Université Lille1 Sciences et Technologies

Faculté des Sciences Économiques et Sociales

École Doctorale Sésam – Laboratoire Clersé

Thèse de Doctorat en Sciences Économiques

Le divorce rentabilité/croissance dans le capitalisme financiarisé.

Changements de régimes, équilibres, instabilités et conflits.

Présentée et soutenue publiquement par

Thomas DALLERY

le 12 mai 2010

Directeurs de thèse :

M. Laurent CORDONNIER, Maître de Conférence, Université Lille 1.

M. Franck VAN DE VELDE, Maître de Conférence, Université Lille 1.

Membres du jury :

M. Marc LAVOIE, Professeur, Université d'Ottawa, rapporteur.

M. Edwin LE HÉRON, Maître de Conférence, I.E.P. Bordeaux, rapporteur.

M. Jean-Sébastien LENFANT, Professeur, Université Lille 1.

M. Pascal PETIT, Directeur de Recherche CNRS, Université Paris 13.

M. Dominique PLIHON, Professeur, Université Paris 13.

M. Franck VAN DE VELDE, Maître de Conférence, Université Lille 1.

Université Lille1 Sciences et Technologies

Faculté des Sciences Économiques et Sociales

École Doctorale Sésam – Laboratoire Clersé

Thèse de Doctorat en Sciences Économiques

Le divorce rentabilité/croissance dans le capitalisme financiarisé.

Changements de régimes, équilibres, instabilités et conflits.

Présentée et soutenue publiquement par

Thomas DALLERY

le 12 mai 2010

Directeurs de thèse :

M. Laurent CORDONNIER, Maître de Conférence, Université Lille 1.

M. Franck VAN DE VELDE, Maître de Conférence, Université Lille 1.

Membres du jury :

M. Marc LAVOIE, Professeur, Université d'Ottawa, rapporteur.

M. Edwin LE HÉRON, Maître de Conférence, I.E.P. Bordeaux, rapporteur.

M. Jean-Sébastien LENFANT, Professeur, Université Lille 1.

M. Pascal PETIT, Directeur de Recherche CNRS, Université Paris 13.

M. Dominique PLIHON, Professeur, Université Paris 13.

M. Franck VAN DE VELDE, Maître de Conférence, Université Lille 1.

Remerciements

Ce travail ne doit que peu de choses à son signataire. Les auteurs véritables de cette thèse sont à chercher du côté de celles et ceux qui ont élevé, encadré, accompagné, inspiré et accouché ma pensée et mon écriture.

En premier lieu, mes remerciements s'adressent à mes directeurs de thèse, Messieurs Laurent Cordonnier et Franck Van de Velde. Si le lecteur lit ces lignes, c'est en grande partie à eux qu'il le doit. Sans leur rencontre, je n'aurais sans doute jamais suivi le chemin qui fut le mien ces cinq ou six dernières années. Ma dette envers eux est immense, et ne pourra jamais être remboursée. Outre la qualité de leur encadrement et la pertinence de leurs fulgurances pour guider ce travail de thèse, ce fut un véritable privilège de les côtoyer et d'assister à leurs réflexions sur l'économie et la société.

J'ai aussi l'honneur de pouvoir remercier ici Messieurs les membres du jury. Leur participation à l'évaluation de cette thèse m'apporte autant de plaisirs qu'elle ne me confère de devoirs. J'espère en être digne.

Si mes directeurs de thèse ont été les figures principales de ma formation, je n'oublie pas celles et ceux qui ont contribué à l'Université Lille 1 à me mettre de l'économie dans les doigts. En particulier, j'aimerais ici remercier Messieurs Arnaud Berthoud, Henri Philipson, Nicolas Postel et Richard Sobel pour les enseignements qu'ils m'ont dispensés et les analyses qu'ils m'ont offertes. À leur contact, l'apprentissage est permanent, et l'émulation intellectuelle sans cesse alimentée.

Au sein des institutions qui m'ont accueilli (laboratoire Clersé et école doctorale Sésam), l'ensemble des personnes que j'ai pu y rencontrer méritent de figurer dans ces remerciements. Je pense en particulier à Laetitia Demolle, Sophie Goyat, Sébastien Jasniak et Dominique Mosbah. Je tiens à témoigner ici de mon attachement particulier envers Monsieur Nicolas Vaneecloo, qui incarne une autorité aussi institutionnelle que naturelle. Sa présence, sa disponibilité et sa droiture furent une source de motivation et de réconfort que ce soit en tant que Directeur de ces deux institutions, ou en tant que voisin de bureau et usager de patio.

Parmi mes collègues devenu-e-s ami-e-s, mes pensées vont à Till van Treeck pour l'ensemble de son œuvre (académique ou amicale). Les réflexions que nous avons menées ensemble constituent, directement ou indirectement, une part importante de ce travail. De même, les

discussions engagées que nous avons partagées à gauche et à droite (que chacun reconnaisse son camp !) avec Fabien Éloire et Jordan Melmiès ont inspiré d'innombrables repas et prolongements, avec un succès restant à définir. La thèse étant une épouse fidèle qu'il est difficile de tromper à moins de s'y prendre en groupe, je remercie aussi Raluca, Pierre et Ileana, Anne, Nicolas et Fantine, Vincent, l'ensemble du bureau 19 (de toutes les époques), les exilés du bureau 13 et ceux du 12, les nouveaux arrivés du 15 à 17, de m'avoir permis de m'aérer l'esprit, grâce à tous les moments de détente qui font que je termine ce travail sans trop avoir détérioré mon état psychologique. Les pauses institutionnelles et sauvages, les débats musicaux, littéraires ou cinématographiques, les matches de football, les restaurants, les manifestations… toutes ces activités font autant partie de mon expérience de thèse que le présent manuscrit, et elles en composent la Bande Originale, au même titre que les albums de Sigur Ros (*Takk*, 2005), The Dears (*Gang Of Losers*, 2006), Radiohead (*In Rainbows*, 2007), Girls In Hawaï (*Plan Your Escape*, 2008), Liam Finn (*I'll Be Lightning*, 2008), ou encore Get Well Soon (*Rest Now, Weary Head ! You Will Get Well Soon*, 2008 ; *Vexations*, 2010) et Shearwater (*The Golden Archipelago*, 2010).

Enfin, cette thèse ne serait rien sans ma famille et mes proches. Je ne peux qu'espérer qu'elle vaille la peine qu'elle a pu leur faire subir du fait de mes humeurs et de mes absences. La moindre des choses que je puisse faire en retour, c'est leur dédier ce travail.

« Le capitalisme international, et cependant individualiste, aujourd'hui en décadence, aux mains duquel nous nous sommes trouvés après la guerre, n'est pas une réussite. Il est dénué d'intelligence, de beauté, de justice, de vertu, et il ne tient pas ses promesses. En bref, il nous déplaît et nous commençons à le mépriser. Mais quand nous nous demandons par quoi le remplacer, nous sommes extrêmement perplexes. »

Keynes, 1933, [2002, p. 203]

« [L]e système est certes cruel, injuste, turbulent – mais il fournit la marchandise, et cessez de rouspéter puisque c'est cette marchandise que vous voulez. »

Castoriadis, 1996, [2009, p. 106]

Introduction Générale

La crise financière, débutée à l'été 2007, lors de la mise en liquidation de fonds spéculatifs de Bear Stearns, et dont l'éclatement plus prononcé a eu lieu à l'automne 2008, après les faillites et quasi-faillites de Lehman Brothers, AIG, Freddie Mac et Fannie Mae, rappelle, s'il en était besoin, l'importance de la finance et de ses effets sur l'économie réelle. À l'occasion de cette crise, les autorités politiques, Banques Centrales et gouvernements, ont opté pour un interventionnisme fort, profondément contre-nature pour ceux qui exerçaient le pouvoir dans ces institutions lors des dernières décennies.[1] Passées les interventions d'urgence pour éviter l'effondrement global du système financier, les solutions politiques proposées et mises en œuvre laissent à penser que la crise est avant tout une crise financière, trouvant son origine dans un fonctionnement erratique, ou « exubérant » serait-on tenté d'écrire, de la finance. Si la finance a bel et bien joué un rôle, et non des moindres, dans l'éclosion de la crise, il nous semble que ce n'est pas elle qui en a semé les germes. Selon nous, c'est dans le fonctionnement d'une économie réelle *aiguillonnée* par les logiques financières que se trouvent les racines de la crise, la finance ne faisant qu'alimenter les racines d'une crise déjà enfouie. En particulier, c'est bien la compression des salaires issue des exigences de profit qui a favorisé le développement d'un endettement des ménages pour la consommation et pour l'immobilier, endettement qui a fini par atteindre des niveaux insoutenables lorsque la Réserve Fédérale américaine, craignant des pressions inflationnistes, a remonté ses taux d'intérêt, passant d'environ 1% à 5% entre début 2004 et début 2006, faisant ainsi éclaté la bulle immobilière américaine et rendant insolvables de nombreux ménages engagés sur des prêts à taux variables. Le développement du crédit, qui avait été aidé par les procédés de titrisation, a alors conduit par l'insolvabilité grandissante des emprunteurs à des difficultés bancaires, d'autant plus généralisées que la titrisation avait disséminé les risques et dégradé la compréhension même du système, et que la confiance dans le système bancaire s'était effondrée. L'assainissement des bilans des banques a mené ensuite à une réduction drastique de l'octroi de crédit (le fameux *credit crunch*), ouvrant ainsi le canal de transmission d'une crise financière et bancaire vers une crise accrue de l'économie réelle.

[1] Ces interventions ont provoqué un transfert de dettes du secteur privé vers le public, transfert qui semble à l'origine d'une nouvelle crise de la dette, mais de la dette publique cette fois-ci (cf. la situation de la Grèce ou de l'Espagne).

Si, comme nous le pensons, la crise actuelle est d'origine réelle, les solutions destinées à une meilleure régulation financière ne suffiront pas pour empêcher une nouvelle crise, au mieux pourront-elles différer à nouveau sa survenue. Aussi, si la crise et les solutions qui lui sont apportées ne sonnent pas le glas d'un système global, mais qu'elles ne font qu'engendrer le ralentissement de ses mécanismes de transmission, il reste légitime de s'interroger sur le fonctionnement d'ensemble d'une économie où la finance dicte ses règles et imposent ses objectifs.

Avant la crise, et lors des trente dernières années, les deux faits majeurs qu'il convenait de relever, pour la plupart de nos économies développées,[2] avaient traits au capital : son accumulation avait ralenti et sa rentabilité s'était élevée. La concomitance de ces deux phénomènes macroéconomiques peut constituer une énigme pour un économiste post-keynésien. Mais le mystère peut aussi être résolu, en apparence, dans un cadre standard. L'amélioration de la rentabilité macroéconomique serait en effet le fruit des politiques de compétitivité des entreprises, politiques ayant réduit les coûts (salaires) et rétabli les marges de profit. Le ralentissement de l'accumulation du capital serait lui le reflet d'une politique délibérée de recentrage et de rationalisation des investissements, afin d'éviter la création d'empires productifs peu rentables au service du prestige de managers dépensiers. La réorientation des politiques permettrait ainsi, si l'on ajoute une hypothèse de rendements moyens du capital décroissants, de limiter l'accumulation du capital en élevant *simultanément* sa rentabilité.

Cette explication, centrée sur l'offre, a tendance à oublier un élément essentiel, qui est que la réalisation des profits macroéconomiques dépend de la demande. Or, et c'est là que se trouve le paradoxe pour l'économiste post-keynésien, le rétablissement de la rentabilité du capital ne peut pas se faire, toutes choses égales par ailleurs, avec un ralentissement de son accumulation. Sinon, c'est la loi de Kalecki, selon laquelle « les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent », qui s'en trouverait invalidée. De plus, les politiques de compétitivité ont effectivement rétabli les marges de profit et comprimé les salaires. Avec des salaires réduits, c'est alors la consommation, deuxième composante clef de la demande globale, qui se voit

[2] Voir les graphiques proposés dans le premier chapitre.

affectée. La faiblesse de la demande macroéconomique devrait alors être un frein majeur à la réalisation effective des profits macroéconomiques. Est-ce donc que la loi de Kalecki est fausse ? Les faits sont têtus, et il est acquis que la rentabilité du capital s'est bien élevée en même temps que ralentissait l'accumulation du capital et que déclinait la part des salaires dans la valeur ajoutée. Mais la loi de Kalecki l'est tout autant (têtue), car si « les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent », la seconde partie de l'adage précise que « les salariés dépensent ce qu'ils gagnent ». Au travers de cette double affirmation, il est possible dorénavant de mettre en lumière ce qui était jusqu'ici resté dans l'ombre : la consommation, celle des capitalistes et celle des salariés. Quand la loi de Kalecki dit que « les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent », les dépenses comprennent l'investissement, mais elles comprennent aussi la dépense de consommation des capitalistes. La baisse de l'accumulation du capital peut ne pas entraîner de baisse de sa rentabilité, si les capitalistes se mettent à consommer plus grâce à leurs revenus financiers (Cordonnier, 2006). Par ailleurs, concernant les salariés, comme le donne à voir la seconde partie de l'adage, il est souvent supposé qu'ils dépensent l'intégralité de leurs revenus, ce qui revient à affirmer que l'épargne des salariés est nulle. Mais on peut même aller au-delà : les salariés peuvent désépargner, c'est-à-dire s'endetter. Face à la pression exercée sur leurs revenus, les salariés peuvent ne pas diminuer leur consommation au rythme de leurs revenus, mais la maintenir ou l'augmenter au prix de l'endettement. La loi de Kalecki et le principe de la demande effective restent donc valables : c'est l'offre qui fixe les espérances de profit, mais c'est la demande qui décide de leur réalisation effective.

Le régime de croissance des trente dernières années a fonctionné sur la base de ce soutien par une double consommation : une consommation des capitalistes à partir de revenus financiers et une consommation des salariés assise sur l'endettement. Ce régime a été viable puisqu'il a bien permis la réalisation d'une rentabilité élevée. La crise financière actuelle marque-t-elle alors la fin de ce régime de croissance ou n'est-elle qu'une crise passagère, comme a pu l'être l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies en l'an 2000 ? Ou, autrement dit, la crise actuelle n'est-elle que l'échec ultime, la sanction logique d'un régime de croissance économique insoutenable ayant atteint ses limites ? À notre sens, la crise révèle la fragilité de ce régime de croissance, plus qu'elle n'en annonce l'épuisement ou le remplacement. Ce

régime n'est pas mort, et il faut continuer à en étudier les mécanismes tout en en précisant ses limites. Comme nous venons d'y faire allusion, ce régime exhibe une contradiction forte sur la réalisation des profits. Le processus de génération de la demande est extrêmement dépendant de l'endettement consenti par les banques et de la situation sur les marchés financiers. Tant que les institutions qui subordonnent l'économie réelle à la sphère financière et bancaire ne voient pas leur existence remise en cause, la dynamique globale du système restera la même. À ceci près que la coupure actuelle des moteurs bancaires et financiers risque de créer un « trou » dans la formation de la demande, trou qui mérite d'être comblé pour éviter d'entraîner l'économie dans une spirale dépressionnaire où la formulation des exigences de profit ne peut être que déçue par la formation effective de la demande macroéconomique. Sans le soutien de l'endettement privé et des marchés financiers, le régime démontre actuellement l'ampleur de ses contradictions. Pour les contourner, il faut soit compter sur le redémarrage des moteurs bancaires et financiers, soit compter sur l'endettement public venant remplacer l'endettement privé, soit trouver un autre relais pour la demande. Mais trouver un autre relais, c'est déjà sortir de régime… Telle n'est pas la question abordée dans cette thèse. Nous nous contenterons d'analyser le régime du capitalisme financiarisé tel qu'il existe, ses limites, sa cohérence, et de le comparer avec le régime précédent (le Fordisme), sans vouloir faire de vaines prédictions sur ce qui lui succèdera.

Objet de la thèse : la financiarisation

Cette thèse se propose d'étudier l'évolution de nos économies capitalistes au cours du demi-siècle passé, en soulignant les modifications à la fois dans les objectifs et les politiques des acteurs dominants, ainsi que dans les mécanismes d'ajustement de ces actions. La période courant de la fin de la Seconde Guerre mondiale à aujourd'hui permet de repérer deux contextes bien différents au sein desquels il est possible d'identifier des acteurs différents (dont les objectifs et la capacité à les imposer ne sont pas les mêmes) et des processus institutionnels générant des dynamiques macroéconomiques différentes. Alors que les 30 années d'après guerre ont été marquées par une croissance économique forte au sein de ce que les Régulationnistes appellent le régime d'accumulation fordiste (Aglietta, 1976), le tournant des années 80 a progressivement conduit à l'installation d'un nouveau régime d'accumulation, labellisé, selon les auteurs, « financiarisé » (Boyer, 2000), « patrimonial »

(Aglietta, 1999), « actionnarial » ou encore « néo-libéral ». Ces deux régimes ne renvoient pas aux mêmes institutions, aux mêmes règles du jeu. Par le biais d'un double mouvement de déconstruction/reconstruction des institutions, les trente dernières années ont profondément remodelé les rapports de force entre les groupes sociaux, affectant l'accumulation du capital, laquelle constitue le moteur essentiel d'une économie capitaliste. La financiarisation désigne un ensemble de processus qui ont transformé le capitalisme par le biais de la réhabilitation des marchés financiers, de la réaffirmation des intérêts de la propriété, du développement des logiques financières au sein des entreprises,…. Ces modifications institutionnelles génèrent des transformations à la fois dans les objectifs et les politiques des acteurs, mais aussi dans les mécanismes d'ajustement au niveau macroéconomique. Notre thèse étudie donc les implications de la financiarisation au travers d'une double analyse, de la théorie post-keynésienne de la firme et de son marché d'une part, et de la dynamique macroéconomique au sein des modèles post-keynésiens de croissance et de répartition, d'autre part.

La financiarisation au sein des institutions du capitalisme

L'économie post-keynésienne est souvent accusée de ne s'intéresser qu'aux questions macroéconomiques (ou de structure) et de délaisser les questions microéconomiques (les théories de l'agent). Si cette critique possède sa part de vérité, tant les Post-Keynésiens semblent privilégier l'analyse macroéconomique, elle masque cependant les contributions post-keynésiennes importantes à la microéconomie. Dans ce domaine, la théorie de la firme a mobilisé de nombreux auteurs, jusque dans les années 70. Le problème est qu'après cette date, la théorie post-keynésienne de la firme s'est figée, et qu'elle a ignoré les évolutions récentes du capitalisme et qu'elle s'est également retrouvée sans connexion avec les modèles macroéconomiques qui ont occupé le devant de la scène. Nous proposons ici de reprendre la théorie de la firme là où elle s'était arrêtée et de la réexaminer à la lumière du nouveau contexte historique, social et institutionnel. Pour y parvenir, nous retiendrons une définition étroite de la financiarisation : nous entendons par là l'augmentation du pouvoir des actionnaires. La firme constitue alors la clé de voûte, l'institution où cette refonte des relations de pouvoir ou de domination se manifeste.

