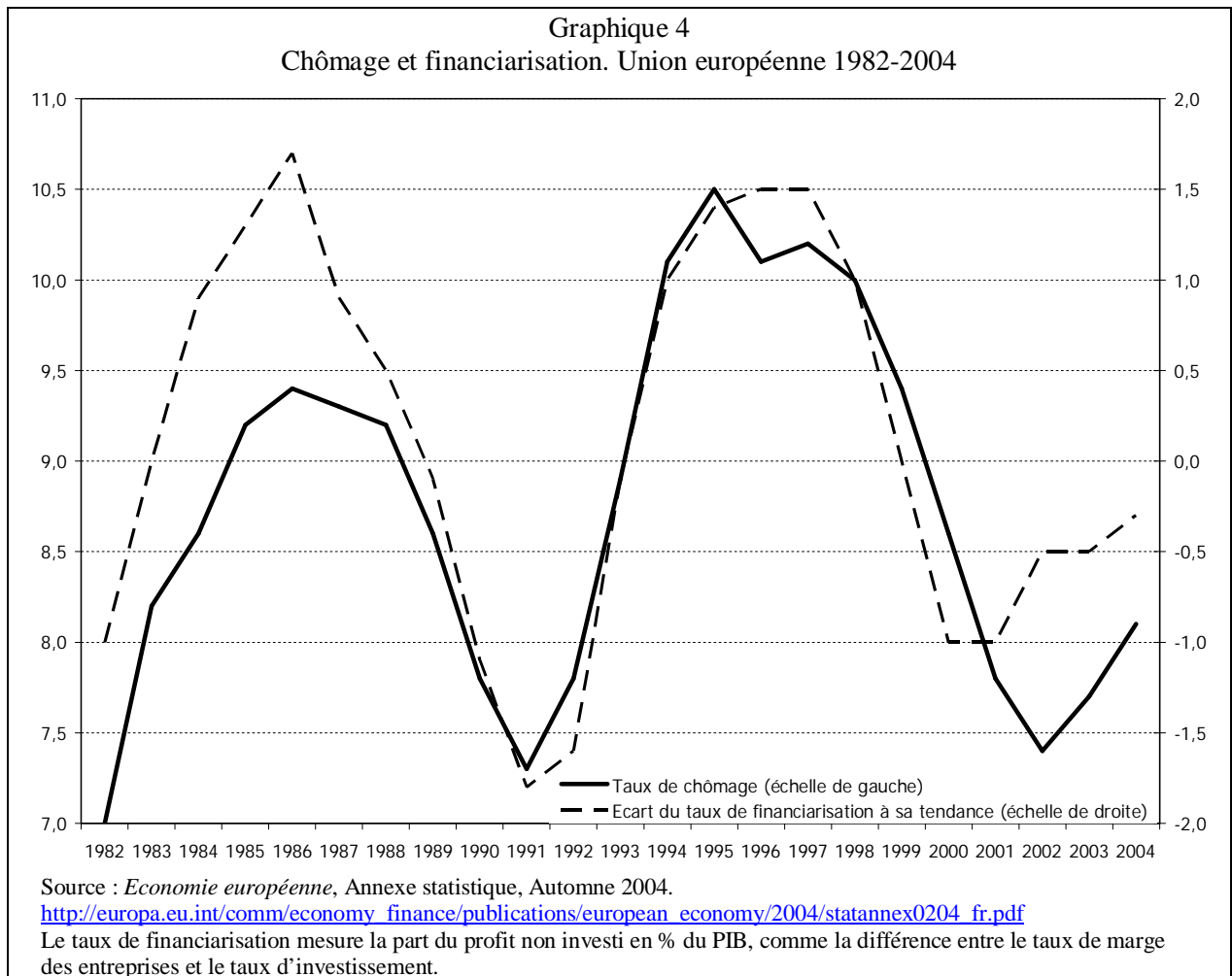
Cet incessant processus de cessions et d'achats implique évidemment qu'il y a des perdants, puisque la redistribution des actifs ne peut apporter à tous un rendement supérieur à la moyenne. Mais il y a toujours l'espoir de nouvelles synergies, de nouvelles rationalités de portefeuille... et de nouvelles restructurations de manière à ce qu'au bout du compte ces échanges d'actifs soient *gagnant-gagnant*. Des entreprises peuvent ainsi être vendues et rachetées plusieurs fois en l'espace de quelques années. Le système du LBO (*leverage buy out*) consiste d'ailleurs à faire assurer par l'entreprise achetée le remboursement de la dette contractée pour son acquisition : certains achats se font ainsi avec 80 % de dettes contre 20 % de fonds propres que la « proie » devra demain rembourser. Les fonds d'investissements sont les plus actifs à ce jeu, mais les groupes industriels eux-mêmes se livrent à ces redécoupages réguliers. Ce tableau montre que les illusions de la finance quant à la possibilité de gains illimités se fondent sur celles de la concurrence, selon lesquelles il serait toujours possible d'obtenir une rentabilité supérieure au taux général de profit.

