

FINANCE, HYPER-CONCURRENCE ET REPRODUCTION

Michel Husson

Séminaire d'Etudes Marxistes, séance du 17 février 2005

Ce texte - très provisoire - part du point de vue de méthode suivant : il n'est pas possible d'étudier la financiarisation du capitalisme contemporain en la réduisant à un tête-à-tête entre capital industriel et capital financier. Il faut considérer l'ensemble de ses déterminations et relier l'analyse de la finance à celle des modalités de la concurrence et des conditions de reproduction du capital.

La création de valeur

Pour un marxiste, il est ainsi curieux d'apprendre que le discours des analystes et des théoriciens patronaux s'appuie 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, puisque 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 Asset*) au taux de profit d'entreprise. On pourrait encore citer le ROCE (*return on capital employed*) qui est un taux de profit très classique ou la MVA (*market value added*) définie comme la création de valeur anticipée.

Mais c'est l'EVA qui s'est dégagee du lot, et il convient d'examiner la signification de cette grandeur (voir encadré 1 ci-dessous). Pour résumer, elle mesure l'écart entre la rentabilité d'un capital donné et une rentabilité de référence. Certes, cette référence 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 l'analyser comme une mesure de la plus-value extra, autrement dit de l'écart qui existe entre rentabilité individuelle d'un capital et rentabilité moyenne. Cet indicateur résume bien la loi de la concurrence qui conduit tout capital individuel à obtenir un taux de profit maximum, au-delà du profit moyen. Il constitue un instrument adéquat d'évaluation de gestion passée et des projets d'investissement.

Le fait de définir comme la rentabilité de référence à partir d'arguments financiers est doublement révélatrice. 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 cette illusion n'est pas agrégative, et ne peut donc permettre d'établir une théorie globale du capitalisme. En second lieu, cette représentation prend une validité nouvelle dans les conditions du capitalisme contemporain car elle traduit le fait que la financiarisation a pour effet de durcir les conditions de la concurrence. C'est ce que l'on appellera dans ce qui suit hyper-concurrence, pour désigner de manière imagée la prééminence de la pression de la concurrence sur la stratégie des entreprises.

Plusieurs auteurs ont insisté sur la logique particulière qu'implique la référence à la création de valeur, et qui consiste à définir le coût du capital comme un seuil minimal : « Le taux de rentabilité requis sur un investissement est un seuil minimal. 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 »¹. D'un point de vue technique, l'EVA durcit la norme. 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. L'EVA revient, pour aller plus vite, à remplacer le taux d'intérêt par un taux de rendement financier plus élevé dans la définition du « coût » des fonds propres. 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, qui reflète elle-même l'intensification de la concurrence.

Une entreprise peut donc « détruire » de la valeur, même si elle fait des profits : « 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 »². Aglietta et Rebérioux soulignent, et 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 ».

¹ Laurent Batsch, *Le capitalisme financier*, La Découverte, coll. Repères, 2003.

² Michel Aglietta et Antoine Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, 2004.

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.

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 évaluer le « rendement d'opportunité » r d'un actif financier individuel, autrement dit de la rémunération qu'il 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 est à son tour définie à partir de 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 de la rentabilité d'opportunité propre et du taux d'intérêt, en raison du poids relatif des fonds propres FP et du capital emprunté D dans le capital K :

$$c = r \text{ FP}/K + i \text{ D}/K$$

Comme on a $K = \text{FP} + \text{D}$, cette relation peut encore être écrite :

$$c = r - (r - i) \text{D}/K$$

On retrouve l'expression classique de l'effet de 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 est 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 :

$$\text{EVA} = R.K - c.K = (R - c).K$$

$$\text{EVA} = R_e.FP - c.FP = (R_e - c).FP$$

avec	EVA	Economic Value Added
	R	taux de profit du capital
	R_e	taux de profit d'entreprise

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 Asset*) et le taux de profit retenu R_e (sa rentabilité « financière ») correspond au ROE (*Return On Equity*).

Mais la loi de la valeur a continué à fonctionner de manière inexorablement : 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.