Historiquement, les politiques des firmes ont d'abord été étudiées par les néoclassiques. Au sein d'un marché walrasien de concurrence pure et parfaite, la firme n'est initialement qu'une boîte noire qui ne fait que réagir aux stimuli de son environnement (tous intégrés dans les variations de prix), en adaptant passivement, mais automatiquement, ses quantités de facteurs de production dans le but de produire au plus juste et de maximiser ainsi son profit. En réponse à cette représentation de la firme, des auteurs du « vieil institutionnalisme » (Berle et Means, 1933) ont cherché à retracer les processus décisionnels au sein des firmes. À la suite de ces approches, nous considérons la firme non pas comme une entité disposant d'une volonté propre, mais plutôt comme une institution composée d'une pluralité d'acteurs dotés d'objectifs propres (on peut aussi parler de « parties prenantes »). Mais à rebours du courant néo-institutionnaliste, nous considérons les décisions des firmes sous l'angle d'un ajustement des rapports de force entre catégories d'acteurs, et non à travers le prisme d'une coordination par le contrat. Les politiques mises en oeuvre reflètent de ce fait bien souvent la préséance d'une catégorie d'acteurs sur les autres et les arbitrages entre des objectifs catégoriels plus ou moins conflictuels qui en résultent. Dans cette veine, le dilemme de la firme est souvent présenté comme un arbitrage entre croissance et rentabilité (Stockhammer, 2004a). Durant la période fordiste, les firmes étaient dirigées par des managers en recherche de croissance pour leur firme, quitte à ce que cela se fasse au détriment de la rentabilité immédiate. Avec le nouveau régime de croissance financiarisé, les actionnaires ont retrouvé un pouvoir certain, de sorte que les politiques des firmes se sont infléchies sous le coup d'une exigence de rentabilité à court terme, potentiellement nuisible aux perspectives de croissance (et même de profits) à court et à plus long terme. Au point que si les actionnaires *veulent* effectivement de la rentabilité à court terme, pour optimiser la valeur de leurs actions, nous sommes en droit de nous demander si c'est effectivement ce dont ils *ont besoin* pour y parvenir, et également de nous demander quelle est la cible précise de la rentabilité poursuivie par les actionnaires.

Cette théorie post-keynésienne de la firme que nous amendons à la suite de Wood (1975) ou Lavoie (1992) ne s'articule pas uniquement autour de l'arbitrage entre croissance et rentabilité. Elle intègre de nombreuses autres dimensions qui déterminent et contraignent la politique mise en oeuvre : tensions sur l'utilisation des capacités productives, relations avec les travailleurs et les fournisseurs, concurrence sur le marché des biens, structure financière,

environnement macroéconomique. Au final, la firme apparaît, au sein d'une représentation tripartite du marché (cf. la sociologie économique de H. White, 1981, 2002), comme une interface entre des consommateurs et des « fournisseurs » (de consommation intermédiaire, de travail, de capitaux).

La financiarisation comme système au sein du capitalisme

Après avoir vu les manifestations microéconomiques de la financiarisation, nous nous intéresserons aux implications macroéconomiques de la financiarisation. Parmi les faits stylisés caractéristiques de la financiarisation, le ralentissement de l'accumulation du capital et l'augmentation de la rentabilité semblent deux points qui font consensus. Cette double tendance *macroéconomique* s'explique-t-elle par le jeu d'un simple arbitrage entre croissance et profit au niveau *microéconomique* ? Pour le dire plus directement : a-t-il suffi que les actionnaires réclament plus de profits pour qu'ils en obtiennent plus ? Ces questions soulèvent à nouveau le problème de l'acteur, de ses motivations, des actions qu'il entreprend, mais surtout celui de la coordination de ces actions au niveau du système, coordination qui valide ou non les objectifs poursuivis et les actions menées dans ce sens par les acteurs. L'une des particularités de l'hétérodoxie en général et de la théorie post-keynésienne en particulier est que ce qui est valable au niveau microéconomique ne l'est pas nécessairement au niveau macroéconomique. Cette existence de paradoxes de composition se retrouve au niveau du bouclage macroéconomique, de prime abord étonnant pour un économiste post-keynésien : s'il est parfaitement acceptable qu'un rythme d'accumulation plus lent permette une rentabilité plus élevée au niveau microéconomique, la transposition de ce lien au niveau macroéconomique devrait être invalidée par la loi de Kalecki, selon laquelle les investissements macroéconomiques déterminent les profits macroéconomiques. Toutes choses égales par ailleurs, le ralentissement de l'accumulation au niveau macroéconomique ne peut aller de pair avec une augmentation de la rentabilité de l'ensemble des entreprises. Si les actionnaires ont effectivement réclamé et obtenu plus de profits, malgré le ralentissement de l'accumulation du capital, c'est que des moteurs macroéconomiques alternatifs se sont enclenchés et ont pris le relais de l'investissement dans le soutien apporté à la rentabilité. Pour voir comment les objectifs des acteurs ont été atteints (ou non), il faut donc se déplacer du champ de l'analyse microéconomique à celui de l'analyse macroéconomique où se

coordonnent les politiques de ces acteurs aux objectifs et pouvoirs différents. Cela suppose de prendre en compte le fait que des décisions microéconomiquement rationnelles peuvent entraîner des effets opposés quand elles sont agrégées au niveau macroéconomique ; mais cela suppose aussi d'intégrer des effets de pouvoir et de domination historiquement et socialement situés. Pour le dire autrement, dans une économie capitaliste, il ne suffit pas de désirer pour obtenir : encore faut-il que les désirs et stratégies microéconomiques n'empêchent pas la réalisation de ces désirs quand les politiques sont agrégées au niveau macroéconomique, et encore faut-il que les acteurs qui expriment ces objectifs soient en mesure de s'imposer face à d'autres catégories d'acteurs, dont les objectifs peuvent ne pas être conciliables avec les leurs.

Cette thèse se propose d'étudier la financiarisation au niveau macroéconomique au travers des deux méthodologies les plus utilisées au sein du courant post-keynésien : les modèles kaleckiens de croissance et de répartition, et les modèles stock - flux cohérents (SFC) mis au point par Godley et Lavoie (Lavoie et Godley, 2001 ; Godley et Lavoie, 2007). Les modèles kaleckiens s'intéressent particulièrement au double lien entre croissance et répartition : l'accumulation détermine la rentabilité au niveau macroéconomique (loi de Kalecki), et la rentabilité stimule l'accumulation au niveau microéconomique (incitation à investir). Une autre illustration de ce lien entre croissance et répartition renvoie à la double interprétation des salaires, comme porteurs de coût d'une part, et comme facteurs de demande d'autre part. Le salaire représente en effet un coût microéconomique qui détériore la rentabilité (et donc pèse sur l'accumulation), mais elle représente aussi une composante essentielle de la demande globale à travers la propension sociale à consommer, jouant à la hausse sur les taux d'utilisation des capacités productives des firmes (et en retour sur l'accumulation). Le renouveau des modèles kaleckiens depuis Bhaduri et Marglin (1990) s'explique par cette volonté de rechercher au niveau macroéconomique ce qui tire la croissance (*wage-led* ou *profit-led*), la demande (*stagnationist* ou *exhilarationist*) et la rentabilité (*cooperative* ou *conflictive*). Ces modèles dits néo- ou post-kaleckiens peuvent donner naissance à une multitude de régimes macroéconomiques selon la sensibilité de la croissance, de la demande et de la rentabilité à la répartition du revenu entre salaires et profits. D'innombrables études économétriques s'efforcent alors de déterminer la clé de la prospérité pour différents pays selon la structure de leur demande globale, leur taille, leur ouverture internationale… Notre

étude de ces modèles se fera sur une base différente. Avant de les utiliser pour expliquer la financiarisation comme système, il nous a semblé opportun d'entreprendre une vérification d'usage, censée confortée leur pertinence. Nous faisons donc un détour plutôt théorique, et nous interrogeons ces modèles sur leur *plausibilité* et leur *stabilité*. En attribuant aux paramètres des valeurs que nous jugeons plausibles pour une variété de réalités du capitalisme, nous avons testé la capacité de ces modèles à produire des résultats plausibles pour les variables d'équilibre. Cette procédure de test soulève, comme on le verra, des questions embarrassantes. En effet, si l'on repart de la représentation canonique du modèle kaleckien de croissance, et que l'on questionne les propriétés de son équilibre, on s'aperçoit que cet équilibre n'est pas plausible, et que l'instabilité semble être la norme. La persistance de l'instabilité renvoie alors à Keynes et à Harrod : les décisions microéconomiques prises rationnellement (baisse de l'investissement pour retrouver une utilisation normale des capacités productives pour Harrod, ou baisse des salaires pour augmenter l'emploi chez Keynes) empêchent la réalisation des objectifs qui suscitent ces décisions, dès que l'on agrège les conséquences de ces politiques au niveau macroéconomique (contraction de la demande globale par déprime de l'investissement ou de la consommation, et aggravation de la sous-utilisation chez Harrod et du chômage chez Keynes). Le problème est bien ici que les firmes réagissent à des déséquilibres microéconomiques par des politiques qui, agrégées au niveau macroéconomique, vont amplifier les déséquilibres initiaux.

L'explication de la financiarisation comme système, ce n'est pas seulement expliquer comment les actionnaires ont réussi à obtenir une rentabilité « malgré eux », i.e. malgré la pression que font peser leurs exigences de rentabilité sur l'accumulation du capital. C'est aussi décrire comment ils ont réussi à s'imposer aux autres catégories d'acteurs. L'utilisation de la seconde méthodologie, dominante chez les Post-Keynésiens, souligne alors la seconde limite inhérente à la réalisation des objectifs d'acteurs particuliers au niveau macroéconomique : l'existence de conflits entre groupes sociaux. Les modèles stock - flux cohérents à la Godley - Lavoie reposent sur le principe de quadruple écriture au sein de matrices sociales : toute transaction donne lieu à une double écriture, au passif et à l'actif, et cela pour les deux participants à la transaction. Cette discipline permet de traquer tous les flux sans jamais oublier de les intégrer aux stocks (qu'ils viennent grossir ou réduire). Initialement

construits pour analyser les dynamiques financières, ces modèles nous permettent d'introduire un temps véritablement historique, et de prendre en compte plusieurs secteurs institutionnels (firmes, ménages, banques) dont les objectifs dépendront du maintien d'un certain nombre de ratio flux/stock (taux d'utilisation, de profit ou d'accumulation pour les firmes, consommation sur revenu ou richesse pour les ménages, taux d'endettement pour les banques, …). Nous utiliserons les modèles SFC de manière à simuler les conséquences macroéconomiques de la domination d'une catégorie d'acteurs sur les autres. En particulier, nous étudierons la succession des deux configurations institutionnelles du Fordisme et de la financiarisation au cours de laquelle la direction stratégique des firmes passe des mains de managers (en recherche de croissance) à celles d'actionnaires (en recherche de profits). Nous verrons en particulier comment (et grâce à quels mécanismes d'ajustement) la domination des objectifs managériaux en période fordiste était relativement compatible avec la réalisation par les autres groupes d'acteurs de leurs objectifs propres. À l'inverse, il semble bien que le régime financiarisé éprouve plus de difficultés à faire cohabiter la domination des objectifs actionnariaux avec la réalisation des objectifs des autres groupes. Enfin, nous montrerons que le prix à payer pour la réalisation des objectifs actionnariaux est élevé, ce qui pose également la question de la soutenabilité de ce régime de croissance, puisque le moteur de la dette (des ménages et des firmes) n'est pas infatigable et peut mener à une fragilisation financière (comme nous ne cessons de le constater).

Notre thèse avance une autre idée de l'équilibre, selon laquelle une économie capitaliste peut être en équilibre dans son ensemble (croissance stationnaire) sans que tous les acteurs soient en équilibre (objectifs insatisfaits). Le capitalisme financiarisé correspond bien à cet état qui semble (ou semblait) en équilibre global, avec de nombreux acteurs occupant des positions précaires, mais avec des actionnaires imposant leur domination au reste de l'économie. La domination (et donc l'involontaire) sera présente à plusieurs niveaux dans notre construction théorique de la financiarisation, au point qu'il est possible de désigner la financiarisation par l'expression de « capitalisme dominé par la finance » (Stockhammer, 2008).

Il y a d'abord une domination faible, passive et directe, par laquelle une catégorie d'acteurs (les actionnaires) impose son ou ses objectifs aux autres au sein de la firme, institution

centrale du capitalisme. Cet effet de pouvoir est bien du ressort du politique et se déroule dans le cadre de « négociations » déséquilibrées qui vont valider telle ou telle orientation politique. Mais il y a bien sûr une différence entre choisir une orientation politique en vue d'un objectif, et atteindre cet objectif.

À un deuxième échelon, nous avons une domination « systémique », ou ce que nous pourrions appeler une domination par l'ajustement, une domination sans dominant.[3] Cette présence d'effet de domination est liée à la macroéconomie, au fonctionnement du système économique dans son ensemble. Il peut être impossible de réaliser son objectif, et alors il faut s'ajuster car, les modifications de politiques faites pour atteindre l'objectif fixé étant inefficaces, l'acteur est impuissant à modifier le cours des choses.[4] Nous sommes bien ici dans l'ordre de l'économie, et plus précisément dans l'ordre de la dynamique macroéconomique.

Enfin, un dernier niveau de domination intervient éventuellement à ce stade. Il s'agit cette fois d'une domination forte, active, par laquelle une catégorie d'acteurs peut reporter sur des tiers les contraintes liées à son ajustement. L'acteur impose son objectif (domination faible de la firme par les actionnaires), le système macroéconomique déçoit ses espoirs (domination systémique de l'actionnaire du fait de la formation de la demande), mais l'acteur est suffisamment dominant pour ne pas s'ajuster lui-même (revoir à la baisse ses objectifs de rentabilité), mais contraindre des tiers à le faire, soit par exercice de domination faible (contraindre les managers à s'endetter plus et à distribuer plus de profits), soit par effet de domination systémique des salariés (endettement contraint des salariés qui veulent maintenir leur consommation malgré des revenus plus faibles). Nous sommes alors à nouveau dans l'ordre de la politique.

Comprendre la dynamique d'une économie capitaliste est donc bien affaire d'*économie* (politiques d'acteurs micro, mécanismes d'ajustement macro) *politique* (dominations

[3] Ou pour reprendre l'expression de Simone Weil (1934) : une exploitation sans exploiteur.
[4] C'est l'exemple du chômage involontaire chez Keynes (1936) où les salariés, même en se faisant concurrence pour baisser le niveau du salaire nominal, ne pourront pas rétablir le plein-emploi du fait de la baisse des prix qu'entraîne la diminution du salaire nominal, le salaire réel restant inchangé.

d'acteurs). Comprendre la réalité économique, et en particulier la financiarisation, n'est pas permis par une posture se réclamant de la science économique et essayant de décrire les mécanismes économiques déconnectés des déterminismes sociaux, historiques et politiques (donc des phénomènes de domination). Les outils de la théorie pure ne sont pas pertinents pour analyser l'économie dans laquelle nous vivons, et il nous faut alors embrasser la démarche de l'économie appliquée, une discipline qui est nécessairement institutionnaliste.

Plan de la thèse

Avant d'en arriver ces conclusions, il convient de rappeler brièvement la structure d'ensemble que nous nous apprêtons à déployer. Cette structure nous amènera à traiter deux problèmes de nature différente : d'une part, notre énigme principale qui se révèle être plutôt un problème empirique quant à l'explication du divorce rentabilité/croissance et le passage du Fordisme à la financiarisation ; d'autre part, un problème plus théorique, relatif à l'instabilité et à la nature de l'équilibre dans les modèles macroéconomiques de croissance et de répartition.

Dans une première partie de la thèse, nous nous intéressons aux changements microéconomiques induits par la financiarisation. La discussion porte donc sur la théorie de la firme. Dans un premier chapitre, nous exposerons un certain nombre de faits stylisés pour prendre la mesure de la financiarisation au niveau macroéconomique. Nous donnerons alors une interprétation de la financiarisation comme une tentative nouvelle, mais pas sans précédent, de « désencastrer » la finance de l'économie, et plus globalement, de désencastrer l'économie de la société. Après ce passage obligé par la grande histoire de l'économie et du capitalisme, nous nous pencherons plus précisément sur la financiarisation en présentant les liens entre théories de la firme et finance dans la littérature standard. Nous verrons alors comment les pratiques de bonne gouvernance actionnariale ont été construites pour être conformes à ces théories traditionnelles de la firme, du marché et de l'équilibre. Nous proposerons ensuite l'alliance de la théorie post-keynésienne et de la sociologie économique structurale pour mieux rendre compte de la firme et du marché. Au marché d'échange se substitue ce que nous appellerons un marché de production, c'est-à-dire un marché faisant intervenir tous les acteurs du processus de production autour de la firme, des fournisseurs (capitaux, travail, matières premières) aux clients. À la sortie de ce premier chapitre, nous

serons en mesure de proposer une opposition entre théorie orthodoxe et théorie hétérodoxe sur leur manière d'appréhender l'économie comme discipline (science économique versus économie politique), sur leur cadre de référence du fonctionnement de l'économie concrète (économie d'échange sans monnaie versus économie monétaire de production), sur leur approche de la concurrence (mode optimal d'allocation des ressources versus mode d'allocation des contraintes), sur leur vision de la mise en relation des individus (coordination et incitation versus subordination et domination), sur leur conception de l'équilibre (équilibre optimal, général et final versus équilibre particulier et temporaire).

Dans le second chapitre de la première partie, nous exposerons les bases de la théorie post-keynésienne de la firme, telle qu'elle nous a été léguée par Wood (1975). À l'intérieur de ce cadre d'analyse, nous montrerons les différentes manières d'introduire la financiarisation : comme une contrainte financière plus stricte pesant sur des managers toujours aux commandes des firmes, ou comme un objectif en soi pour des managers/actionnaires dont la rationalité doit alors être questionnée. Cette division entre plusieurs conséquences possibles de la financiarisation se rapporte à une réalité au sein de laquelle plusieurs types de firme et de gouvernance peuvent coexister selon l'environnement institutionnel large, la composition et l'attitude de l'actionnariat (patient ou impatient). Au niveau microéconomique, cette enquête théorique conclut, du fait du raffermissement de l'exigence de rentabilité,[5] à un ralentissement de l'accumulation du capital, à une distribution plus large des profits, à un endettement supérieur, à une pression augmentée sur les salariés (par réduction des salaires et/ou hausse de productivité non reversée) ou les fournisseurs (par réduction imposée de leurs prix), et potentiellement à une fragilité réelle accrue par l'acceptation d'une certaine sur-utilisation des capacités de production. L'expression des objectifs actionnariaux induit en pratique des reports de contrainte qui se propagent aux différentes parties prenantes au marché de production, la pression étant transmise des actionnaires aux managers, puis des managers aux salariés ou aux fournisseurs, et se traduisant aussi par la substitution de certains objectifs managériaux à d'autres, par le sacrifice de certaines cibles managériales (endettement, utilisation des capacités) au profit de l'exigence de rentabilité actionnariale.

[5] Les effets seront plus ou moins marqués selon la mesure de la rentabilité recherchée par les actionnaires.