L'organisation des firmes est donc bouleversée en permanence, à la recherche de nouvelles synergies qu'il est d'autant plus urgent de dégager qu'il faut trouver très vite les ressources financières pour couvrir les écarts d'acquisition, réduire l'endettement qui a pu être contracté à cette occasion tout en garantissant aux actionnaires une progression de leurs dividendes. Pour une bonne part, ces synergies sont d'ordre industriel et commercial : fermeture de sites de production, réorganisation des sièges et des services support, etc. La vertueuse opération de croissance se termine donc là encore par des licenciements collectifs. Ces restructurations sont clairement offensives et ne peuvent par conséquent être assimilées à des situations de crise. Mais les dégâts collatéraux peuvent être considérables dans les filiales et chez les fournisseurs, ajoutant ainsi de nouvelles destructions d'emplois, cette fois-ci dans de bien pires conditions économiques et sociales. Il n'y a aucune raison de s'en priver, puisque le gain de marge escompté permettra de couvrir les coûts du plan de licenciement. Le groupe pourra engranger les bénéfices de son opération, tandis que la collectivité continuera à en supporter durablement les effets sociaux.

4. Les effets sur le chômage

Le déficit d'accumulation et de croissance dans un contexte de concurrence exacerbée conduit à l'instauration du chômage de masse. Il est possible ici d'établir une corrélation frappante entre le niveau du taux de chômage et l'évolution du *taux de financiarisation* défini comme l'écart entre le taux de profit et le taux d'accumulation (graphique 4). Cependant cette corrélation ne suffit pas à légitimer la lecture « financieriste » du capitalisme contemporain. Certes, les rapports entre capital industriel et capital financier se sont profondément modifiés et pèsent sur les conditions de l'exploitation. Mais il faut articuler correctement l'analyse des phénomènes : on ne peut séparer une tendance autonome à la financiarisation, et le fonctionnement « normal » du capitalisme. Cela reviendrait à dissocier artificiellement le rôle de la finance et celui de la concurrence mondialisée. Or, ces deux aspects sont étroitement imbriqués. La grande nouveauté du capitalisme contemporain est, encore une fois, de mettre en concurrence directe les salariés du monde entier, et c'est bien l'argument principal utilisé pour

justifier les « réformes », les restructurations et les délocalisations. On nous répète que « nous sommes dans une économie mondialisée », autrement dit en concurrence avec des pays où les salaires et les acquis sociaux sont inférieurs. La compétitivité devient alors un impératif catégorique : si les entreprises ne restructurent pas, elles vont perdre leurs marchés et sont alors condamnées à disparaître.



Or, c'est la finance mondialisée qui permet d'établir une telle configuration. La grande force du capital financier est en effet d'ignorer les frontières géographiques ou sectorielles, parce qu'il s'est donné les moyens de passer très rapidement d'une zone économique à l'autre, d'un secteur à l'autre : les mouvements de capitaux peuvent avoir lieu dorénavant à une échelle considérablement élargie. La finance est donc le moyen de durcir les lois de la concurrence en fluidifiant les déplacements du capital : c'est sa fonction essentielle. Sans cette mobilité que leur permet la finance, les détenteurs de capitaux ne pourraient exercer leur chantage habituel : « si vous ne me garantissez pas la rentabilité maximale, j'irai la chercher ailleurs ». En ce sens, la finance n'est pas un obstacle au fonctionnement actuel du capitalisme, mais au contraire l'un de ses rouages essentiels.

Le tournant libéral a ouvert la voie à un fonctionnement « pur » du capitalisme fondé sur la concurrence entre capitaux nombreux. De ce point de vue, le capitalisme contemporain ne s'éloigne pas du mode opératoire analysé par Marx, et s'en rapproche au contraire. On ne peut pas considérer qu'il serait « pervers » par la finance, puisque celle-ci est précisément l'un des principaux outils permettant au capitalisme de ressembler de plus en plus à son concept.