Cependant les auteurs qui décortiquent cette référence à l'EVA, et notamment Lordon³, lui dénie toute nouveauté et relativisent sa pertinence, en la réduisant à une forme de représentation fétichisée. C'est encore une fois ne pas comprendre la fonction de cet outil, qui instrumentalise l'intensification actuelle de la concurrence. Certes, le principe de concurrence « entre capitaux nombreux » est pour Marx une caractéristique fondamentale du capitalisme. Où est alors la nouveauté ? Il faut faire sur ce point une digression mettant cette caractéristique en rapport avec un autre concept fondamental de l'analyse marxiste, celui de travail socialement nécessaire.

Travail socialement nécessaire et espace de valorisation

Le lien entre les notions de « plus value extra » et de « travail socialement nécessaire » est évident, dans la mesure où le travail socialement nécessaire peut 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 rentabilité individuelle et 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 individuel 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, 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. Un premier axe sera ici signalé pour mémoire : la finance, notamment les assurances, est bénéficiaire direct mais aussi 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 une avancée à terme 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 absolue de circulation des capitaux qui est l'un des objectifs précis de la politique du capital, comme en témoignent la création de l'OMC, la tentative de l'AMI, avortée mais relayée par d'innombrables accords bi- ou multi-latéraux. La financiarisation est ce qui permet la mobilité des capitaux. En paraphrasant ce que Marx dit du travail, on pourrait dire que la financiarisation 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.

Le capital financier ignore les frontières géographiques ou sectorielles. Il s'est donné le pouvoir de passer très rapidement d'une zone économique à l'autre, d'un secteur à l'autre. Les 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 donc le moyen de durcir les lois de la concurrence en fluidifiant les déplacements du capital : c'est la fonction essentielle qu'elle exerce. 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 entre capitaux que permet la financiarisation.

³ Frédéric Lordon, « La création de valeur comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnaire », *L'année de la Régulation*, vol.4, La Découverte, 2000.

L'exploitation, cause et conséquence

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. Mais c'est encore une fois le champ au sein desquels s'exercent ces mécanismes dont l'échelle a changé. 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 , et écrire :

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

On peut alors écrire la différence du taux de profit individuel avec le taux de moyen. Cette expression (proche de l'EVA) s'écrit alors :

$$R_i - R^* = A (p_i - p^*) + B (pl_i - pl^*) + \varepsilon$$

Si l'on suppose que le prix individuel ne peut varier du prix moyen et que le taux de profit doit s'écarter autant que faire se peut du taux de profit moyen, alors ces deux tendances conduisent à empêcher durablement le taux d'exploitation individuel de s'éloigner de sa valeur moyenne.

Ce constat conduit à une présentation largement répandue selon laquelle ce seraient les « exigences de la finance » (les fameux 15 %) qui pèseraient dans le sens d'une exploitation accrue ou d'une gestion hasardeuse. Pour ne prendre qu'un exemple parmi beaucoup d'autres, Dominique Plihon explique « les erreurs de gestion et les fraudes qui ont conduit au désastre d'un certain nombre de grands groupes » par les « pressions exercées sur les dirigeants par les acteurs de marchés (investisseurs, analystes...) pour les amener à se conformer aux normes internationales de rentabilité (*benchmarking*) »⁴. Au risque d'introduire des distinctions byzantines, on doit prendre ses distances avec une telle présentation. Son tort essentiel est de hiérarchiser l'analyse des phénomènes. Il y aurait une tendance autonome, celle de la financiarisation, qui viendrait exercer ses effets sur le fonctionnement « normal » du capitalisme en le contraignant à une gestion risquée ou frauduleuse, et particulièrement dure pour les salariés. On peut ranger dans la même catégorie les analyses du capitalisme contemporain mettant en avant le caractère « parasite » ou « prédateur » de la finance.

⁴ Dominique Plihon, « Les grandes entreprises fragilisées par la finance », dans François Chesnais (dir.), *La finance mondialisée*, La Découverte, 2004.