La seconde partie se proposera de construire une représentation macroéconomique de la financiarisation et de la manière par laquelle les objectifs exprimés par les actionnaires présentés dans la première partie de la thèse peuvent être atteints ou non. Pour ce faire, nous avons dans le troisième chapitre utilisé la modélisation kaleckienne. Mais avant d'employer ces modèles très utilisés dans le champ post-keynésien pour l'analyse de la financiarisation, nous avons entrepris un travail de vérification systématique des propriétés de ces modèles. Nous voulions ainsi nous assurer de leur solidité théorique et de leur pertinence. Les résultats que nous présenterons dans le troisième chapitre montrent que les modèles kaleckiens s'en sortent plutôt mal en termes de plausibilité, c'est-à-dire d'adéquation à la réalité. Notre procédure de simulation met en évidence un défaut de plausibilité certain et, pour les versions du modèle les plus plausibles, nous trouvons une tendance à l'instabilité assez embarrassante. En voulant amputer le modèle de l'instabilité à la Harrod (instabilité de l'équilibre : l'équilibre du marché des biens ne tend pas vers le plein ajustement, i.e. l'objectif d'utilisation standard des capacités), les Kaleckiens semblent avoir transplanté une instabilité à la Keynes (instabilité du marché des biens : le marché des biens ne tend pas vers l'équilibre) là où il n'y en avait pas chez Keynes.

Dans le quatrième et dernier chapitre, nous abandonnerons les modèles plausibles mais instables à la Keynes, et nous prendrons une version initialement stable (marché des biens équilibré) mais peu plausible selon l'analyse du chapitre trois, et nous la compléterons pour la rendre pertinente et éliminer son manque de plausibilité. La méthodologie suivie est dite stock-flux cohérente. Elle permet de mieux appréhender le temps et de donner à voir les évolutions suivies. Elle permet surtout de donner du sens au concept d'équilibre, puisque l'équilibre devient « particulier », par opposition à « général », car déterminé par la réalisation des objectifs de la classe dominante. Alors que pour les modèles kaleckiens classiques étudiés au chapitre trois, la répartition est exogène, déterminée par le « degré de monopole », la répartition sera ici déterminée de manière endogène par le conflit distributif entre firmes et salariés. Mais ce conflit est lui-même dominé, « pré-déterminé » par le conflit entre actionnaires et managers sur la politique d'accumulation à suivre. Ces revendications conflictuelles nous permettent de proposer une nouvelle solution au dilemme théorique récurrent entre hétérodoxes : l'arbitrage entre des résultats Classiques et l'instabilité

harrodienne. Du fait de l'existence de conflits entre catégories d'acteurs et entre objectifs pour une même catégorie d'acteurs, le plein ajustement (utilisation standard des capacités qui implique une disparition des résultats non keynésiens dans le long terme) n'est plus la seule solution envisageable à l'instabilité harrodienne (qui émerge nécessairement quand l'utilisation standard n'est pas effective). L'éloignement de l'utilisation standard des équipements n'enclenche pas de spirale instable, car les firmes ne se préoccupent pas de cet objectif intermédiaire dans un contexte financiarisé. Elles tolèrent l'écart sur l'utilisation des capacités car elles visent un taux de rentabilité cible, et l'utilisation standard est un frein à la réalisation de cette rentabilité cible. À partir d'un modèle macroéconomique basé sur ces arguments ainsi que sur ceux développés lors du deuxième chapitre, nous sommes alors en mesure de proposer une relecture de l'histoire du capitalisme des trente dernières années où un régime financiarisé a succédé à un régime fordiste. Le passage d'un régime à l'autre s'effectue dans notre modèle par un changement dans les mécanismes d'ajustement qui gouvernent la dynamique macroéconomique. Le régime fordiste de notre modèle, en s'ajustant aux opportunités d'accumulation du capital, produit un cercle vertueux de croissance *et* de rentabilité, avec une faible tendance à l'inflation due à la puissance des collectifs salariés et à la réaction des firmes. Le régime financiarisé de notre modèle, en s'ajustant aux exigences actionnariales, produit une dynamique positive de rentabilité *sans* accumulation à la seule condition de voir l'endettement des firmes se développer pour favoriser le rachat d'actions et la distribution de dividendes, permettant la réalisation effective des espoirs de profit par la consommation des capitalistes. Notre modèle semble donc à même de contribuer à l'explication de notre énigme empirique (le passage historique du Fordisme à la financiarisation) ainsi qu'à notre dilemme théorique (la nature de l'équilibre et le potentiel d'instabilité). En soulignant la fragilité du régime financiarisé reposant sur l'endettement,[6] ce modèle peut produire finalement une analyse de la crise actuelle et de ses mécanismes de transmission.

[6] Dans notre modèle centré sur les firmes et leur politique d'accumulation, les limites à la rentabilité sont données par l'endettement des firmes. Dans la réalité, c'est plutôt l'endettement des ménages qui a joué le rôle de déclencheur de la croissance et de la crise financière.

Première partie :

Financiarisation et théories de la firme

Introduction. Finance, accumulation et pouvoir : la firme capitaliste

Dans cette première partie de la thèse, nous allons étudier les interactions entre la finance et l'accumulation, au niveau de la firme capitaliste. Nous allons nous y prendre en deux temps. Dans le premier chapitre, nous procéderons à une modeste revue de l'histoire du capitalisme occidental, et du rôle exercé en son sein par la dynamique de la finance et de l'accumulation. Nous reviendrons sur les problèmes théoriques posés par l'intégration de la firme dans un marché, qui n'est pas d'échange mais de production.

Dans le deuxième chapitre, l'attention se portera davantage sur la dynamique de l'accumulation du capital, pour une firme post-keynésienne, soumise à une financiarisation de sa logique et de son environnement.

Le passage d'un capitalisme managérial à un capitalisme financiarisé se manifeste par une mutation des priorités des firmes. En consacrant la prééminence des objectifs actionnariaux sur les objectifs des autres catégories d'acteurs constituant la firme, le changement de régime macroéconomique bouleverse les rapports de domination autour de la firme et de son marché de production. L'affirmation du pouvoir de l'actionnariat s'interprète comme l'émergence d'une « unité active » au sens de François Perroux (1973). Dans la configuration institutionnelle propre à la financiarisation et à sa gouvernance, les actionnaires ne sont pas tenus, comme les autres acteurs économiques, d'adapter leurs politiques à leur environnement ; ils sont en mesure de modeler leur environnement pour qu'il corresponde à leurs actions. La soumission aux nouvelles exigences actionnariales implique une redistribution des contraintes entre des parties prenantes qui deviennent, du fait de leur domination, les variables d'ajustement des décisions de la firme. Les questions qui se posent sont de savoir quels sont exactement les objectifs poursuivis par les actionnaires, et quelle est la rationalité de ces objectifs. Car, si leur objectif est la maximisation de *leur* profit, il se peut que les politiques engagées pour y parvenir (réduction de l'investissement et distribution de dividendes) ne mènent pas à la réalisation de cet objectif. Finalement, dans une économie capitaliste, il ne suffit pas de vouloir pour obtenir. Il faut, d'une part, avoir le pouvoir

d'appliquer sa volonté (rapport de force). Mais il faut, d'autre part, s'interroger sur la conformité entre la volonté telle qu'elle s'est incarnée dans une action, et l'intérêt convoité. Ce second questionnement porte sur le cadre temporel de rationalité des acteurs. Si les politiques de réduction de l'investissement sont rationnelles dans le contexte d'un objectif de profits à court terme, il n'en va pas de même à moyen terme. Après avoir analysé ces questions, la seconde partie de la thèse s'orientera vers le niveau macroéconomique pour discuter des effets de composition et de l'efficacité de ces décisions microéconomiquement rationnelles.

Heilbroner (1965, [1973]) et Hicks (1969, [1973]) présentent la régulation d'un système économique comme pouvant relever de trois principes d'organisation différents : l'autorité, la tradition, le marché. À notre sens, le système capitaliste ne relève pas exclusivement du « marché » au sens de Heilbroner ou de Hicks, comme on pourrait le croire à première vue. En réalité, ce que nous essaierons de montrer dans cette première partie, c'est bien que le système capitaliste, sous ses différentes formes, implique l'intervention concomitante des trois modes d'organisation cités par Heilbroner et Hicks. Certes le marché structure la vie économique, mais le marché est lui-même structuré par la tradition et l'autorité. Les relations économiques entre les acteurs sont empreintes de phénomènes de domination, historiquement situés. Les rapports de force évoluent par grandes vagues, et se figent, temporairement, pour constituer des régimes institutionnels au sein desquels vont se dérouler les activités économiques. Le premier chapitre se propose de présenter le capitalisme, et les différentes formes qu'il a prises dans l'Histoire, en insistant sur la domination cyclique de la finance en son sein, et sur les rapports de force que la firme affronte sur un marché de production. Une fois ces bases posées, le second chapitre offre une représentation de la dynamique de la firme face à la financiarisation du capitalisme.

Chapitre Premier : De l'histoire croisée de la finance et du capitalisme, aux croisements des théories de la firme et de la finance

1.1. Introduction

Avant de rentrer dans le cœur du sujet et de traiter des conséquences de la financiarisation aux niveaux microéconomique et macroéconomique pour nos sociétés capitalistes, il faut se lancer dans un exercice délicat de définition de la financiarisation. Et avant de tenter de saisir plus précisément ce que représente la financiarisation, un détour historique s'impose pour remettre en perspective le rôle de la finance dans l'Histoire de nos sociétés. L'objet de ce chapitre est triple : les liens entre firme, finance et capitalisme sont abordés successivement sous l'angle d'une analyse des faits économiques, puis sous l'angle d'une théorie de l'histoire économique, et enfin sous l'angle des théories économiques elles-mêmes.

Dans la première section, nous présentons donc l'histoire récente du capitalisme, en décrivant les faits stylisés majeurs des trois dernières décennies. Nous faisons ainsi le récit du passage du capitalisme fordiste au régime financiarisé, en tentant d'expliquer politiquement et théoriquement les raisons de ce changement.

Dans la deuxième section, nous soulignerons la cyclicité des formes de capitalisme dans l'histoire longue, suivant les vagues de libération et de ré-encastrement de la finance. En particulier, nous repartirons des débuts du capitalisme pour montrer en quoi la financiarisation n'est pas quelque chose de totalement nouveau, mais qu'elle n'est que le dernier avatar d'une tendance à l'œuvre dans l'économie depuis que cette dernière s'est émancipée de la morale et du politique.

Dans une troisième section, nous établirons les liens théoriques entre la finance et la firme au sein des paradigmes néoclassique et post-keynésien. La question centrale sera alors de savoir où commence la firme et où s'arrête le marché. À la sortie de ce parcours, nous reprendrons et

approfondirons la théorie de la firme comme interface au sein d'un marché tripartite. Ce passage par la sociologie économique structurale de Harrison White offre une alternative à la représentation de la firme comme un ensemble de relations contractuelles. La mise en relief de conflits d'intérêt et de rapports de force donne corps à une représentation réellement institutionnelle de la firme. Cette conception de la firme et de son environnement permet aussi de rompre avec le mythe de la coordination des agents sur un marché d'échange par ajustement des prix, pour lui préférer la réalité d'un ajustement des acteurs sur un marché de production par exercice de rapports de domination et de reports de contrainte.

1.2. Faits stylisés autour de la financiarisation

1.2.1. Du Fordisme au capitalisme financiarisé : comment et pourquoi ?

À ce stade initial, nous plaçons la focale sur le passage du Fordisme, ou capitalisme managérial, à l'actuel régime macroéconomique que nous appellerons capitalisme financiarisé. Les deux points qui nous intéresseront ici sont d'une part, une relecture historique du changement de régime et d'autre part, une interprétation des causes au fondement de cette évolution. Au cœur de ces deux questionnements, le rôle de l'État occupe nécessairement une place centrale.

À la base du changement de régime, il y a bien sûr un changement dans les institutions centrales du système capitaliste, changement initié par les réformes (néo-)libérales et accompli grâce à des circonstances historiques particulières (Petit, 2006, Firmin, 2008 ou Clévenot, 2006). Pour comprendre les origines de ce changement, il faut revenir sur l'ère capitaliste qui précède l'émergence du capitalisme financiarisé. Le Fordisme est né d'une application partielle d'un certain nombre d'idées keynésiennes qui, après avoir apporté des solutions pour sortir de la Grande Dépression des années 30, ont été utilisées pour refonder le capitalisme sur de nouvelles bases au lendemain de la Seconde Guerre Mondiale. Historiquement, les idées keynésiennes ont été appliquées, d'abord et avant tout, pour corriger les excès d'un capitalisme financier du début du XXème siècle ayant précipité l'économie

mondiale dans une crise économique d'ampleur encore inégalée. C'est par ailleurs en partie sur le terreau de cette crise qu'ont prospéré les idéologies fascistes débouchant sur la Seconde Guerre Mondiale. Après la guerre, les idées keynésiennes ont été mises au centre du travail de reconstruction du capitalisme, car elles étaient les seules disponibles pour se poser comme alternative au communisme, qu'il soit perçu comme menace extérieure avec le bloc soviétique, ou comme menace intérieure du fait du poids des ex-mouvements de Résistance. La reconstruction keynésienne avait comme double avantage, sur le plan externe, d'être soutenue par les États-Unis et leur plan Marshall, et sur le plan interne, d'être portée par de nombreuses mesures de protection des classes laborieuses.

La reconstruction du capitalisme d'après-guerre a été marquée par un fort interventionnisme d'État. Que ce soit au travers de commandes directes à l'industrie, ou par la nationalisation de nombreux groupes industriels et bancaires, ou que ce soit au travers de la protection sociale offerte aux salariés ou des politiques de redistribution fiscales en faveur des classes laborieuses, l'État a occupé une place centrale dans l'économie, en débordant les attributions régaliennes que lui confère la doctrine classique. Ce rôle d'État Providence a permis la production de l'institution centrale à ce capitalisme régulé d'après-guerre : ce que les Régulationnistes appellent le rapport salarial fordiste (Aglietta, 1976 ; Boyer, 2004). Avec le développement d'un salaire social (prestations sociales), les négociations collectives entre les partenaires sociaux sous l'égide de l'État contribuent à atténuer la marchandisation du travail, et à offrir une sécurité sociale et économique entretenant un grand dynamisme économique (croissance et plein-emploi). Grâce à des gains de productivité élevés dont le partage est largement en faveur des salariés, et grâce à un chômage faible qui pèse peu sur les revendications salariales, le partage de la valeur ajoutée évolue à l'avantage des salariés. Si tout n'allait pas pour le mieux dans le meilleur des capitalismes, la dynamique de cette période se rapprochait fortement de ce qu'il serait possible d'appeler un Âge d'Or du capitalisme (Marglin et Schor, 1990).

Le remplacement de ce capitalisme fordiste par un capitalisme financiarisé a plus à voir avec un processus long de déconstruction-reconstruction institutionnelle qu'avec une révolution brutale. Si le retournement effectif peut être situé au début des années 80 avec les élections

quasi-simultanées de Margaret Thatcher au Royaume-Uni (1979) et de Ronald Reagan aux États-Unis (1980), les forces qui préparent ce changement sont bien plus anciennes. Dès la fin des années 30 avec l'organisation du colloque Walter Lippmann (1938), puis avec la fondation de la Société du Mont Pèlerin en 1947, des intellectuels[7] s'organisent contre les solutions proposées par la pensée keynésienne alors dominante (Denord, 2007). Selon eux, il convient de lutter contre les interventions de l'État qui perturbent le fonctionnement libre des marchés et faussent les prix, seuls guides à même d'orienter efficacement les décisions économiques. L'État ne doit pas nécessairement se cantonner à ses fonctions régaliennes, mais il doit intervenir pour organiser la concurrence.[8] Tant que le capitalisme dirigé par les idées keynésiennes produisaient des résultats satisfaisants, ces idées étaient inaudibles. Mais la survenue des chocs pétroliers et l'émergence de la stagflation dans les années 70 ont offert une caisse de résonance à l'alternative néo-libérale. La panne des politiques keynésiennes a alors été mise sur le compte d'un trop grand « laissez aller » des politiques publiques avec un État cannibalisant l'initiative privée, entraînant un partage de la richesse trop favorable aux salariés, une croissance des salaires alimentant l'inflation, une croissance des firmes inefficace, et une détérioration de la profitabilité des entreprises.

Aux débuts des années 80, pour rétablir l'économie, l'occasion a été donnée aux idées néo-libérales de s'exprimer (qu'elles soient portées en économie par des monétaristes, nouveaux classiques ou nouveaux keynésiens). En pratique, il s'est agi de diminuer le pouvoir des syndicats, de réduire les domaines d'intervention de l'État, d'abandonner les politiques budgétaires et monétaires expansionnistes jugées efficaces à court terme uniquement, et de se tourner vers les politiques dites « structurelles », visant à instaurer un fonctionnement de marché libre et concurrentiel dans tous les domaines. Sur le marché du travail, c'est la fin des grandes négociations collectives remplacées par des négociations de plus en plus individualisées, offrant une plus grande flexibilité et inspirées du mythe du contrat entre individus libres et égaux. Sur le marché des biens, c'est la fin des grandes politiques industrielles et des entreprises publiques avec d'importantes vagues de privatisation. Sur le marché des capitaux enfin, c'est la libéralisation des marchés financiers qui vise d'une part à

[7] Intellectuels parmi lesquels on pourra citer Friedrich von Hayek, Ludwig von Mises, Jacques Rueff, George Stigler ou encore Milton Friedman.
[8] C'est en cela que l'on parle de *néo*-libéralisme (Denord, 2007).

instaurer un financement concurrentiel, donc, efficace des entreprises, et d'autre part à leur imposer une nouvelle gouvernance. La finance, qui était encadrée durant le Fordisme, se retrouve libérée, et le secteur bancaire est dérégulé et largement privatisé.[9] Au niveau international, c'est aussi en 1971 l'abandon du système de changes fixes de Bretton Woods, qui avait justement été édifié en 1944 pour contrôler les capitaux et empêcher les errements de la finance. Les devises deviennent des marchandises dont le prix se fixe selon les achats et les ventes (principalement d'ordre spéculatif). Liés aux impératifs d'ouverture internationale du commerce et à l'abandon du contrôle des capitaux, ce changement de système monétaire international réduit l'autonomie des politiques économiques nationales. Comme un symbole de ce changement de paradigme, l'arrivée au pouvoir de Paul Volcker à la tête de la Réserve Fédérale américaine en août 1979 a conduit à une forte augmentation des taux d'intérêt qui sont passés de 10,94% à son arrivée à 19,1% en juin 1981.[10] Cette politique monétaire ultra restrictive a permis de diviser l'inflation par deux. Mais cette augmentation des taux d'intérêt a surtout brisé la croissance en déprimant l'investissement. Au niveau international, pour les pays endettés, l'augmentation des taux d'intérêt a provoqué une grave crise de la dette. Globalement, l'augmentation des taux d'intérêt a redistribué les revenus, des débiteurs vers les créanciers, et cela, que l'on se situe au niveau d'un pays (redistribution des salariés vers les rentiers) ou de la planète dans son ensemble (redistribution des pays en développement vers les pays développés)[11].