IV. Accumulation et reproduction

Le second mode de lecture « financieriste » insiste sur le parasitisme de la finance. Il explique le faible dynamisme de l'investissement par la ponction exercée sur la rentabilité globale. Celle-ci s'est rétablie, mais la rentabilité nette - après paiement des revenus financiers - n'a pas augmenté. Cette lecture largement répandue, qui définit la phase actuelle comme celle d'un capitalisme financierisé, semble rendre compte de l'un des traits les plus frappants de sa configuration actuelle, que nous avons pris comme point de départ, à savoir un rétablissement du taux de profit qui n'entraîne pas l'accumulation. Si l'on calcule un taux de profit industriel en défalquant la part qui revient aux revenus financiers, l'écart entre les deux courbes se réduit et le paradoxe d'un profit sans accumulation semble disparaître. La thèse du parasitisme en sort renforcée, puisque l'absence de reprise de l'accumulation serait expliquée par la ponction financière.

Pourtant, il n'existe guère, dans le fonctionnement concret du capitalisme, de signe tangible d'une telle contrainte sur les capacités d'investissement des entreprises. On connaît au contraire le paradoxe qui veut que les ressources nettes obtenues par les entreprises sur les marchés financiers soient voisines de zéro : globalement l'apport d'argent frais collecté en Bourse ne représente pas grand-chose. En France, le taux d'autofinancement des entreprises atteint des sommets inégalés. La baisse des rendements financiers depuis le retournement boursier au début de cette décennie n'a d'ailleurs pas conduit à une « libération » de l'effort d'investissement des capitalistes industriels.

Encadré 3 Un cadre comptable simplifié

On distingue trois agents : les entreprises, les ménages et la finance. On suppose que tous les salaires sont consommés, et on fait abstraction des autres agents, notamment de l'Etat.

Le compte des entreprises s'écrit : $PIB + \Delta END = SAL + I + INT$

On peut l'interpréter simplement ainsi. Les entreprises disposent de deux ressources, leurs ventes nettes (PIB) et le recours à l'endettement (ΔEND). Ces ressources ont trois usages : le paiement des salaires (SAL), l'investissement (I) et le versement d'intérêts et dividendes (INT).

Le compte des ménages s'écrit : $SAL + INT = C + \Delta EP$

Les ménages ont ici deux sources de revenus : les salaires (SAL) et les intérêts (INT). Ils les consacrent à la consommation (C) et à l'accroissement de leur épargne (ΔEP).

Le compte de la finance s'écrit : $INT + \Delta EP = INT + \Delta END$

Il montre que la finance assure la centralisation et l'intermédiation des flux financiers. Elle reçoit les intérêts versés par les entreprises au titre de leur endettement et verse aux ménages les intérêts venant rémunérer leur épargne. On supposera ici que ces deux flux sont égaux, autrement dit que les profits des institutions financières sont nuls. La finance reçoit en dépôt l'épargne des ménages et s'en sert pour pourvoir à l'endettement des entreprises.

Dans la réalité il n'y a pas correspondance entre les deux sections de l'économie (consommation et investissement) et les deux agents ici identifiés, et ceci pour deux raisons essentielles. D'une part, les entreprises ne financent pas totalement l'accumulation du capital et doivent s'endetter pour le faire, et aussi distribuer des intérêts liés à cet endettement. D'autre part, les ménages ne reçoivent pas que des salaires et ne font pas que consommer. Il faudrait donc opérer un éclatement de cet « agent » en distinguant, d'une part les sources de revenus (salariés purs, rentiers purs et cas intermédiaires) et d'autre part les « fonctions économiques » (consommation et épargne). Pour simplifier, on suppose implicitement une partition entre purs salariés (ils consomment tout) et purs rentiers (ils épargnent tout) mais cette simplification ne remet pas les principaux enseignements de ce modèle.

Toute cette analyse repose en fin de compte sur un postulat, selon lequel c'est la rentabilité nette des revenus financiers, et non le taux de profit, qui constitue le taux « directeur » déterminant la dynamique de l'accumulation. Cette assertion est critiquable pour plusieurs raisons. Tout d'abord, on peut rappeler que rien dans l'analyse de Marx ne justifie une telle approche, qui renvoie plutôt aux thèses

stagnationnistes qui se sont diffusées dans l'immédiat après-guerre¹⁷. Ensuite, il y manque un maillon essentiel : il faudrait expliquer pourquoi les bénéficiaires de revenus financiers ne les recycleraient pas dans l'accumulation, et décideraient au contraire de les consommer.