Or, les fonctions qu'exerce la finance doivent être appréhendées dans un cadre plus large, celui des transformations du capitalisme contemporain. Son trait essentiel est de se libérer de toutes les « entraves » et autres régulations qui font obstacle à l'application de sa règle essentielle, qui est celle de la concurrence. En ce sens, 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, il s'en rapproche au contraire. On ne peut pas considérer qu'il serait « perversi » 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. C'est pourquoi les caractérisations du capitalisme contemporain faisant référence à la finance sont discutables parce que trop unilatérales : depuis le tournant libéral, le capitalisme a connu de profondes transformations qui ont mis en place une tendance à la hausse à peu près régulière du taux de plus-value.

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 l'Etat.

Le compte des entreprises s'écrit :

$$\text{PIB} + \text{dEND} = \text{SAL} + \text{I} + \text{INT}$$

On peut l'interpréter simplement ainsi. Les entreprises disposent de deux ressources, leurs ventes nettes (PIB) et le recours à l'endettement (dEND). 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 :

$$\text{SAL} + \text{INT} = \text{C} + \text{dEP}$$

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 (dEP).

Le compte de la finance s'écrit :

$$\text{INT} + \text{dEP} = \text{INT} + \text{dEND}$$

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.

Toutes ces simplifications pourraient être abandonnées sans remettre en cause les principaux enseignements de ce modèle. Le premier est que l'équilibre de ces différents comptes est équivalent à l'énoncé des conditions globales de reproduction qui s'écrit :

$$\text{PIB} = \text{C} + \text{I}$$

Mais 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 intermédiaire) 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 en cause la suite de l'analyse.

Les conditions de la reproduction

Cependant, cette lecture dominante définissant la phase actuelle comme celle d'un capitalisme financiarisé semble rendre compte d'un des traits les plus frappants de sa configuration actuelle : depuis le milieu des années 80 environ, la courbe du taux de profit est repartie à la hausse mais n'a pas conduit à un semblable relèvement du taux d'accumulation, sauf, de manière transitoire durant la « nouvelle économie » aux Etats-Unis. L'explication semble alors à portée de main : l'écart entre les deux courbes est un bon indicateur de financiarisation et correspond à la part croissante de plus-value non accumulée. Si l'on calcule un taux de profit industriel en défalquant la part qui revient aux revenus financiers, alors l'écart entre les deux courbes se réduit et la paradoxe d'un profit sans accumulation disparaît. La thèse du parasitisme en sort renforcée : l'absence de reprise de l'accumulation serait expliquée par la ponction financière.

Encadré 4 Les conditions de reproduction

On appelle tin_v 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 :

$$C = SAL + \alpha INT$$

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

$$\alpha \cdot INT/PIB = pl - tin_v$$

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 $K = END + FP$. K est le capital total, qui 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 :

$$\alpha = (pl - tin_v) / i.N.k$$

Supposons que le taux d'intérêt i , la norme d'endettement N , et le coefficient de capital k soient constants. En posant $A=1/iNk$, on obtient la relation fondamentale suivante :

$$\Delta\alpha - A.\Delta pl + A.\Delta tin_v = 0$$

Avant de discuter cette thèse, il convient de faire un détour pour se demander quels sont les schémas de reproduction qui sous-tendent une telle configuration (encadré 3). Le modèle simplifié retenu suppose que les salaires sont intégralement consommés, mais que les intérêts et dividendes reçus peuvent être ou bien consommés ou bien épargnés. L'examen général de ces conditions, même dans ce cadre simplifié, conduit à des formulations complexes, dès lors que l'on s'intéresse à la satisfaction de ces conditions en dynamique. Pour clarifier l'analyse, on partira d'un modèle de reproduction équilibrée, défini par l'invariance des principales proportions de chacun des comptes. Il conduit à une relation fondamentale (encadré 4) que l'on peut écrire ainsi :

$$\Delta\alpha - A.\Delta pl + A.\Delta tin_v = 0$$

avec α part de la plus-value consommée
 pl taux de plus-value
 tin_v taux d'investissement

Cette formule est strictement identique à celle que Marx établit à l'aide de ses schémas de reproduction. L'intérêt du modèle proposé ici est d'abord 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 t_{inv} sont alors nécessaires, et on peut considérer deux cas polaires.