Ces politiques se sont finalement traduites par un ralentissement de l'inflation et de la croissance (cf. graphiques n°s 1.1 et 1.2), une augmentation du chômage (cf. graphique n°1.3), un redressement de la part des profits dans la valeur ajoutée (cf. graphique n°1.4 ci-après) et des taux de profit des firmes (cf. graphique n°1.6).[12]

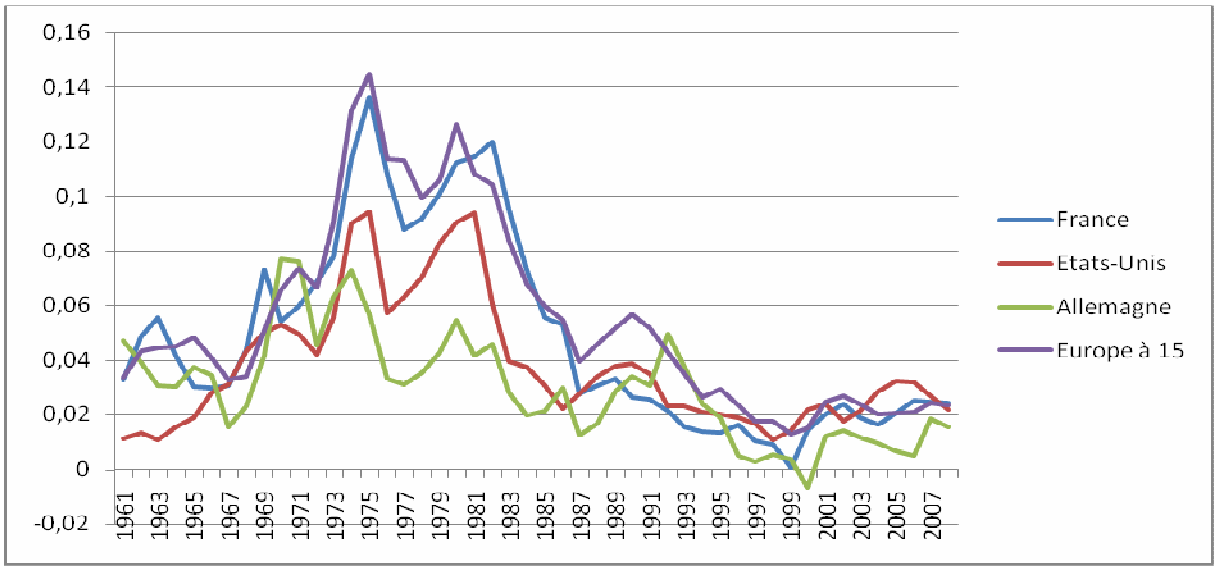
[9] L'une des raisons supplémentaires à cette libéralisation financière est que le financement bancaire de l'économie était supposé inflationniste selon les partisans du monétarisme et de la théorie quantitative de la monnaie.

[10] Les taux d'intérêt donnés sont les *Federal Funds rates* moyens mensualisés, disponibles sur le site de la Réserve Fédérale :
http://www.federalreserve.gov/releases/H15/data/Monthly/H15_FF_O.txt

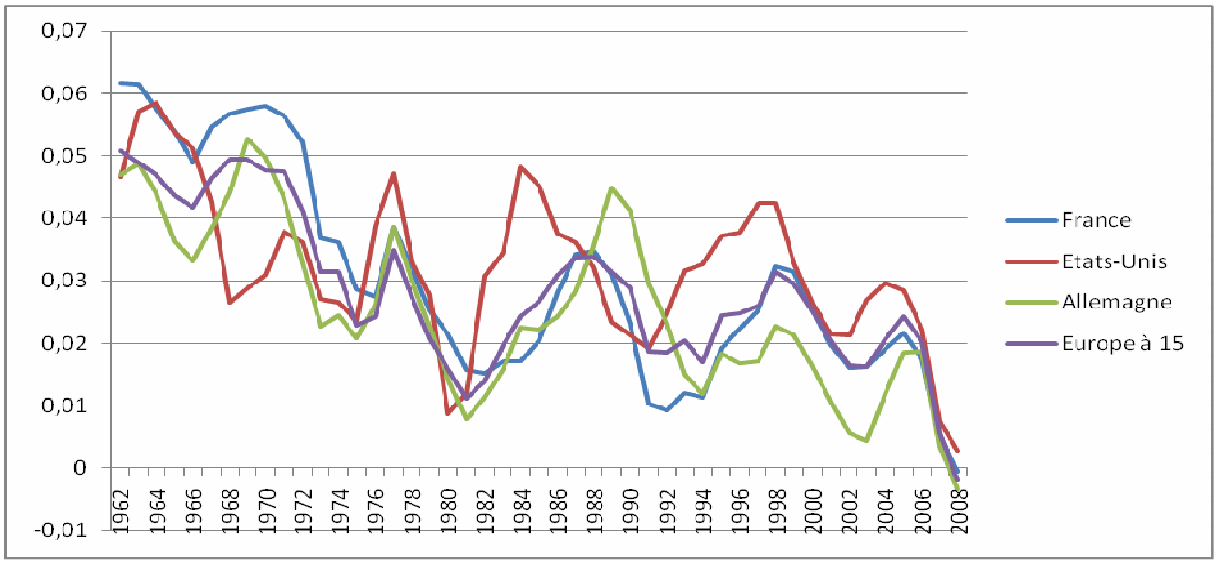
[11] Au passage, cette redistribution Sud / Nord aura permis aux pays développés de récupérer une partie des sommes perdues lors du choc pétrolier.

[12] Les données utilisées pour tracer ces graphiques sont les données AMECO de la Commission Européenne. Le taux d'inflation est le déflateur du Produit Intérieur Brut. Le taux de croissance du PIB est bien le taux de croissance du PIB déflaté de l'inflation (monnaie nationale constante, base 2000), exprimé en moyennes mobiles sur 4 ans.

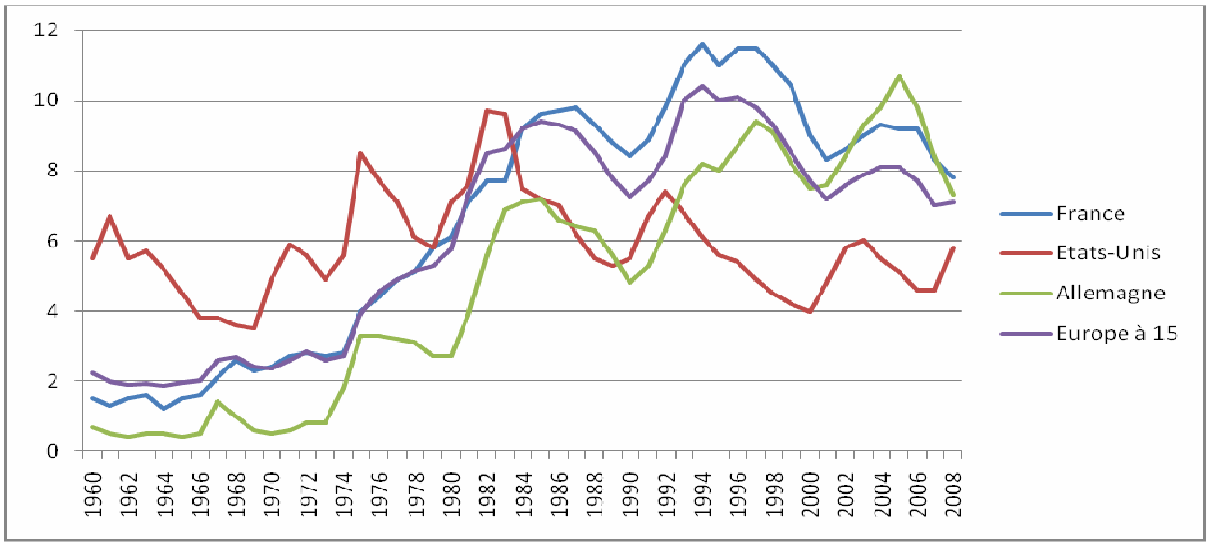
Graphique n°1.1 : Taux d'inflation



Graphique n°1.2 : Taux de croissance



Graphique n°1.3 : Taux de chômage



Ces politiques ont donc été parfaitement efficaces, compte tenu des objectifs poursuivis (restaurer la profitabilité et réduire l'inflation[13]). Le prix à payer pour ce « succès » a été un ralentissement de la croissance, une importante augmentation du chômage, et plus généralement une précarisation croissante des salariés. Du point de vue de la philosophie des politiques, le rôle de l'État est passé d'une protection des salariés, sous le double argument qu'il est juste (puisqu'ils représentent la part fragile de la population)[14] et efficace (politiques de redistribution keynésiennes et propension à dépenser) de les aider, à l'institution de marchés et à l'organisation de la concurrence sur ces marchés, sous l'argument que le fonctionnement de marchés concurrentiels est le garant d'une plus grande efficacité.

1.2.2. Accumulation et libéralisation financière

Les changements dans les objectifs des politiques publiques, en passant de la lutte contre le chômage à la lutte contre l'inflation, ont certes induit une augmentation du chômage

[13] L'efficacité des politiques de réduction de l'inflation n'est cependant pas liée à la doctrine monétariste du contrôle de la masse monétaire. La réduction de l'inflation s'est opérée par le contrôle des salaires, largement dû à la montée du chômage.

[14] Dans une société marchande où la division sociale du travail est développée, les salariés sont dans l'obligation de vendre leur force de travail pour vivre, car ils ne peuvent pas se reposer sur leur(s) propre(s) production(s) pour assurer leur subsistance. Il est alors juste d'encadrer les relations de travail en protégeant les salariés des phénomènes marchands.

et une baisse de l'inflation, mais ils ont aussi eu des effets en termes de création et de partage de richesse. Nous allons revenir ici sur les dynamiques de la croissance économique dans le nouveau régime capitaliste, et sur les groupes sociaux qui en bénéficient. Auparavant, nous reviendrons sur les raisons théoriques qui ont poussé à la libéralisation financière ; en particulier, nous résumerons brièvement les relations entre épargne, investissement et croissance économique qui ont justifié cette libéralisation financière.

Le passage des politiques de plein-emploi aux politiques de lutte contre l'inflation s'est accompagné de la libéralisation financière à partir du début des années 80. La libéralisation financière se définit comme l'ensemble des mesures visant à désencastrer la finance des réglementations, qui lui avaient été imposées après la Grande Dépression et le krach de 1929 qui en était l'origine. En pratique ces mesures ont consisté à instituer de nouveaux marchés financiers, à les déréglementer (élimination des obstacles réglementaires dénoncés comme bureaucratiques), à les décloisonner (extension des domaines financiers, multiplication des acteurs financiers, abolition des frontières entre les différents compartiments des marchés), et à les défiscaliser (incitation au recours à ces marchés).

Les deux justifications les plus courantes à cette libéralisation sont d'une part celle de la désintermédiation financière et d'autre part, celle de l'assainissement du financement de l'économie.

Le financement de l'économie se faisait par le secteur bancaire, secteur caractérisé par une concurrence oligopolistique permettant l'extraction d'une rente de situation au détriment des emprunteurs. Pour réintroduire la concurrence et fournir un financement plus efficace, il convient d'établir des marchés financiers qui feront le lien, sans intermédiaire bancaire jouant le rôle d'un « tiers prédateur », entre prêteurs et emprunteurs finaux. À la place des banquiers, ces marchés financiers, disciplinés par la concurrence, seront mieux à même d'allouer efficacement l'épargne des ménages aux projets qui le méritent. L'argument d'un financement meilleur marché pour les pouvoirs publics a aussi été un facteur déterminant dans l'ouverture

des marchés financiers en France.[15] L'État y voyait en effet un moyen de financer son endettement croissant en ayant recours à un financement moins coûteux que les financements traditionnels.[16] Outre la croyance dans un financement concurrentiel et efficace pour le reste de l'économie, l'État libérateur des marchés financiers avait un intérêt bien compris dans cette libéralisation. On sait aujourd'hui que cette désintermédiation fut largement en trompe l'oeil, puisque de nouveaux intermédiaires ont fait leur apparition sur les marchés, où ils drainent des volumes considérables d'épargne auprès d'une multitude d'épargnants. Ces « investisseurs institutionnels » constituent, dans une certaine mesure, les nouveaux intermédiaires financiers (dont certains sont issus du secteur bancaire), capables d'influencer et de déstabiliser les politiques des firmes dans une perspective beaucoup plus discutable que les banques, car la stratégie de ces investisseurs est gouvernée par des exigences de rentabilité immédiate, ne prenant pas nécessairement en compte les enjeux d'une politique d'entreprise d'envergure comme auraient pu le faire les banques engagées sur le long terme avec leurs clientes.

Selon la seconde raison invoquée, l'assainissement du financement de l'économie, le financement sur ressources d'épargne est jugé plus sain que le financement sur ressources monétaires (crédits bancaires). L'argument est ici que le financement par crédit bancaire serait inflationniste quand les financements sur ressources d'épargne ne le seraient pas. Conformément à la théorie quantitative de la monnaie, l'inflation vient ici de l'augmentation de la quantité de monnaie provoquée par le crédit bancaire. À une période où l'inflation devenait un problème politique de première importance, il est donc bon de rompre avec un financement de l'économie censé créer de l'inflation.[17]

Sur le plan théorique, pour comprendre la création de ces marchés financiers, il faut saisir le nœud de la thèse néoclassique quant aux déterminants de la croissance à long terme. Dans cette perspective temporelle, c'est l'épargne qui détermine le taux de croissance de l'économie (Solow, 1956). Il faut alors encourager l'épargne, et la drainer vers les marchés

[15] Et cela d'autant plus que la libéralisation financière se construit au moment où les taux d'intérêt sont très élevés (début des années 80), la possibilité d'un financement hors emprunt bancaire est alors bienvenue.
[16] Le grand emprunt Sarkozy qui semble se dessiner table lui aussi sur un financement meilleur marché auprès des marchés que des particuliers.
[17] Alors que l'un et l'autre sont toujours, *ex post*, du financement sur ressources d'épargne.

financiers qui l'alloueront de la manière la plus efficace. Pour augmenter l'épargne, l'une des possibilités les plus immédiates est que la distribution du revenu favorise les classes aisées, épargnantes, au détriment des classes laborieuses qui consomment la quasi-totalité de leurs revenus, la croissance alimentant ensuite l'augmentation du niveau de vie des classes laborieuses. Par ailleurs, la référence théorique pour la création de tels marchés financiers est aussi à chercher du côté de la théorie néoclassique et de son marché des fonds prêtables. Le rôle de ce marché est essentiel pour garantir le plein-emploi dans une économie d'échanges, puisque son existence permet de coordonner les désirs d'épargne et les désirs d'investir grâce aux variations du taux d'intérêt (Van de Velde, 2005). Ainsi conçu, le rôle des marchés financiers signe un retour à la pensée classique, en refoulant la critique de la loi de Say effectuée par Keynes. L'apport de Keynes (1936) fut justement de montrer que désirs d'épargne et désirs d'investissement ne peuvent correspondre que pour un niveau particulier du revenu national (qui ne correspond pas, sauf heureux hasard, au plein-emploi), puisqu'il ne peut exister de marché confrontant les désirs d'épargner et d'investir. Décisions d'épargne et d'investissement sont prises par des acteurs différents, et pour des motifs qui ne peuvent se confronter pour s'équilibrer selon une variable d'ajustement. Chez Keynes, les ménages arbitreront, selon le taux d'intérêt et la préférence pour la liquidité, entre le désir de détenir leur richesse (épargne accumulée) sous forme monétaire ou sous forme de titres. Le taux d'intérêt n'est pas cette variable qui coordonne désir d'épargne et désir d'investir, comme c'est le cas dans la théorie néoclassique mais, comme le montre la pratique des Banques Centrales, le taux d'intérêt est déterminé par les autorités monétaires. Au niveau macroéconomique, l'épargne (flux) n'est qu'un résidu déterminé par le revenu des ménages diminué de leur désir de consommation. L'investissement est déterminé par des considérations multiples dans l'esprit des entrepreneurs (esprits animaux, profitabilité, anticipations sur l'état de la demande, endettement,…). L'ajustement entre ces deux désirs ne peut se faire que hors d'un marché confrontant *directement* ces deux désirs. L'ajustement entre ces désirs se fait sur le marché des biens et services de manière indirecte, par l'ajustement de la production nationale elle-même, l'investissement déterminant progressivement le revenu national au niveau où il génèrera un montant d'épargne volontaire juste égale à l'investissement.[18]

[18] En dehors de cet équilibre, dans la période courante, l'égalité comptable entre épargne effective et

Nous quittons désormais le terrain théorique des justifications des réformes sur la base des liens entre épargne, investissement et croissance, pour nous replonger dans l'agenda politique tel qu'il a modifié l'environnement économique. Il nous faut maintenant insister sur le fait que les politiques publiques ne sont pas neutres en termes de classes sociales. Si la poursuite du plein-emploi est favorable aux salariés étant donné qu'elle tend à réduire le chômage et à augmenter les salaires, la lutte contre l'inflation, qui s'accompagne d'une libéralisation financière (mythe du financement sain de l'économie, Kaldor, 1982), se pose d'emblée comme une politique en faveur des rentiers, puisqu'elle casse l'inflation salariale et s'oppose à l'érosion de la rente par l'inflation. Le passage d'objectifs de plein-emploi à des objectifs de lutte contre l'inflation mène donc à un changement de rapports de force entre travailleurs et rentiers. En ce qui concerne le partage des richesses, la part de la valeur ajoutée allant aux salariés a baissé dans la plupart des pays développés. Au moins depuis Keynes (1936) ou Pasinetti (1962), il est admis que partage des richesses et création de richesses sont liés. Des catégories d'acteurs aux propensions à dépenser différentes génèreront des dynamiques différentes. La création de richesse a elle aussi été affectée par la modification dans les priorités des politiques publiques puisqu'on constate que l'accumulation du capital a ralenti. Ce ralentissement de l'accumulation peut s'expliquer par l'augmentation des taux d'intérêt réels et l'accroissement de la charge de la dette dans les années 80, puis par le maintien d'une demande anesthésiée du fait de l'atonie des salaires. Ralentissement de l'accumulation du capital et redressement de sa rentabilité sont donc deux caractéristiques du nouveau capitalisme financiarisé.

Ces deux tendances posent, à première vue, un double problème à un économiste keynésien. La relation entre profit et accumulation est double : comme le dit Joan Robinson (1962, [1964, p. 48]), d'un côté "the rate of profit [is] a function of the rate of accumulation that generates it", et d'un autre côté, "the rate of accumulation [is] a function of the rate of profit that induces it". Comme nous l'avons noté ci-dessus, et comme le rappelle Joan Robinson dans la première partie de la citation précédente, l'accumulation détermine le profit au niveau macroéconomique (cf. loi de Kalecki).

investissement effectif est assurée par l'épargne involontaire, qui sera supérieure (profits d'aubaine pour les entreprises) ou inférieure (pertes imprévues) aux désirs d'épargne.

- Comment expliquer dès lors qu'une accumulation ralentie s'accompagne d'une rentabilité redressée ?

Par ailleurs, comme le rappelle Joan Robinson dans la seconde partie de la citation, la rentabilité du capital constitue une incitation à l'accumulation du capital.