Or, à moins de considérer que la sphère financière constitue une sorte de troisième section, à côté de celles des biens de production et de consommation, les sommes prélevées par les « rentiers » sont réinjectées dans le circuit et ne peuvent boucler le cycle du capital que de deux manières : consommation ou accumulation du capital. On peut illustrer cette proposition à l'aide d'un cadre comptable simplifié, qui suppose notamment que les salaires sont intégralement consommés (encadré 3). Il suffit cependant à faire apparaître un résultat important : les revenus financiers (intérêts et dividendes) n'ont d'autre destination finale que la consommation ou l'épargne. L'équilibre global des différents comptes d'agents est équivalent à la condition globale de reproduction qui s'écrit classiquement, pour reprendre les notations keynésiennes : $PIB = C + I$. L'envers de cette relation est l'équilibre financier qui décrit l'égalité entre les variations nettes d'endettement et de placement des différents agents. Ce résultat élémentaire est important à rappeler, parce qu'il signifie qu'il n'existe pas, à côté de l'accumulation et de la consommation, une troisième utilisation finale des revenus qu'il faudrait par exemple baptiser *spéculation financière*. Il n'est donc pas possible de construire une macroéconomie où les flux monétaires pourraient se déverser alternativement dans une *sphère productive* ou dans une *sphère financière*, comme le suggèrent les représentations erronées issues de ce que nous avons appelé théorie du portefeuille. Les concepts keynésiens classiques, ou même ceux de la comptabilité nationale, suffisent à mettre en lumière ce résultat. Ils ne font d'ailleurs que paraphraser l'analyse de Marx des conditions générales de la reproduction, quand il montre que la plus-value est consommée ou accumulée, sans jamais, encore une fois, considérer un troisième usage possible.

Il faut donc se tourner vers d'autres explications pour rendre compte de la faible tenue du taux d'investissement par rapport à un taux de profit fleurissant, et examiner les conditions générales de la reproduction du capital. Même dans le cadre simplifié retenu ici, cet examen conduit à des formulations complexes, dès lors que l'on s'intéresse à la satisfaction de ces conditions en dynamique. Pour simplifier l'analyse, on partira ici d'un modèle de reproduction équilibrée, défini par l'invariance des principales proportions de chacun des comptes d'agents. Il conduit à une relation fondamentale (voir encadré 4) que l'on peut écrire ainsi :

$$\Delta\alpha - A.\Delta pl + A.\Delta tin v = 0$$

$$\Delta tin v = \Delta pl - \Psi.\Delta\alpha$$

avec	α	part de la plus-value consommée
	pl	taux de plus-value
	$tin v$	taux d'investissement

Cette formule est, encore une fois, strictement identique à celle que Marx établit à l'aide de ses schémas de reproduction. L'intérêt du modèle proposé ici est de montrer que cette relation tient, même si l'on complexifie le cadre comptable en y intégrant la finance. Il a aussi l'avantage de mettre en exergue un fait d'évidence : pour que les capitalistes puissent consommer de la plus-value, il faut qu'elle leur ait été distribuée. Or, cette distribution se fait (à l'exception de la consommation de petits entrepreneurs individuels) sous la forme de revenus financiers. Il y a donc un lien direct entre la distribution de revenus financiers et la consommation de plus-value.

La condition de reproduction est ici donnée en différentiel, pour permettre une lecture dynamique qui cherche à répondre à cette question : à quelle condition, cette relation, une fois satisfaite, pourra-t-elle continuer à l'être ? La configuration la plus simple est évidemment celle où les trois grandeurs restent constantes. Mais que se passe-t-il si le taux de plus value augmente ($\Delta pl > 0$) ? Des évolutions compensatoires de α et $tin v$ sont alors nécessaires, et on peut ici considérer deux cas polaires.

¹⁷ par exemple Josef Steindl, *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Monthly Review Press, 1952.