Supposons pour commencer que la part consommée de la plus-value reste constante ($\Delta b = 0$). 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'auto-reproduction 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. 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 ($\Delta b = A \cdot \Delta pl$). Ce résultat peut être étendue 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.

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 les deux faces d'une même réalité. Le capitalisme contemporain est un capitalisme surexploiteur (« carnassier » dirait Aglietta) tout autant que financiarisé. Il n'est possible de privilégier l'un de ses éléments qu'en s'écartant d'une vision d'ensemble des contradictions du système. L'histoire concrète donne d'ailleurs quelques indications sur l'ordre de ces 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.

Les déterminants de l'accumulation

La lecture « financieriste » du capitalisme contemporain propose l'analyse suivante : l'accumulation n'a pas repris, parce que c'est la rentabilité nette des revenus financiers qui constitue le taux « directeur ». Cette assertion est critiquable pour plusieurs raisons, que l'on va rapidement passer en revue. Tout d'abord, on peut rappeler que rien dans l'analyse de Marx ne justifie une telle approche, qui renvoie plutôt aux thèses stagnationnistes répandues dans l'immédiat après-guerre⁵.

L'argument le plus fort provient de l'observation du fonctionnement du capitalisme concret, qui ne donne aucun signe d'une contrainte exercée par la finance 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. En France, le taux d'autofinancement des

⁵ par exemple Josef Steindl, *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Monthly Review Press 1952.

entreprises atteint des sommets inégaux. Le comportement actuel des entreprises est mieux décrit par l'existence de profits supérieurs aux occasions d'investissement rentables. La baisse des rendements financiers depuis le retournement boursier au début de cette décennie n'a pas conduit à une « libération » des esprits animaux des capitalistes industriels.

Il manque de toute manière un maillon dans l'analyse financiariste qui serait d'expliquer pourquoi les bénéficiaires de revenus financiers ne les recycleraient pas dans l'accumulation, et décideraient au contraire de les consommer (comme c'est le cas des riches aux Etats-Unis). L'analyse du circuit est ici utile ; à moins de considérer la sphère financière comme une sorte de section 3 qui serait son propre débouché, les sommes prélevées par les « rentiers » ne peuvent boucler le cycle du capital que de deux manières : la consommation ou l'accumulation du capital.

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. On en a déjà cité une, qui est la nécessaire substitution de la consommation des « rentiers » à celle des salariés pour assurer la reproduction. Une autre piste consiste à examiner les déterminants de l'accumulation. On a déjà eu l'occasion de rappeler qu'ils combinent 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 par la distribution de dividendes.

En se donnant les conditions d'un fonctionnement « pur », le capitalisme engendre une expression « pure » de ses contradictions. D'un certain point de vue, il a obtenu ce qu'il souhaitait : 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 du modèle souvent implicite chez Marx et donc d'une critique « classique » du capitalisme.

On peut enfin renvoyer à des analyses proposées ailleurs, résumées par ce passage d'un article de synthèse : « Cette lecture de la crise 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 la reprise récente est de nature cyclique et qu'elle ne préfigure donc pas une nouvelle phase d'expansion soutenue. »⁶

La lecture proposée ici conduit donc à un diagnostic de crise systémique, qui repose sur la contradiction fondamentale suivante : la contradiction entre satisfaction des besoins sociaux et recherche d'un taux de profit très élevé devient irréductible. L'écart se creuse entre des profits excédentaires et des occasions raréfiées d'investissements rentables. La finance est à la fois un moyen de combler (partiellement) cet écart, tout en constituant l'un des principaux outils qui ont permis d'établir cette configuration d'ensemble.

⁶ Michel Husson, « L'inadéquation des besoins à l'offre comme obstacle à l'expansion », *Economie et Sociétés*, Série « Histoire Economique Quantitative » n°28, 7-8/2001, p. 1291-1313 <http://hussonet.free.fr/wave2000.pdf>