- Comment alors expliquer que l'augmentation de la rentabilité du capital ne conduise pas à un redressement de l'accumulation ?

Si les réponses à ces questions seront au centre des chapitres suivants, le suspense ne doit pas être ménagé et il convient de livrer dès à présent des éléments de réponse. Au sujet de la première interrogation, outre les développements à venir dans le chapitre 4, les réponses sont à chercher au niveau de l'équation de réalisation des profits macroéconomiques (1.1), équation qui sera davantage expliquée à la section 1.3.4. :

$$\Pi = I + C_{\Pi} + (G - T) + (X - M) - S_W \qquad (1.1)$$

avec Π le montant des profits macroéconomiques, I l'investissement, C_{Π} la consommation des capitalistes, $(G - T)$ le déficit budgétaire de l'État, $(X - M)$ le solde commercial et S_w l'épargne des salariés.

Certes l'accumulation génère le profit, mais elle n'est pas la seule à l'influencer. L'augmentation de la rentabilité du capital malgré le ralentissement de l'accumulation s'explique principalement par une augmentation des dépenses de consommation des capitalistes (consommation des profits distribués, de l'enrichissement financier ou immobilier), et par une augmentation de l'endettement des ménages (baisse de leur épargne)[19] : aux États-Unis, la part des dividendes reçues dans le revenu disponible des ménages est passée de 3,3% en 1970 à 7,8% en 2008[20] ; le taux d'épargne des ménages

[19] Sur ces sujets voir Cordonnier (2006) ou van Treeck (2008a).
[20] Chiffres issus du Bureau of Economic Analysis, table 2.1 (calculs par nos soins).

américains est passé de 9,4% en 1970 à 1,8% en 2008[21] et leur taux d'endettement est passé de 63% en 1976 à 129% en 2008.[22]

La seconde interrogation sera l'objet du chapitre 2, et ces réponses, qu'il est possible d'esquisser ici, considèrent que l'accumulation n'est pas fortement stimulée par l'amélioration de la rentabilité, car, d'une part, la rentabilité n'est pas le principal déterminant de l'accumulation, et d'autre part, les firmes ne sont plus gouvernées par des managers-investisseurs, mais par des managers-actionnaires, pour qui l'accumulation n'est pas l'objectif prioritaire. Les rapports de force entre managers et actionnaires au sein des firmes ayant largement tourné à l'avantage des actionnaires, grâce au développement des marchés financiers, les firmes poursuivent avant tout les objectifs actionnariaux, et ces objectifs sont orientés en faveur de la réalisation de profits à plus ou moins court terme, plutôt qu'à la réalisation d'une forte croissance.

Contrairement à ce qui en avait été dit par les promoteurs de la libéralisation financière, l'ouverture des marchés financiers n'a pas permis de dynamiser l'économie en augmentant l'accès à un financement meilleur marché pour les entreprises désirant investir. C'est plutôt à un ralentissement de l'accumulation du capital auquel nous avons assisté depuis la mise en place de ces marchés dans les années 80. Certains ont sans doute cru aux mauvaises raisons invoquées pour justifier la libéralisation financière (Bérégovoy). Mais on peut distinguer les fausses raisons invoquées (de bonne foi par certains) des vrais effets (visés par les plus machiavéliques). Si le financement de l'investissement n'est pas la véritable raison de la libéralisation financière, il faut chercher ailleurs les raisons de sa mise en œuvre. Cet ailleurs n'est pas à chercher bien loin puisqu'il suffit de regarder le paradoxe du divorce entre l'accumulation et la rentabilité pour trouver la motivation à la libéralisation financière : le redressement de la rentabilité. La libéralisation financière permet de redresser la rentabilité en disciplinant les salariés (réduction des coûts et du salaire réel par la pression à la

[21] Le taux d'épargne est mesuré par le rapport entre l'épargne et le revenu des ménages (même source, calculs toujours par nos soins).
[22] Nous avons mesuré le taux d'endettement par le rapport entre l'encours de dette (Federal Reserve, Flow of Funds Accounts, Z.1, table D.3) et le revenu des ménages (BEA, table 2.1).

délocalisation) et les managers (réduction de l'accumulation « superflue » et distribution des profits).

1.2.3. Libéralisation financière et rapports de force

La libéralisation financière modifie profondément les rapports de force entre catégories sociales. Nous avons déjà rappelé que le passage des politiques de plein-emploi aux politiques contre l'inflation avait favorisé les rentiers au détriment des salariés. Mais la libéralisation financière a aussi eu des effets sur les rapports de force au sein des firmes, notamment sur le rôle des managers, et pas seulement sur les rapports entre salariés et rentiers.

Cette évolution des rapports de force entre travailleurs, managers, actionnaires et banquiers, il est possible de la retrouver au travers des évolutions du partage de la valeur ajoutée. Sur le graphique n°1.4, la tendance à la baisse de la part salariale dans la valeur ajoutée se retrouve dans tous les pays. Ce graphique illustre bien la fin d'une certaine époque où les salariés étaient protégés, que ce soit par l'État et la sécurité sociale, ou par des syndicats puissants. Si la part des salaires baisse, c'est nécessairement que la part des profits augmente.

Mais dans la baisse de la part globale des salaires, il ne faut pas non plus oublier que les salaires des managers et des hauts cadres ont explosé. Malgré ces rémunérations poussant à la hausse de la part des salaires, la tendance pour la part des salaires reste marquée à la baisse. Le mouvement de redistribution à l'avantage des profits est en quelque sorte sous-estimé par le simple partage de la valeur ajoutée entre salaires et profits, puisque ce partage oublie de considérer l'accroissement des revenus des managers et des cadres qui ont plus à voir avec le capital que le travail. La diminution de la part du revenu revenant aux classes modestes serait plus impressionnante encore si les revenus des managers et des cadres étaient exclus de la part des salaires globale.

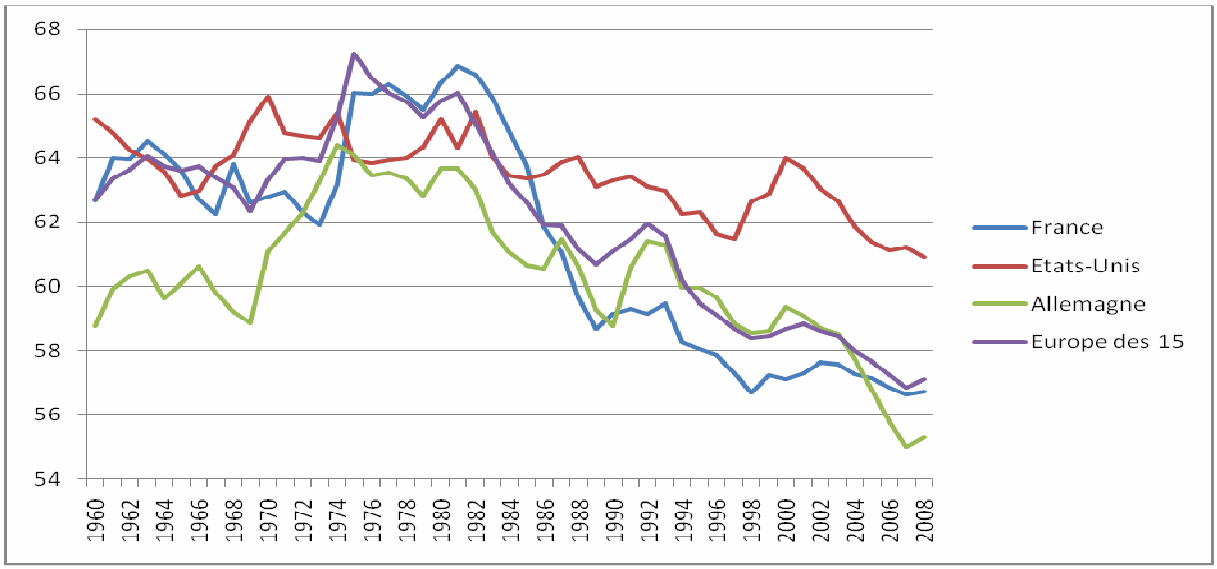
De manière à appréhender cette redistribution interne à la part des *salaires*, il convient d'analyser d'abord les inégalités de *revenu*. Ainsi, en se penchant sur les chiffres disponibles,

on remarque que les inégalités de revenu se sont fortement accrues dans la plupart des pays industrialisés (Horn et al., 2009). Les travaux de Piketty et Saez (2006) offrent une représentation saisissante de cette montée des inégalités de revenu aux États-Unis. Alors qu'en 1970, les 0,1% des revenus les plus élevés s'octroyaient « seulement » 2,6% du revenu national américain, les mêmes 0,1% représentent 7% du revenu national en 2001. Ce qu'il faut aussi retenir de ces chiffres, c'est que cette montée de la concentration des revenus dans les mains d'une minorité n'est pas principalement due à l'augmentation des profits, mais plus à l'augmentation des salaires et des plus values boursières. À l'intérieur même de la masse salariale globale, il y a donc eu une redistribution largement favorable aux hauts salaires (cadres et managers) et défavorable à la grande majorité des salariés.[23] Mais les résultats de Piketty et Saez (2006) soulignent aussi l'importance prise par les stocks options et les gains en capital réalisés sur les marchés financiers. La baisse globale de la part des salaires a donc profité aux managers et aux actionnaires.

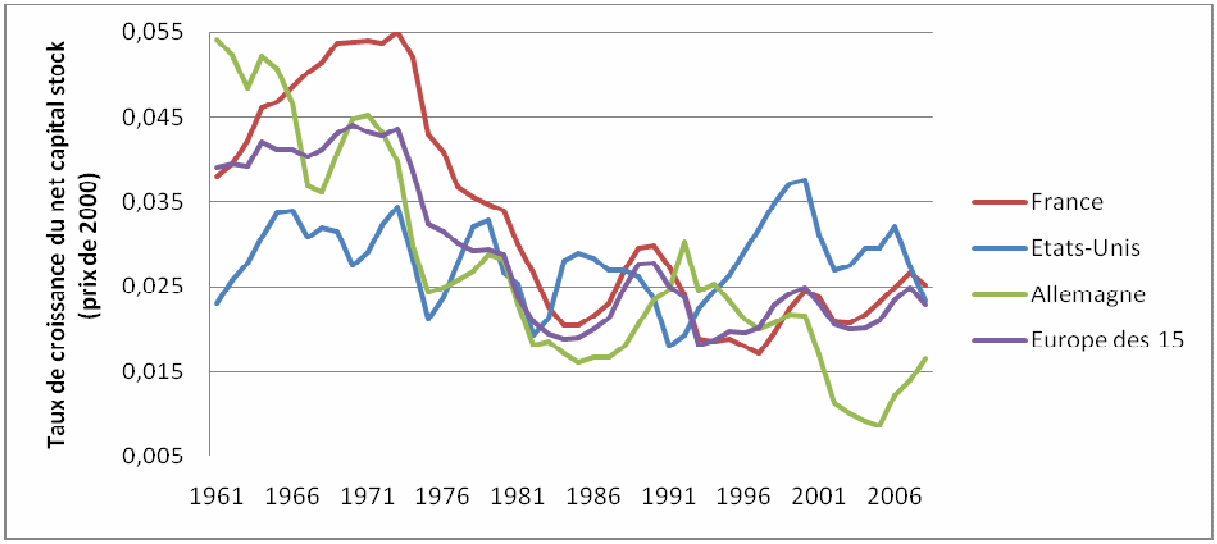
Il est aussi possible d'évaluer le redressement des profits d'une autre manière, en les rapportant non plus au volume de l'activité économique (part des salaires et des profits), mais au volume du capital engagé (taux de profit). Au tournant des années 80 pour les États-Unis (arrivée de Ronald Reagan à la Maison Blanche), et à partir de 1983 en France (virage de la rigueur par le gouvernement Mauroy), la rentabilité des entreprises, évaluée par leur taux de profit au niveau macroéconomique, augmente fortement. Dans le même temps, l'accumulation du capital ne redémarre pas (cf. graphiques n^{os}1.5 et 1.6).[24] Il faut cependant remarquer l'exception de l'accélération de l'accumulation liée au boom technologique de la fin des années 90 aux Etats-Unis, boom qui matérialise superbement deux éléments de la *Théorie Générale* : un élan des esprits animaux (confiance spontanée vers un projet de société) mêlé à des prophéties auto-réalisatrices sur les marchés financiers (l'euphorie boursière), avant l'effondrement de l'année 2000 provoquant un brutal retour aux réalités.[25]

[23] Voir aussi les chiffres pour le cas français donné dans Hoang-Ngoc et Firmin (2009).
[24] Les données représentées ici sont issues du site de la Commission Européenne (base de données AMECO). Les taux de profit correspondent à une variable appelée « net return on net capital stock », et les taux de croissance du capital sont calculés à partir de la série « net capital stock at 2000 prices ».
[25] Effondrement lié à la prise de conscience que l'économie virtuelle a toujours besoin de l'économie réelle.

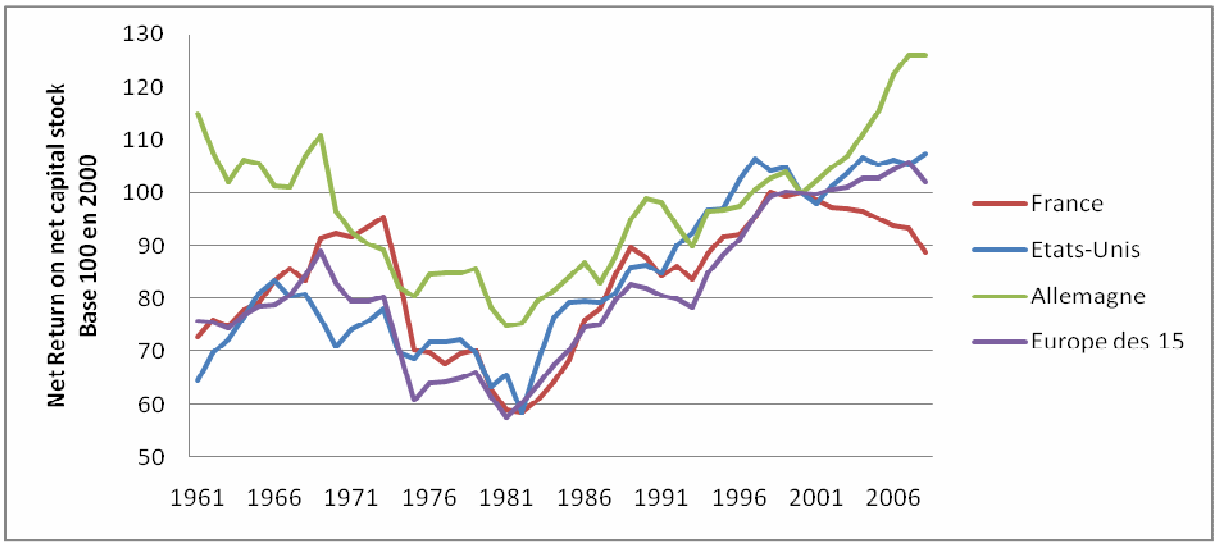
Graphique n°1.4 : Part (ajustée) des salaires dans la valeur ajoutée



Graphique n°1.5 : Taux d'accumulation



Graphique n°1.6 : Taux de profit

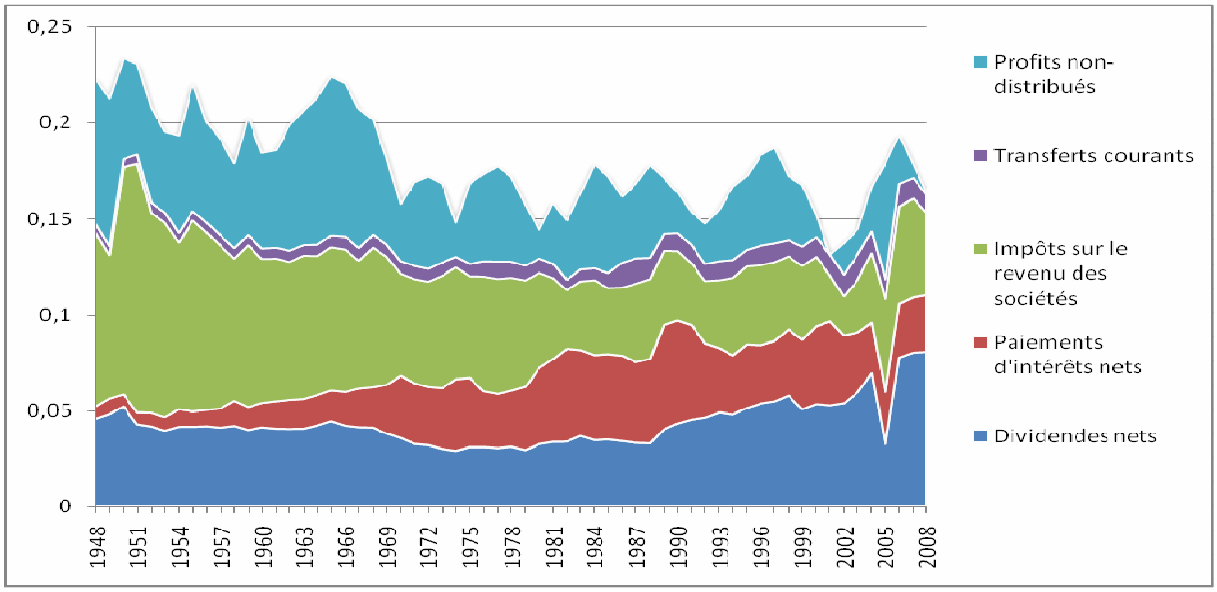


Les firmes ont bien vu leur rentabilité augmenter, malgré une tendance à la baisse ou, au mieux, à la stagnation de leur taux d'accumulation. Mais ces résultats sont à rapprocher de ce qu'il est possible d'observer sur l'utilisation des profits réalisés. D'après la tendance du taux d'accumulation observée sur le graphique n°1.5, il est clair que ces profits n'ont pas servi à financer l'investissement. Afin de voir à quoi ont servi ces profits, il convient de se pencher sur les comptes des sociétés non financières, aux Etats-Unis (graphique n°1.7)[26] et en France (graphique n°1.8)[27].