Supposons pour commencer que la part consommée de la plus-value reste constante ($\Delta\alpha=0$). Le respect des conditions de reproduction implique alors une variation à la hausse du taux d'investissement, ($\Delta t_{inv}=\Delta pl$). Mais on se trouve alors dans un cas de figure déjà longuement discutée par divers auteurs marxistes (ou cambridgiens), qui est l'autoreproduction de la section 1. En effet, la part de la demande sociale en biens de consommation décroît en termes relatifs (la plus-value consommée est constante et la consommation salariale baisse) de telle sorte que la part de la section des biens de production augmente de manière continue. Cette configuration n'est pas tenable très longtemps, dans la mesure où elle supposerait une croissance indéfinie de la production de « machines » qui ne servirait qu'à produire de nouvelles « machines ». On retrouve ici une idée sous-jacente à l'analyse marxiste, qui est une détermination dialectique de l'accumulation du capital : il faut à la fois de la rentabilité et des débouchés proportionnés.

Supposons maintenant que le taux d'investissement reste constant ($\Delta t_{inv}=0$). Cela correspond bien aux faits stylisés contemporains : baisse de la part salariale et rétablissement du taux de profit, avec taux d'investissement constant. Dans ce cas, les conditions de reproduction impliquent une progression de la plus-value consommée qui compense celle du taux de plus-value ($\Delta\alpha=\Delta pl/\Psi$). Ce résultat peut être étendu à un modèle moins simplifié que celui qui a été utilisé ici : le résultat essentiel est que la distribution de revenus financiers - dont une bonne partie sera consommée - est la contrepartie incontournable d'une augmentation durable du taux de plus-value, du point de vue des conditions de reproduction d'ensemble.

Encadré 4
Les conditions de reproduction

On appelle t_{inv} le taux d'investissement des entreprises (I/PIB) et pl le taux de plus-value ($1 - SAL/PIB$). Quelles sont alors les conditions qui assurent la reproduction de l'ensemble quand le PIB augmente ? Il faut que la part consommée des revenus des rentiers (α) soit compatible avec le besoin de financement des entreprises. Cette condition s'écrit :

$$C = SAL + \alpha \cdot INT$$

Si l'on combine cette relation avec l'équilibre du compte des entreprises, on obtient une nouvelle expression de cette condition :

$$\alpha \cdot INT/PIB = pl - t_{inv}$$

Cette relation est complexe dans la mesure où les intérêts dépendent non seulement du taux d'intérêt mais aussi du compte patrimonial des entreprises que l'on peut écrire en simplifiant $K = END + FP$. Le capital total (K) est obtenu par cumul de l'investissement (à l'amortissement près) et les fonds propres FP sont obtenus par cumul de l'autofinancement. Notons N la norme d'endettement (END/K) et k l'intensité capitalistique (K/PIB). On obtient finalement :

$$\alpha = (pl - t_{inv}) / i \cdot N \cdot k$$

Supposons que le taux d'intérêt i , la norme d'endettement N , et le coefficient de capital k soient constants. En posant $\Psi = i \cdot N \cdot k$, on obtient la relation fondamentale suivante :

$$\Delta t_{inv} = \Delta pl - \Psi \cdot \Delta\alpha$$

On retrouve donc l'idée qu'il n'est pas possible de dissocier les phénomènes de l'exploitation et de la financiarisation qui apparaissent comme deux composantes d'une même réalité. Le capitalisme contemporain est avant tout un capitalisme surexploiteur (« carnassier » dirait Aglietta) : l'augmentation du taux d'exploitation permet le rétablissement du taux de profit sans engendrer de nouveaux lieux d'accumulation dans la même proportion. La consommation de plus-value permet alors de réduire cet écart. Dans ce schéma d'ensemble, la financiarisation remplit une double fonction : elle instaure une concurrence exacerbée, nécessaire pour maintenir la pression à la hausse sur l'exploitation ; elle établit

un mode de répartition adéquat aux nouvelles conditions de reproduction du capital. Il n'est donc possible de caractériser le capitalisme actuel en référence unique à la financiarisation, puisque cela revient à se priver d'une vision d'ensemble de ses contradictions. L'histoire concrète donne d'ailleurs quelques indications sur l'ordre des facteurs : le tournant libéral est d'abord une défaite infligée par le capital au travail, où la finance a été un levier plutôt qu'un facteur autonome. Le développement ultérieur de la finance a été ensuite un moyen de conforter ce nouveau rapport de forces par l'intensification de la concurrence, et de satisfaire - au moins provisoirement - aux contraintes de la reproduction.