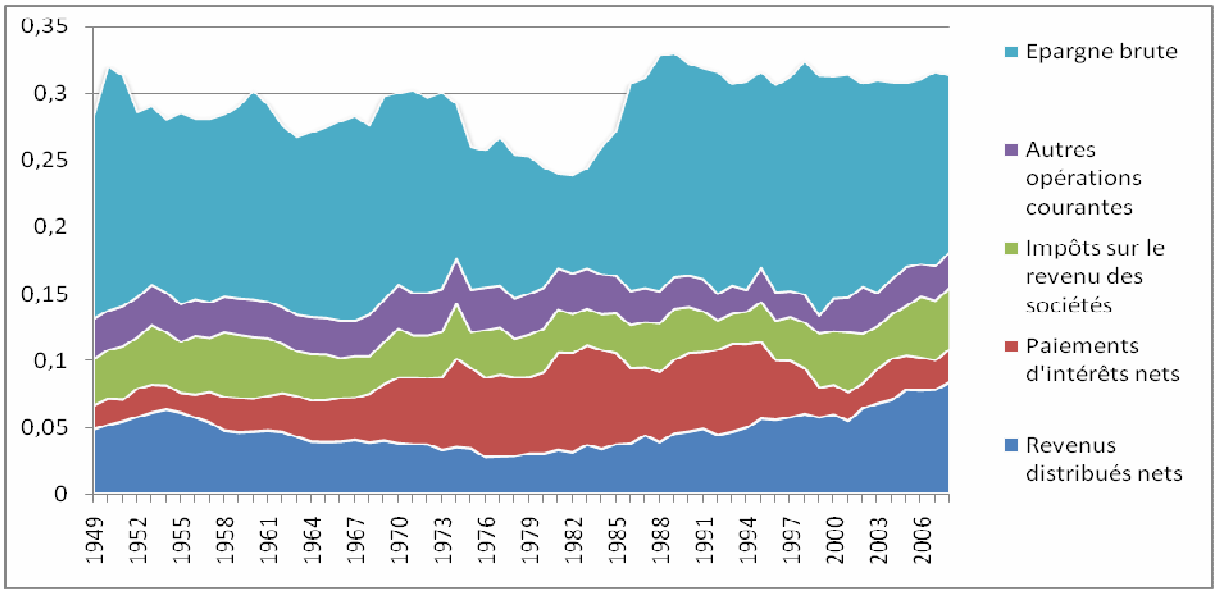
[26] Données du Bureau of Economic Analysis (BEA), *National Economic Accounts*, Gross Value Added of Non-Financial Corporate Business.

[27] Données de l'Insee, *Les Comptes de la Nation*, Comptes des Sociétés Non Financières. Les données américaines et françaises ne sont pas parfaitement comparables, les comptabilités étant différentes. En particulier, nous avons essayé de prendre l'excédent net d'exploitation en France comme aux États-Unis, mais les données de consommation de capital fixe pour le cas français ne permettent de remonter qu'en 1976. Nous avons donc conservé la statistique d'excédent brut d'exploitation et nous avons retenu l'épargne brute comme approximation des profits non-distribués.

Graphique n°1.7 : Répartition de l'excédent net d'exploitation en % de la valeur ajoutée des sociétés non financières aux États-Unis



Graphique n°1.8 : Répartition de l'excédent brut d'exploitation en % de la valeur ajoutée des sociétés non financières en France



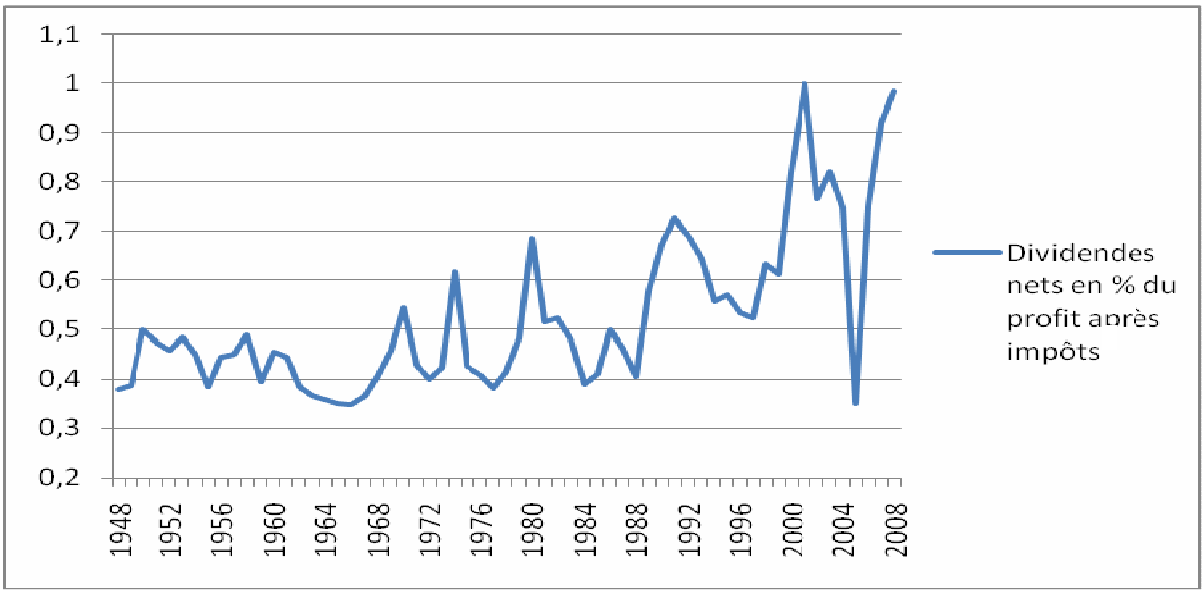
Sur ces deux graphiques, apparaissent de nombreuses évolutions intéressantes. Tout d'abord, au niveau global, et surtout pour le cas français, nous avons une confirmation de la forte

augmentation de la part des profits (EBE) dans la valeur ajoutée aux débuts des années 80. Aux États-Unis, l'évolution est plus chaotique,[28] indiquant que les profits des firmes servent de variables d'ajustement au niveau macroéconomique. Plus particulièrement, il semble que ce soient les profits conservés en vue de l'autofinancement qui remplissent ce rôle. Ce phénomène est particulièrement visible au moment des crises de 2001 et de 2007-2008, puisque les profits retenus sont quasiment nuls, ce qui indique que les actionnaires réclament leur rendement sur action coûte que coûte. La faiblesse des profits effectifs a contraint les firmes à les distribuer sans en conserver pour l'autofinancement de l'investissement.

La libéralisation financière n'a pas seulement déformé le partage de la valeur ajoutée en faveur des actionnaires, elle a aussi contribué à modifier l'utilisation qui était faite de ces profits en faveur des actionnaires. Après ces remarques sur l'évolution de la part des profits dans la valeur ajoutée au niveau global, les autres évolutions qu'il convient de mentionner se situent cette fois au niveau de l'utilisation qui est faite des profits. Dans un premier temps, il faut noter que la crise de l'endettement des années 80 est visible en France et aux États-Unis avec le gonflement du poids des paiements d'intérêts durant cette période. Cette évolution du poids de la dette est imputable aux politiques de taux d'intérêts réels élevés menés pendant ces années pour venir à bout de l'inflation. Malheureusement pour les firmes, ces taux d'intérêts élevés ont été mis en place au moment précis où elles avaient besoin de fonds pour faire face à la crise (début des années 80), puis pour mener des opérations de croissance externe (fin des années 80). Dans un second temps, nous observons aussi une montée, à partir des années 80, de la distribution des profits (essentiellement sous la forme de dividendes). Cette évolution est bien au cœur du régime de croissance capitaliste gouverné par la finance. Les firmes distribuent une part de plus en plus importante de leurs profits à leurs actionnaires. Cette évolution est encore plus claire sur le graphique n°1.9 qui montre la répartition du profit après impôts des sociétés non-financières. Si les firmes distribuent plus de dividendes, elles oeuvrent aussi pour leurs actionnaires en rachetant massivement leurs propres actions (Lazonick, 2008). Ainsi, Hein (2009, p. 9) montre qu'après avoir été faiblement positive entre 1960 et 1980, la contribution des marchés financiers au financement de l'investissement est négative sur toutes les périodes de 1980 à 2006 aux Etats-Unis.

[28] L'évolution est aussi masquée par le fait qu'une partie des profits est « pré-ponctionnée » par l'augmentation des très hauts salaires.

Graphique n°1.9 : Dividendes nets dans le profit après impôts aux États-Unis[29]



Ces évolutions marquent le changement des rapports de force au sein de l'entreprise. Les travailleurs ne sont plus les acteurs dominants (si tant est qu'ils l'aient jamais été), les managers ne gouvernent plus les firmes à leur main en conservant le profit pour le réinvestir, les actionnaires dominent l'entreprise et s'accaparent les profits, que les profits effectifs soient élevés ou non. Sous l'impulsion de ces nouveaux rapports de force, la gouvernance des firmes est ainsi passée, pour reprendre les mots de Lazonick et O'Sullivan (2000, p. 13), d'une logique de « retain and invest » à une logique de « downsize and distribute ».

En tenant compte de ces différents faits stylisés, nous sommes désormais en mesure de donner une définition plus précise de la financiarisation, en nous appuyant sur celle de Epstein (2005, p. 3) :

> « Financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies ».

L'augmentation du rôle des motifs financiers se voit, en particulier, dans les critères de décision des politiques des firmes. Les firmes se réfèrent davantage aux logiques financières

[29] Chiffres du BEA.

(l'impératif de rendement financier), au détriment des logiques économiques ou industrielles (la prospérité à long terme de la firme), et cela d'autant plus que l'institution des nouvelles règles de gouvernance d'entreprise permet de sanctionner les firmes qui ne suivraient pas la règle de la logique financière.

Les marchés financiers disciplinent ainsi les politiques des firmes dans le sens des intérêts financiers, puisque le refus de se plier au jeu met en danger l'avenir de la firme (sanction sur le cours boursier, raid hostile, difficultés de financement). La principale dimension de la financiarisation réside bien dans ce processus de normalisation, dont la logique peut être poussée sans cesse plus loin. Les exigences financières, la norme financière (Boyer, 2000), peuvent sans cesse être revues à la hausse. Ce culte de la performance financière s'organise selon une méthode de *benchmarking* qui induit des effets performatifs inévitables : il faut se comparer aux autres et essayer de faire mieux que la moyenne. Mais, à l'échelle d'une économie, il est impossible que tout le monde fasse mieux que la moyenne (Lordon, 2000). La déception sera nécessairement au rendez-vous pour certains.

Enfin, la dernière dimension de la financiarisation qu'il faut noter, c'est son imbrication dans le processus de mondialisation économique. La financiarisation n'est pas qu'une globalisation financière, au sens où elle ne serait que l'extension au domaine mondial d'une logique déjà présente sur un territoire national. La financiarisation n'est donc pas l'application d'un *vieux* modèle américain au reste de la planète. La financiarisation est un changement dans la logique même du fonctionnement des économies, changement qui, il est vrai, tend à se propager rapidement à la planète entière en partant du camp de base américain dont il est originaire. La financiarisation procéderait alors de l'application d'un *nouveau* modèle aux États-Unis et de son exportation rapide vers le reste du monde. Cette mondialisation des marchés de capitaux et leurs interrelations croissantes accompagnent le mouvement de mondialisation des échanges commerciaux internationaux, qui génère des flux financiers internationaux. Ainsi, le déficit abyssal du commerce extérieur américain a pour contrepartie le placement d'une masse colossale de capitaux sur les marchés financiers américains. Ce flux de capitaux, drainé en sens inverse des flux commerciaux, permet d'entretenir la hausse des marchés financiers américains qui, en retour, alimente la consommation des ménages américains du fait des effets

richesse. Au bout du compte, la financiarisation est une extension et un approfondissement de la finance, de ses acteurs et de ses logiques.

Cette extension et cet approfondissement de la finance ont été rendus possible par le rôle clef joué par les NTIC (nouvelles technologies de l'information et des communications) (Plihon, 2004 ; Aglietta et Rebérioux, 2004, pp. 36-7). L'évaluation financière des marchés repose sur l'information. Les informations sont plus aisément centralisées et circulent plus vite grâce à l'informatique.[30] Les flux financiers voient aussi leur vitesse de circulation augmenter, puisque, dans un monde de la finance globalisé, où une place financière majeure est ouverte quelque part sur la planète quelle que soit l'heure de la journée, les opérations deviennent continues et instantanées. Au niveau de la gestion interne des entreprises, les NTIC ont aussi favorisé l'application d'une gouvernance actionnariale en facilitant les organisations en réseaux et les externalisations (Petit, 1998), et d'autre part en renforçant les mesures de contrôle de la performance à tous les niveaux. Mais si les NTIC ont permis le développement de la finance, l'inverse est vrai également. Le développement des NTIC au tournant du vingt-et-unième siècle a été largement entretenu par l'euphorie boursière et les techniques de financement spéculatives. Au point que l'épisode des NTIC a marqué l'une des seules périodes où les marchés financiers ont réellement financé un secteur de l'économie. Il s'agissait certes d'un financement spéculatif, puisque les introductions sur les marchés boursiers avaient souvent pour but de permettre aux apporteurs initiaux de capitaux de revendre leurs parts en empochant une jolie plus value. Mais, les marchés ont réellement joué un rôle de financement qui a favorisé et multiplié les possibilités de croissance du secteur des NTIC, avant que la concurrence et le retour au sens des réalités ne viennent faire éclater la bulle.

Au-delà des questions soulevées par la soutenabilité d'un tel régime de croissance financiarisé sur le plan économique (accumulation ralentie et moindres innovations,[31] compression des salaires) et financier (endettement et instabilité financière), une question

[30] Cette extrême fluidité de l'information entraîne des sur-réactions sur les marchés financiers, puisque, tout le monde ayant la même information, les agents amplifient très rapidement des nouvelles parfois anodines, au risque d'amorcer des vagues d'optimisme ou de pessimisme créant leur propre réalisation.
[31] En dehors de l'épisode du boom des NTIC.

supplémentaire se pose du point de vue de la soutenabilité politique de ce capitalisme financiarisé. En cessant de réinvestir les profits pour soutenir l'accumulation et la croissance, la nouvelle gouvernance des firmes se heurte à un réel problème de légitimité de la réalisation des profits. Tant que les profits étaient utilisés pour servir l'avenir de l'entreprise, la réalisation de profits importants pouvait être acceptée par les différentes parties prenantes de l'entreprise. Mais, si la réalisation des profits ne s'opère plus que dans l'intérêt d'une catégorie particulière, la seule légitimité de ces profits provient alors de l'affirmation du droit de propriété sur les entreprises. Faire reposer la légitimité d'un régime capitaliste sur un simple droit de propriété, c'est ouvrir la porte à une contestation qui ne peut être contenue que par la force (physique ou juridique), l'aliénation (mythe de l'actionnariat salarial), ou la résignation (fatalité devant un système « naturel » perçu comme indépassable).

1.3. Finance et capitalisme : la financiarisation comme tentative de désencastrer la finance de l'économie

Après avoir vu, dans la section précédente, les liens entre finance, firme et capitalisme dans la réalité de ces dernières années, il nous faut dorénavant prendre un peu de recul historique. Dans cette section, nous allons montrer en quoi les aspects de la réalité capitaliste que nous venons de décrire peuvent s'intégrer dans une histoire plus longue, où la financiarisation actuelle ne constitue que la dernière tentative en date pour désencastrer la finance de l'économie, et plus globalement, l'économie de la société.

1.3.1. Capitalisme et économies de marchés : essais de définition

À ce stade, il est difficile de faire l'économie d'une définition du capitalisme. Bien sûr, il n'est pas question ici de bâtir une définition destinée à faire autorité. Mais il s'agit plus modestement de préciser ce que nous désignons par économie capitaliste dans la suite de cette thèse, et aussi de justifier la préférence pour l'emploi du terme capitalisme, par rapport à l'expression économie de marchés.

Pour définir ce qu'est le capitalisme, il convient de se pencher sur les grands auteurs que sont Marx, Weber, Polanyi ou encore Castoriadis. L'économie étant entendue comme l'ensemble des activités humaines ayant trait aux processus de production, de répartition et de consommation de biens et services, une économie capitaliste désigne une organisation particulière de ces processus et de leurs relations.

Pour Marx, ce qui fait la spécificité d'une économie capitaliste, c'est une organisation de la production basée sur la propriété privée des moyens de production et l'exploitation, par les propriétaires des moyens de production, de travailleurs contraints de vendre leur force de travail pour vivre. La dynamique de ce système économique repose ensuite sur l'accumulation du capital, grâce aux profits et à l'extorsion de la plus-value sur les travailleurs.

Pour Weber, ce qui caractérise l'esprit du capitalisme moderne, c'est « la recherche rationnelle et systématique du profit par l'exercice d'une profession » (Weber, 1905, [1967, pp. 66-7]).

Pour Polanyi (1944), ce qui fait la spécificité du capitalisme, c'est l'instauration progressive de relations marchandes au sein de toutes les sphères de l'activité humaine.

Finalement, en se basant sur ces différentes traditions, il nous semble que c'est bien Castoriadis (1996) qui parvient à fournir la définition la plus pertinente du capitalisme. Au sein d'un essai dense, il décrit avec force et précision la naissance, puis les fondements, logiques et dynamiques d'une économie capitaliste. Pour Castoriadis, comme pour Marx, la spécificité du capitalisme est à chercher du côté de « l'accumulation des forces productives combinée à la transformation systématique des processus de production et de travail » (Castoriadis, 1996, [2009, pp. 87-8]). Cependant, pour Castoriadis, « [c]e n'est pas l'accumulation comme telle, mais la transformation continue du processus de production en vue de l'accroissement du produit combiné à une réduction des coûts qui est l'élément décisif » (*ibidem*, p. 88). Cette définition, couplée avec les vues polanyiennes sur l'extension du domaine de l'économique et de la marchandise, donne finalement à voir la logique du capitalisme comme une « extension illimitée de la maîtrise rationnelle » (*ibidem*, p. 90).

Partant de là, Castoriadis propose d'analyser la naissance de ce système économique particulier, et son institution au sein de la société. Il avance en particulier un certain nombre de facteurs socio-historiques ayant favorisé l'émergence du capitalisme. Il cite ainsi l'incroyable développement d'un progrès technique incorporant de plus en plus rapidement les découvertes scientifiques, l'établissement des États-nations modernes[32], l'avènement de l'*homo oeconomicus* (ou *homo computans*) grâce à « une mutation anthropologique considérable [selon laquelle l]e motif économique, de gré ou de force, tend à supplanter tous les autres » (*ibidem*, p. 91).

Mais surtout, Castoriadis souligne le rôle central du conflit dans une économie capitaliste : « le capitalisme naît et se développe dans une société où est présent dès le départ le conflit » (*ibidem*, p. 91). Si le conflit n'est pas le propre du capitalisme, le capitalisme ne se comprend qu'avec le conflit, et le développement de l'économie capitaliste ne fait pas disparaître le conflit. Cette dimension conflictuelle s'efface totalement dès lors que l'on essaie d'analyser les systèmes économiques comme des économies de marchés, et non comme des économies capitalistes. Le problème avec l'appellation économies de marchés est qu'elle masque les rapports de production en particulier, et les rapports de domination en général. Elle relève de l'économique (rapport des Hommes aux choses) et oublie le politique (rapport des Hommes entre eux).[33] Elle insinue la vision d'une économie basée sur l'échange libre entre individus égaux. Elle prépare aussi à l'idée d'équilibre dans les échanges par l'établissement de prix d'équilibre, et préfigure les réflexions en termes d'optimalité de l'équilibre. Or, comme nous le verrons[34], le marché n'est pas qu'un lieu d'échange, c'est avant tout un espace de production,[35] où les notions d'équilibre et d'optimalité ne sont que de peu d'intérêt, sauf à les

[32] Castoriadis donne deux canaux par lesquels l'émergence de ces États-nations favorise le développement du capitalisme : le premier canal suggère que la bureaucratie et l'organisation de ces États serviront de modèle à l'entreprise capitaliste ; le second canal est plus traditionnel, puisqu'il reconnaît l'influence positive d'une unification nationale pour lancer le développement économique.

[33] Cf. Lordon (2008b).

[34] Voir en particulier la dernière section de ce chapitre.

[35] Si nous soutenons que le marché est un espace de production, cela ne signifie pas que le marché produit quelque chose. Nous voulons simplement préciser que la production se réalise *sur* (et non *par*) le marché défini au sens large. Ainsi entendu, le marché n'est pas qu'un lieu d'échange, même si c'est sur le marché qu'ont lieu les échanges. Ces échanges sont alors au service de la production et de l'accumulation.

appréhender par le biais d'un équilibre des rapports de force, dont l'optimalité est plus catégorielle que sociale.

Braudel (1985) s'est aussi essayé à distinguer le capitalisme de l'économie de marché. Sa distinction repose sur une hiérarchie entre ce qu'il appelle la « vie matérielle », l'économie de marché, et le capitalisme. La vie matérielle se compose du monde de l'autoconsommation, des habitudes, des comportements routiniers, quotidiens, revêtant une dimension économique élémentaire héritée de traditions multiséculaires. L'économie de marché doit être entendue ici comme l'élément supérieur de la vie matérielle. On entre alors dans une sphère où les échanges s'effectuent entre consommateurs et producteurs, sur des marchés au niveau du village ou de la ville, et impliquent la survie des participants[36]. Pour accéder au capitalisme, il faut encore monter d'un étage dans la hiérarchie selon Braudel. On se situe alors au niveau des foires commerciales, ou des bourses. Le chemin entre consommateurs et producteurs est plus long, les échanges s'effectuent davantage sur la base de valeurs d'échange que sur la base de valeurs d'usage. Il convient alors de tirer profit au maximum d'échanges effectués dans une optique plus spéculative que vivrière.[37] Finalement, s'il ne se l'approprie pas lui-même par la suite, Braudel (1985, p. 52) appréhende le capitalisme d'une manière qui correspond parfaitement à l'approche suivie dans cette thèse :

> « Vous ne disciplinerez, vous ne définirez le mot capitalisme, pour le mettre au seul service de l'explication historique, que si vous l'encadrez sérieusement entre les deux mots qui le sous-tendent et lui donnent son sens : capital et capitaliste. »

Derrière le capital se dessine l'accumulation du capital comme forme et modalité d'enrichissement, l'investissement constituant le premier moteur de la dynamique macroéconomique. Mais l'aspect primordial que nous allons soulever dans cette thèse, c'est bien sûr que, derrière le capitaliste, se forgent des conflits entre catégories sociales, conflits qui sont aussi au cœur de la dynamique du système économique.

[36] D'une certaine manière, l'économie impliquée a trait à l'économie dans son acception substantive.
[37] Toujours dans la perspective de relier la distinction de Braudel à d'autres catégorisations, il est possible de rapprocher le capitalisme ainsi entendu de l'économie dans son acception formelle.

En privilégiant l'analyse du capitalisme à celle des économies de marchés, nous nous situons clairement dans une perspective que d'aucuns pourraient appeler post-classique : il s'agit bien de redécouvrir les travaux des économistes classiques, en oubliant la parenthèse néoclassique et son insistance sur le fonctionnement de marchés d'échanges. Ainsi, nous remettons au centre de l'analyse les rapports de pouvoir au sein de marchés de production. Cette réintroduction de la domination laisse la place à l'émergence de l'involontaire dans le domaine économique, puisque certaines catégories d'acteurs seront impuissantes face à des situations insatisfaisantes qu'elles ne pourront modifier malgré leurs réactions.

1.3.2. Dette et naissance du capitalisme : le désencastrement de l'économie

Parmi les déterminants du développement du capitalisme, il en est un que nous n'avons pas encore cité : il s'agit bien évidemment de la dette. La finance dérégulée que nous connaissons actuellement n'a pas toujours joui d'autant de liberté. Pendant très longtemps, le développement de la finance a été encadré et restreint par des contraintes sociales. Mais le développement du capitalisme s'est réalisé, progressivement, par une ouverture aux mécanismes de la dette.

À l'image du capitalisme lui-même, la finance était encastrée dans un milieu social et historique. L'exercice du prêt à intérêt est resté longtemps interdit par les grandes religions monothéistes, sous l'argument que la pratique du prêt à intérêt revient à donner un prix au temps, temps qui n'est la propriété que de Dieu. Aristote condamnait déjà le prêt à intérêt comme relevant de la mauvaise chrématistique, c'est-à-dire d'une forme d'économie détournée de sa vocation initiale, qui serait la poursuite du bonheur par la satisfaction de besoins, pour tomber dans une forme d'économie pathologique où l'accumulation de moyens devient une fin en soi, une « faim » qui ne sera jamais assouvie[38]. D'une manière analogue, la réalisation d'un profit économique était perçue comme l'accomplissement d'une capacité à spéculer, à négocier, à ruser, à peine tolérée par le dogme religieux.

[38] On pourrait dire que l'appétit de la fin est une soif de suicide. Sur l'aspect pathologique de l'accumulation, voir Dostaler et Maris (2009).

L'essor économique connu dans certaines régions européennes (Ligue hanséatique et Flandres, Florence,…) entre le Xème et le XIIIème siècle donne à voir un développement particulier où l'extension du commerce commence à requérir des aménagements financiers importants, que ce soit pour le pré-financement des opérations commerciales, les paiements, ou les systèmes d'assurance. Le développement de ce que Braudel (1985) appelle un « capitalisme commercial » va donc de pair avec les premières institutions financières. Ces périodes d'abondance, au cours desquelles la prospérité « saute » d'une région à l'autre,[39] seront cependant interrompues et ne résisteront pas aux guerres et aux épidémies. Le capitalisme prend réellement son envol dans les sociétés occidentales, selon Braudel, grâce au rôle particulier tenu par la bourgeoisie. À la société féodale et à son organisation autour d'une aristocratie seigneuriale, le capitalisme substitue une société où la bourgeoisie a fini par conquérir une place centrale, à force de « parasiter » et d'affaiblir la classe dominante :

> « La "bourgeoisie", à longueur de siècles, aura parasité cette classe privilégiée, vivant près d'elle, contre elle, profitant de ses erreurs, de son luxe, de son oisiveté, de son imprévoyance, pour s'emparer de ses biens – souvent grâce à l'usure –, se glissant finalement dans ses rangs et alors s'y perdant. Mais d'autres bourgeois sont là pour monter à l'assaut, pour recommencer la même lutte. Parasitisme en somme de longue durée : la bourgeoisie ne finit pas de détruire la classe dominante pour s'en nourrir. Mais sa montée a été lente, patiente, l'ambition reportée sans fin sur les enfants et petits-enfants. Ainsi de suite.
>
> Une société de ce type, dérivant d'une société féodale, féodale elle-même encore à demi, est une société où la propriété, les privilèges sociaux sont relativement à l'abri, où les familles peuvent en jouir dans une *relative* tranquillité, la propriété étant, se voulant, sacro-sainte, où chacun reste en gros à sa place. Or il faut ces eaux sociales calmes ou relativement calmes pour que l'accumulation s'opère, pour que poussent et se maintiennent les lignages, pour que, l'économie monétaire aidant, le capitalisme enfin émerge. Il détruit, ce faisant, certains bastions de la haute société, mais pour en reconstruire d'autres à son profit, aussi solides, aussi durables. » (Braudel, 1985, pp. 73-4)

[39] De Venise à Anvers, puis de Anvers à Gênes, puis de Gênes à Amsterdam, puis de Amsterdam à Londres….

Comme on peut le remarquer dans ce long passage, c'est bien la finance, l'usure, qui a contribué à désarmer la classe dominante et son conservatisme[40]. La propriété de l'argent, et les intérêts qu'elle génère, a finalement progressivement grignoté les propriétés foncières de l'aristocratie. Ainsi, la bourgeoisie a pu porter dans un deuxième temps une dynamique de l'accumulation du capital au cœur de la société. Cette explication, en termes de structures sociales, de l'émergence du capitalisme par éreintement des privilèges seigneuriaux s'oppose à une autre explication, non exclusive de la première, axée cette fois sur l'Histoire des religions. Dans le premier cas, l'explication de cette émergence du capitalisme est basée sur l'extraction de l'économie en dehors d'une structure sociale (aristocratie), dans le second cas, l'extraction se fait en dehors de la morale religieuse. Mais, dans les deux cas, le rôle de la finance est premier : soit par l'effet de ponction progressive comme nous venons de le voir avec Braudel, soit par l'effet de normalisation du profit, par sécularisation de la morale et rationalisation de l'activité humaine, comme nous allons le voir maintenant.

Si Sombart (1902) impute aux Juifs et aux Lombards l'émergence du capitalisme moderne, c'est vraiment grâce à l'abandon du catholicisme par l'Europe de la Réforme à partir du XVIème siècle (Weber, 1905), ainsi que l'exportation de ce puritanisme dans le Nouveau Monde américain, que l'essor du capitalisme moderne est rendu possible. Le déclin de l'emprise de la morale catholique, allié à la plus grande tolérance protestante pour les affaires d'argent, conduit à libérer les activités économiques de la sphère religieuse. Le profit n'est plus moralement condamnable et pour certains, il peut même devenir signe de leur élection divine.

L'autonomisation croissante de l'économie par rapport à la morale provient aussi de ce que Weber (1919) appelle le « désenchantement du monde ». La science gagnant en pouvoir de vérité sur les phénomènes environnants, la recherche des explications ne se fait plus par recours aux vieilles croyances religieuses ou traditionnelles. De nombreux domaines sont sécularisés, et la raison humaine, en remplacement de la foi religieuse, devient la source de la compréhension du monde. Cette perte d'influence du religieux ouvre la voie à la rationalisation des activités humaines en général, et économiques en particulier. S'il n'y a pas

[40] Derrière le « progressisme » de la bourgeoisie occidentale, se cachait une volonté de fonder une nouvelle domination, en conservant le système mais en changeant les dominants.

d'ordre divin, c'est à l'Homme d'ordonner la nature, d'organiser la société. Ces développements posent les bases de la division du travail dans le processus de production des marchandises, et c'est bien cette division du travail qui sera au cœur de l'essai fondateur de l'économie politique moderne : *La Richesse des Nations* (Smith, 1776). Adam Smith se penche en effet sur la division du travail, et montre en quoi elle est source d'une meilleure productivité, et en quoi elle doit être comprise comme relevant d'un penchant « naturel », mais intéressé,[41] de l'Homme à l'échange avec ses semblables.

Ces idées sont imprégnées du climat de l'époque qui voit naître et se développer un « capitalisme industriel » grâce aux différentes Révolutions Industrielles, amorcées au Royaume-Uni à partir des débuts du XVIIIème siècle (Bairoch, 1997). La division du travail s'accélère et, avec elle, la rationalité économique se répand au sein de toutes les sphères de l'activité humaine. L'urbanisation et la concentration démographique s'accompagnent de la mise en place d'un marché pour le travail. Comme la terre et la monnaie, le travail devient une marchandise. Pour Polanyi (1944), c'est le résultat du processus de « désencastrement » de l'économie entamé au XVème siècle, puisque l'économie, en tant que pratique et discipline instituées, a réussi à s'autonomiser des autorités politiques, religieuses, ou traditionnelles, pour n'obéir qu'au « marché autorégulateur ». Selon Polanyi, aucune économie n'est capable de rester durablement sous la seule coupe du marché, en dehors du social. Si le capitalisme évoluait dans le sens d'une plus grande autonomie vis-à-vis du politique et du religieux jusqu'au premier tiers du XXème siècle[42], Polanyi estimait que l'avenir de nos économies devait passer par un retour de l'emprise du politique sur l'économique.

Ce retour du politique a effectivement eu lieu durant les Trente Glorieuses,[43] mais le contrôle du politique s'est de nouveau délité à partir des années 80 avec l'avènement d'un capitalisme dominé par la finance, ignorant les frontières nationales pour appliquer sa logique à l'économie mondiale dans son ensemble. La crise traversée actuellement offre une

[41] Voir Marshall Sahlins (2009) et la critique de cette naturalisation de l'*homo oeconomicus*. Selon lui, cette vision de l'être humain relève déjà de l'expression d'une culture occidentale.
[42] Avec comme point d'orgue, les années 20 et ses exubérances financières débouchant sur le krach boursier de 1929.
[43] Les régimes totalitaires constituaient auparavant une autre modalité de ce retour du politique sur l'économique.

opportunité de réencastrer l'économie. Mais il est encore trop tôt pour savoir si cette opportunité sera saisie ou non.

1.3.3. Typologie des capitalismes et place de la finance

En reprenant l'histoire du capitalisme à partir du XIXème siècle, il nous semble possible d'établir une typologie des capitalismes selon la place occupée en son sein par la finance. En particulier, nous dressons ici un parallèle entre le capitalisme financier du début du XXème siècle et le capitalisme financiarisé de la fin du XXème siècle. Dans la tradition des idées de Minsky ou de Keynes lui-même, nous analysons la finance, et son exubérance, comme une force qui entraîne le capitalisme dans ses excès. L'histoire montre une alternance des processus que l'on pourrait caractériser d'encastrement et de désencastrement de la finance au sein des institutions d'un capitalisme en mouvement.

Comme nous l'avons souligné lors de notre bref survol de l'histoire du capitalisme, l'économie poursuit, depuis le XVIème siècle au moins, un mouvement de désencastrement du social. Le développement de cette autonomisation a poussé les motifs économiques à gagner de plus en plus de place dans la société, pour créer une « société de marchés » (Polanyi, 1944) où l'empire de la marchandise s'étend au travail, à la terre et à la monnaie. Dans ce qu'il appelle *La Grande Transformation*, Polanyi décrit comment, après les années 1920, le politique a repris la main sur l'économique. L'émancipation de l'économie n'est pas un mouvement naturel, mais bel et bien une construction humaine, donc réversible. Il en va de même de la place de la finance au sein de l'économie. Les développements de la finance au début du XXème siècle ne sont pas sans rappeler les développements récents de la sphère financière. Ainsi, le capitalisme financiarisé que nous connaissons de nos jours a beaucoup à voir avec le capitalisme financier du début du siècle. Mais entre temps, un autre type de capitalisme, régulé, a vécu et prospéré avant de décliner. Selon Crotty (1990a, p. 762), certaines de ces grandes évolutions historiques avaient été anticipées par Keynes :

> "I argue that Keynes provided the outlines of a theory of the evolution of two distinct stages of capitalist development (and anticipated the transition toward a third) in which each stage is assumed to possess unique institutions and agent practices that

> differentiate its processes and outcomes from the other. Specifically, Keynes argues that nineteenth-century capitalism differed in institutional and class structure as well as in agent behavior patterns from post World War I capitalism. Because of these institutional differences, nineteenth-century capitalism exhibited impressive economic growth and stability, whereas twentieth-century capitalism was prone to stagnation-depression as well as to bouts of extreme instability."

L'identification de ces différentes phases du capitalisme par Keynes se rapporte selon nous, pour une large part, à l'organisation particulière des institutions financières, et à leur pouvoir sur la gouvernance des firmes. Le capitalisme du XIXème siècle peut se comprendre comme un capitalisme entrepreneurial au sein duquel les firmes étaient gouvernées par de riches individus. C'est alors l'époque des premières grandes sagas familiales où les chefs d'entreprise sont les héritiers de la famille historique qui a fondé l'entreprise. La gouvernance de ces entreprises s'effectue dans une logique de perpétuation et d'extension de l'empire familial, et non dans une perspective de maximisation du profit.[44] Dans ce système, l'hostilité aux financements externes provient de cette volonté de conserver le pouvoir dans les mains des proches, sans le diluer à l'extérieur de la famille.

Le capitalisme des débuts du XXème siècle peut plutôt être assimilé à un capitalisme financier. À mesure que les marchés financiers se développent, la spéculation s'amplifie, et avec elle, les décisions d'investissement des firmes deviennent « gouvernées moins par les prévisions véritables des entrepreneurs de profession que par la prévision moyenne des personnes qui opèrent sur le Stock Exchange, telle qu'elle est exprimée par le cours des actions » (Keynes, 1936, [2005, p. 167]). Les marchés financiers ayant réussi à pénétrer la gouvernance des firmes, les décisions n'étaient plus prises dans la perspective de réussir des projets d'entreprise. Le curseur dans les relations de pouvoir entre entrepreneur et financier s'était déplacé du côté du financier. De ce fait, l'entreprise n'était plus qu'une « bulle d'air dans le tourbillon spéculatif » (Keynes, 1936, [2005, p. 173]).

[44] Ainsi, Keynes (1936, [2005, p. 165]) écrit : « Autrefois, lorsque les entreprises appartenaient pour la plupart à ceux qui les avaient créées ou à leurs amis et associés, l'investissement dépendait d'un recrutement suffisant d'individus de tempérament sanguin et d'esprit constructif qui s'embarquaient dans les affaires pour occuper leur existence sans chercher réellement à s'appuyer sur un calcul précis de profit escompté ».

Après le krach de 1929 et la Grande Dépression, l'économie a connu une période de re-régulation au cours de laquelle des idées keynésiennes ont pu être mises en pratique. Ces idées ont finalement débouché sur un nouveau type de capitalisme, que l'on peut appeler capitalisme managérial, où la finance a été recloisonnée, muselée afin d'éviter qu'elle ne compromette, par la spéculation et les vues court-termistes, la stabilité et la croissance de l'accumulation du capital.[45] Ces années furent à nouveau celles d'entrepreneurs. À la différence du capitalisme du XIXème siècle, les entrepreneurs qui menaient les projets d'entreprise n'étaient plus les propriétaires des firmes, mais il s'agissait de managers bénéficiant d'une délégation de pouvoir des propriétaires effectifs des firmes (famille ou actionnaires diversifiés).[46] Si Keynes n'a pas connu de son vivant ce type de capitalisme dit « managérial »,[47] ses héritiers post-keynésiens ont particulièrement étudié les institutions spécifiques de cette époque (voir par exemple Galbraith, 1967). Cette ère du capitalisme ayant produit l'une des phases de croissance les plus fortes et les plus stables de l'Histoire,[48] d'autres courants de pensée, la théorie de la Régulation notamment, ont cherché à analyser les vertus et limites de ce régime. Dans le cadre des rapports croisés entre développement du capitalisme et développement de la finance, il nous semble qu'une des raisons qui expliquent la prospérité économique de ce cette période de l'Histoire réside dans le ré-encastrement qu'a subi la finance après la Seconde Guerre Mondiale. Nous soutenons ici les idées de Minsky (1986) sur les différentes phases des cycles financiers, mais nous les réinterprétons dans une optique temporelle plus large, et nous les adaptons pour rendre compte de l'évolution du capitalisme en histoire longue, et non des évolutions de la seule finance en histoire courte

[45] Cf. Keynes (1936, [2005, p. 173]) : « Lorsque dans un pays le développement du capital devient le sous-produit de l'activité d'un casino, il risque de s'accomplir en des conditions défectueuses ».

[46] Voir Berle et Means (1933).