Tout se passe au fond comme si les conditions de reproduction ne pouvaient être assurées que pour un taux d'accumulation relativement peu élevé, en tout cas inférieur au potentiel associé au niveau du taux de profit. On pourrait ainsi parler d'un *équilibre de sous-accumulation*. Or, l'accumulation est déterminée conjointement par une exigence de rentabilité et la nécessité de débouchés. Le comportement peu dynamique de l'investissement peut alors s'expliquer par deux caractéristiques essentielles du capitalisme contemporain :

- il tarit ses propres débouchés : la consommation des riches est un substitut imparfait à la consommation salariale et contribue à un ralentissement du rythme de progression des débouchés globaux, qui ne tire pas suffisamment l'investissement ;
- la fixation d'une norme de compétitivité très élevée tend à « dévaloriser » les projets d'investissement dont le taux de rendement est insuffisant et conduit les entreprises à solder leurs comptes sur la distribution de dividendes.

En se donnant les conditions d'un fonctionnement « pur », le capitalisme engendre ainsi une expression « pure » de ses contradictions. D'un certain point de vue, il a obtenu ce qu'il demandait : l'émergence de normes déterminées sur un marché mondial, et un blocage à peu près universel des salaires. Mais cette configuration ravive toutes ses contradictions, en particulier la recherche d'une rentabilité maximale dans un contexte de débouchés contraints. On se rapproche ici du modèle de Marx qui postule implicitement une augmentation tendancielle du taux d'exploitation, et l'on retrouve en même temps une critique « classique » du capitalisme.

V. Enjeux du débat et crise systémique

Mettre l'accent sur la seule financiarisation revient donc à sous-estimer le caractère systémique largement inédit des dysfonctionnements actuels du capitalisme, dont le chômage de masse est la manifestation la plus évidente. Ce phénomène renvoie au fond à une contradiction essentielle, et encore une fois relativement nouvelle dans ses formes d'expression, qui consiste pour le capital à refuser de satisfaire une part croissante de besoins sociaux, parce que ceux-ci évoluent d'une manière qui s'écarte de plus en plus de ses critères de choix et d'efficacité. La financiarisation est alors une manifestation associée à cette configuration, dont la base objective réside dans l'existence d'une masse croissante de plus-value qui ne trouve pas d'occasions de s'investir de manière « productive » et engendre donc la financiarisation comme moyen de recycler ces masses de valeur vers la consommation des rentiers. Ce modèle diffère très nettement de celui qui a prévalu durant le quart de siècle précédent (1950 à 1975) et il constitue une réponse de plus en plus dépourvue de légitimité sociale à une crise qui touche, pour la première fois, à l'essence du capitalisme, à savoir son mode de satisfaction des besoins sociaux. Tout ce qui transforme une contradiction dérivée (la financiarisation) en contradiction principale, risque de déporter le contenu anticapitaliste dont est porteur tout combat résolu pour l'emploi, vers d'assez vains projets visant à soulager le capital du poids de la finance pour en restituer le noyau dur vertueux.

Plus fondamentalement, cette lecture permet d'éclairer de manière rétroactive la trajectoire de l'économie capitaliste depuis un demi-siècle. Le mouvement de fond est celui qui modifie la demande sociale et la déporte des biens manufacturés auxquels sont associés d'importants gains de productivité vers une demande de services souvent collectifs et peu susceptibles d'être satisfaits sous forme de marchandises comparables à l'automobile. Dans la mesure où la satisfaction de ces besoins pèserait sur la rentabilité du capital, ils sont traités comme une contrainte et donc satisfaits sur la base la plus étroite

possible. Et comme les besoins sociaux émanant d'une bonne partie de l'humanité pauvre entrent dans cette catégorie, on assiste à un gigantesque déni de production à l'échelle mondiale : mieux vaut ne pas produire que de produire en dessous de la norme de profit. Un tel processus se déroule évidemment dans le temps long des transformations structurelles et il ne peut évidemment être convoqué comme explication du déclenchement de la crise. Mais c'est lui qui sous-tend la grande transition vers un capitalisme qui accumule peu et creuse les inégalités. Ce repérage des obstacles à l'accumulation conduit à penser que l'entrée du capitalisme dans une nouvelle phase d'expansion soutenue est impossible à terme, mais pas en raison du seul poids de la finance.

Cet écart croissant entre des profits excédentaires et des occasions raréfiées d'investissements rentables exprime la contradiction irréductible entre la satisfaction des besoins sociaux et la recherche du profit maximal. La finance est à la fois un moyen de combler (partiellement) cet écart, et l'un des principaux outils qui ont permis d'établir cette nouvelle configuration d'ensemble. Elle n'est donc pas une maladie qui viendrait « gangrener » un corps sain, mais le symptôme d'une crise qui touche aux principes essentiels du capitalisme.