[47] Keynes remarquait cependant les prémisses de cette évolution dans « la Fin du Laissez Faire » dès 1924, soit bien avant Berle et Means (1933) :

> « L'une des évolutions les plus intéressantes et les moins remarquées des dernières décennies a été la tendance qu'a la grande entreprise à se socialiser d'elle-même. Au cours de sa croissance, une grande entreprise […] arrive à un point où les détenteurs du capital, c'est-à-dire les actionnaires, sont presque entièrement dissociés de la direction, si bien que l'intérêt personnel immédiat qu'a celle-ci à réaliser de gros profits devient tout à fait secondaire. Quand ce stade est atteint, la stabilité et la réputation de l'institution comptent plus pour la direction que le versement d'un profit maximal aux actionnaires. Ces derniers doivent certes recevoir des dividendes raisonnables ; mais une fois cela assuré, l'intérêt immédiat de la direction est souvent d'éviter les critiques du public et de la clientèle de l'établissement » (Keynes, 1924, [2002, p. 80]).

[48] On parle, pour désigner cette période de croissance forte, de l'Âge d'Or du capitalisme dans la tradition anglo-saxonne (voir Marglin et Schor, 1990) ou des Trente Glorieuses dans la tradition française.

comme c'est le cas chez Minsky[49] : initialement, le capitalisme a besoin de la finance pour croître[50] ; en période de tranquillité, la finance est progressivement « libérée » de l'économie réelle ; puis, cette finance nourrit une croissance du capitalisme, devenue instable et spéculative, lors de la phase ascendante du cycle de la finance ; finalement, la place excessive *laissée à* et *conquise par* la finance entraîne le capitalisme dans une crise profonde, nécessitant une nouvelle remise au pas de la sphère financière ; une fois la finance contenue, le capitalisme retrouve une croissance plus solide, avant que l'oubli historique et la force des intérêts ne rouvrent la porte à une finance déstabilisatrice.

Depuis les 30 dernières années, la nouvelle libération de la finance a re-déplacé le curseur du pouvoir entre entreprenariat et finance. Ce capitalisme financiarisé a permis le redéploiement d'une logique plutôt court-termiste, orientée vers le profit financier, et au détriment des logiques d'entreprise ancrées dans le long terme. À la manière du capitalisme financier dénoncé par Keynes au début du siècle, ce régime de croissance porte en lui les germes d'une crise profonde qui nécessitera un nouvel encastrement de la finance. Car, si la finance peut tirer la croissance vers le haut lors des périodes d'euphorie, elle peut tout aussi bien la plonger dans la dépression sévère lors des crises financières et bancaires, quand se cassent les deux moteurs, liés, de l'expansion qui étaient la confiance collective et la dette (la confiance collective créant les bulles, la dette les entretenant). La dépression se déploie alors par la perte généralisée de confiance et les restrictions de crédit. La spirale est inversée, et c'est cette fois une logique de déflation qui s'engage.

Grâce aux séries longues de statistiques américaines, il est possible de dresser un parallèle extrêmement frappant entre le capitalisme financier de la fin des années 20 et le capitalisme

[49] L'idée générale de l'hypothèse d'instabilité financière de Minsky est la suivante. Initialement, on suppose un choc positif sur l'investissement (esprits animaux et découvertes technologiques faisant, *a priori*, époque). Cela génère une augmentation des profits et un desserrement des contraintes de crédit, les banques devenant plus permissives. Les acteurs s'endettent alors de plus en plus et s'exposent à un durcissement des conditions monétaires (hausse du taux d'intérêt), rendant leur bilan plus fragile. Les acteurs les plus endettés (les unités Ponzi) commencent à faire faillite, entraînant alors le resserrement des conditions bancaires, la chute de l'investissement, celle des profits, et nourrissant ainsi des difficultés pour tous les acteurs, même ceux qui étaient restés financièrement prudents. L'économie ne peut alors redémarrer qu'une fois que le système a été purgé ou qu'une intervention extérieure (État, Banque Centrale) ne réinstaure confiance et liquidité dans le système. Sur les cycles minskyens, voir Charles (2006).

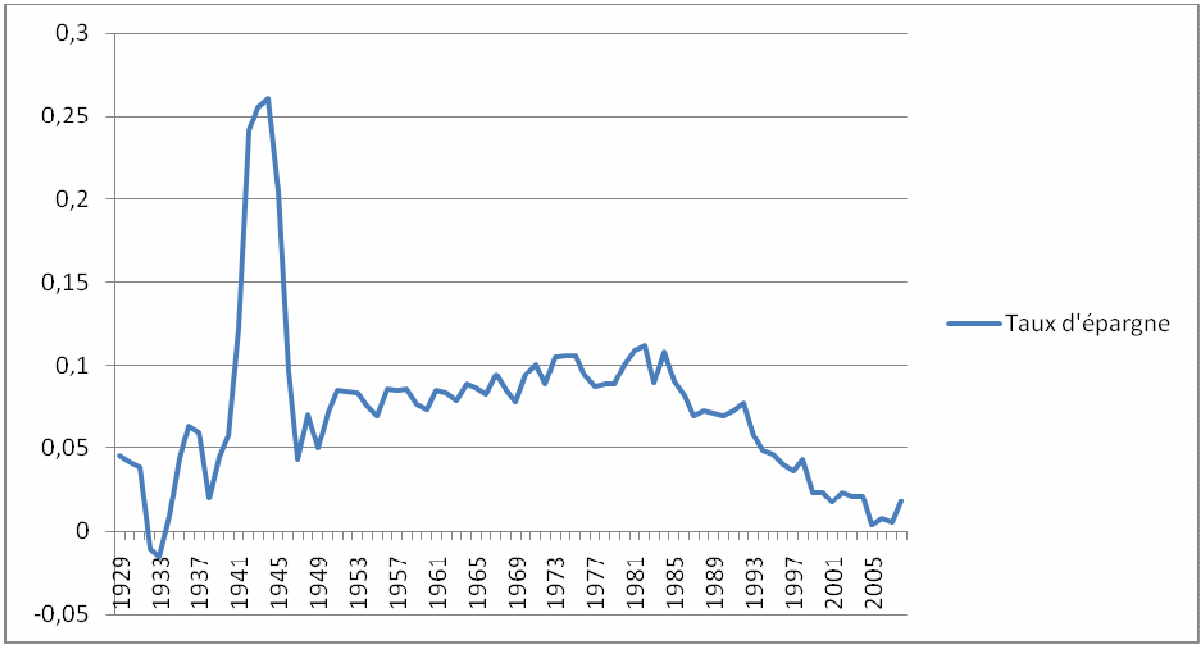
[50] Y compris lorsque cette finance initiale est obtenue par la force : voir Marx (1867) et « l'accumulation primitive ».

financiarisé actuel. Les taux d'épargne des ménages américains suivent une évolution totalement contra-cyclique en étant très bas dans les périodes de croissance et en remontant en période de crise aigue. Ce fut le cas notamment durant la crise des années 30 (et encore davantage pendant la guerre), et les données les plus récentes sur l'après crise témoignent aussi d'une légère remontée des taux d'épargne américains (cf. graphique n°1.10). La faiblesse de ces taux d'épargne s'explique de deux manières : d'une part, c'est le fruit d'une confiance forte dans l'avenir qui dispense de mettre de l'argent de côté (faible épargne par préférence), et d'autre part, c'est la conséquence d'une compression des revenus (faible épargne par contrainte). Mais à regarder les phases de croissance et de dépression de plus près, il semble que l'explication des comportements d'épargne par la confiance dans l'avenir est plus solide que celle par la contrainte de revenu. Selon l'explication de l'épargne par les revenus, en périodes de croissance l'enrichissement devrait favoriser le développement de l'épargne du fait de revenus plus élevés, et les périodes de crises devraient pousser à une baisse de l'épargne par baisse du revenu. Or, on remarque que c'est l'inverse qui se produit : l'explication par la confiance dans l'avenir l'emporte donc sur l'explication par la contrainte de revenu. Les crises sapent la confiance et poussent à la constitution d'une épargne de précaution, malgré la compression des revenus. Dans l'autre sens, les périodes de croissance favorisent l'optimisme (Minsky dirait la tranquillité) et mènent à la réduction de l'épargne, malgré l'augmentation des revenus (augmentation des revenus toute relative dans la période précédant la crise, puisque la croissance favorisait essentiellement les hauts revenus).

La contrepartie du faible taux d'épargne réside dans l'endettement des ménages, et à mesure que le taux d'épargne faiblit, le taux d'endettement augmente, amenant à une situation de forte fragilité financière des ménages américains à la veille des crises de 1929 et 2009. La part des dividendes dans le revenu des ménages américains suit les mêmes évolutions (cf. graphique n°1.11). Jusqu'à la veille des années 30, cette part était très importante, ce qui témoigne du poids des marchés financiers. Puis elle a été réduite et stabilisée à des niveaux relativement faibles sous le régime du capitalisme managérial, avant de connaître à nouveau une forte croissance liée à la libéralisation financière des années 80.

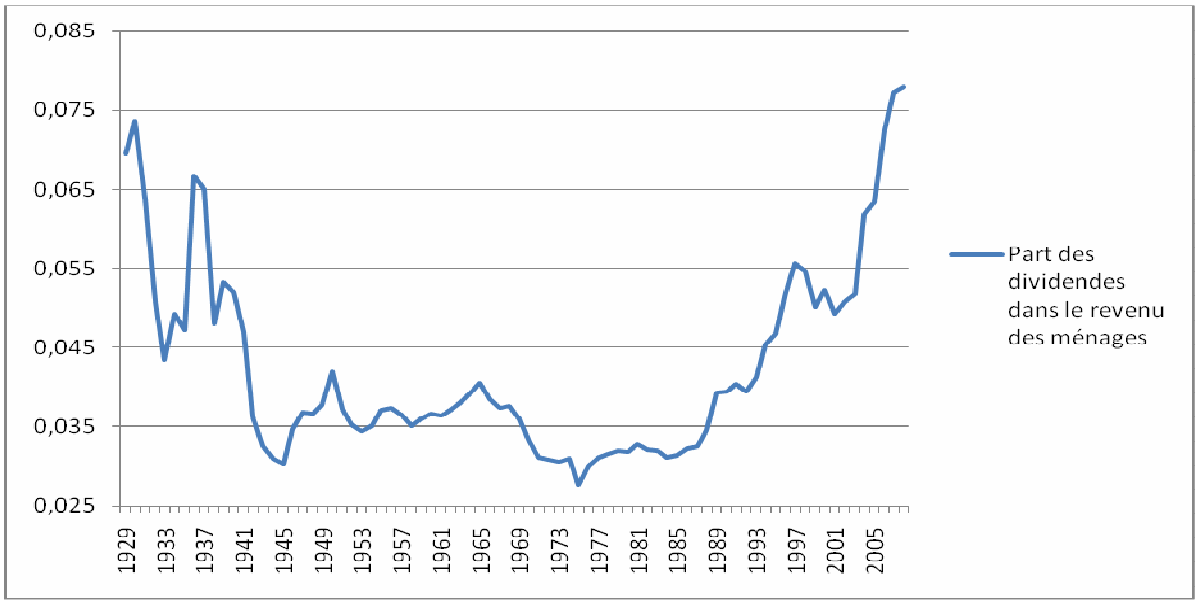
L'évolution des inégalités de revenu tirée à partir des données de Piketty et Saez (2006) pourrait quasiment être superposée à l'évolution de cette importance des dividendes dans le revenu des ménages (cf. graphique n°1.12). Durant les années 20, les inégalités sont extrêmement prononcées. Mais suite à la Grande Dépression et à l'émergence de l'État Providence, elles sont réduites et stabilisées à des niveaux bien inférieurs. La libéralisation financière des années 80 conduit là encore à un accroissement brutal des inégalités, au point qu'elles ont désormais retrouvé des niveaux comparables à ceux des années 20.

Graphique n°1.10 : Taux d'épargne des ménages américains[51]

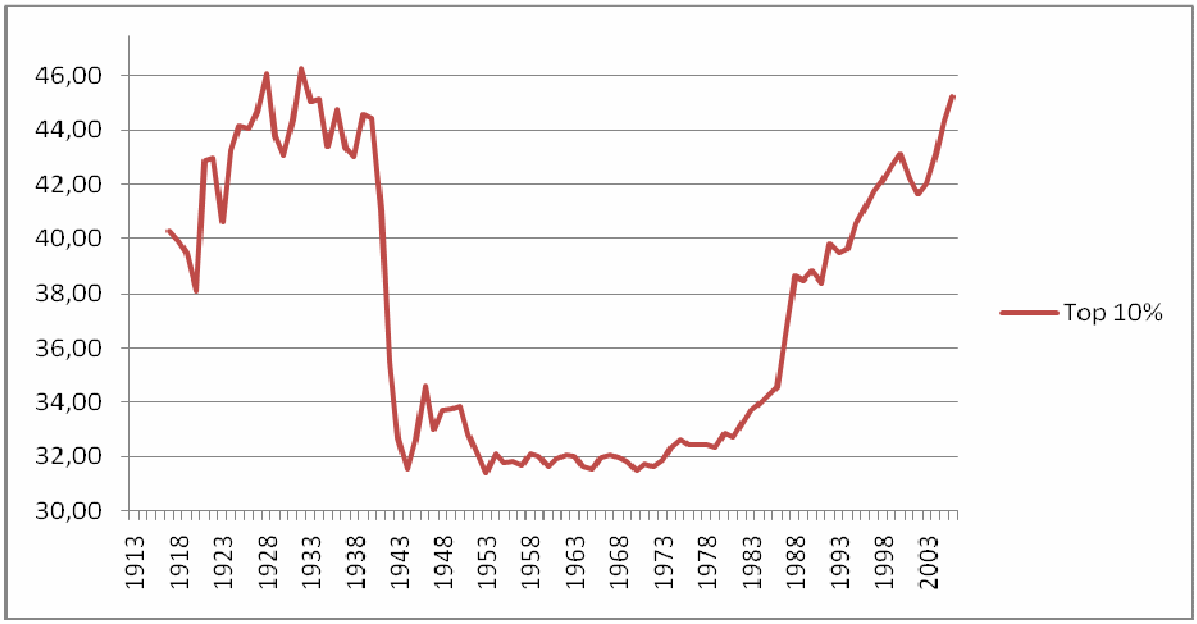


[51] Les chiffres pour les taux d'épargne des ménages sont issus du BEA, table 2.1.

Graphique n°1.11 : Part des dividendes dans le revenu des ménages américains[52]



Graphique n°1.12 : Part du revenu national détenue par les 10% les plus riches[53]



[52] Les chiffres pour la part des dividendes dans le revenu des ménages sont issus du BEA, table 2.1.
[53] Données disponibles librement en ligne sur le site de Thomas Piketty : http://www.jourdan.ens.fr/piketty/_mpublic/ipublic.php

La crise économique et financière commencée en 2007 annonce peut-être un autre régime capitaliste, qui viendrait remplacer le système financiarisé failli. Ou peut-être pas. L'Histoire ne se répète pas à l'identique, et la crise des années 30, qui a donné naissance dans l'après-guerre au régime fordiste (ou managérial si on se réfère à la gouvernance des firmes) bénéficiant d'un État Providence fort et d'un système financier encadré, n'est peut-être pas l'avenir qui nous est réservé. Entre les années 30 et aujourd'hui, beaucoup d'éléments ont changé et la compétence des autorités économiques a, semble-t-il, évité que la crise financière puis économique ne dégénère en Grande Dépression. Le parallèle entre la crise de 1929 et celle de 2009 a ses limites, et nous ne nous risquerons pas au jeu des pronostics sur l'après-crise.

Ce que nous voulions montrer ici, c'est plutôt que la financiarisation de l'économie n'est pas un mécanisme nouveau. Il s'agit d'une tendance à l'œuvre de la finance de toujours chercher à s'extraire, à se désencastrer de l'économie réelle. Derrière les thèses du désencastrement de l'économie des sphères sociales (Polanyi, 1944), morales (Weber et le désenchantement du monde) et politiques (l'asservissement de la politique économique aux marchés), nous pensons qu'il s'agit surtout de tentatives répétées, réussies puis corrigées, de désencastrer la finance de l'économie. Nous venons de vivre lors des trente dernières années une phase de désencastrement. Les années qui viennent seront peut-être caractérisées par une nouvelle phase de ré-encastrement. Mais ce n'est pas l'objet de notre thèse de prédire ce que sera l'avenir du capitalisme. Notre thèse propose plutôt une analyse de ce capitalisme financiarisé, désencastré, de ses dynamiques micro et macro, de ses contradictions internes et des moyens de les contourner provisoirement, à défaut de les lever totalement.

1.3.4. Dette et fonctionnement du capitalisme : le pré-financement de la production, et la réalisation de profits purs

Après avoir vu comment est né le capitalisme, et comment il en est arrivé au stade actuel de son développement après des phases de désencastrement et de ré-encastrement de la finance, dans cette section nous allons analyser le rôle joué par la finance dans le fonctionnement d'une économie capitaliste. Pour décrire ce rôle particulier, nous procéderons

en deux temps : dans un premier temps, nous présenterons la finance, en nous inspirant de la théorie du circuit, en insistant sur le séquençage des décisions et des flux monétaires dans une économie capitaliste, puis nous montrerons dans quelle mesure l'endettement peut constituer des profits purs pour les entreprises au niveau macroéconomique, par l'application de la loi de réalisation macroéconomique des profits de Kalecki.

Après Keynes, des économistes français, s'inspirant davantage du *Traité sur la Monnaie* (1930a, 1930b) que de la *Théorie Générale* (1936), ont créé l'école du circuit, basée sur une étude des flux monétaires et une conception endogène de la monnaie. À la manière des Physiocrates, Bernard Schmitt (1966), Jacques Le Bourva (1962) ou Alain Parguez (1980) ont ainsi produit une représentation du système économique, où la monnaie circule entre différents secteurs constitués d'acteurs particuliers. Nous suivrons ici Van de Velde (2005) dans sa présentation du circuit macroéconomique. L'économie dont est dessiné le circuit est ici une économie très simplifiée. Les hypothèses restrictives seront levées progressivement par la suite. Initialement, nous nous intéressons donc à une économie fermée, sans État, d'autres hypothèses simplificatrices étant évoquées au fil de la présentation des différents temps du circuit. Ce circuit comporte quatre temps.

- Le premier temps du circuit est celui du préfinancement de l'économie. Les entreprises sollicitent les banques pour obtenir des prêts et lancer la production. Le montant des crédits dépendra des anticipations des entrepreneurs concernant la demande, demande qui devra couvrir les coûts de production ainsi que les investissements désirés par les entreprises. En supposant qu'il n'existe que des coûts salariaux, le montant des crédits est égal au montant des salaires auquel on ajoute les dépenses d'investissement.[54] La création monétaire est ici endogène au sens où les banques vont créer de la monnaie (crédits) en réponse à la demande des entreprises. Il n'y a pas d'offre de monnaie exogène par le système bancaire.
- Le second temps du circuit est celui de la production et de la rémunération des travailleurs. Le processus de production a lieu, le produit sort des chaînes de production, et les salariés sortent de l'entreprise avec un revenu, versé en

[54] L'hypothèse des coûts salariaux représentant l'intégralité des coûts peut se justifier si l'on pense à une entreprise parfaitement intégrée. Il faut aussi noter ici que les investissements sont, *a priori*, intégralement financés par endettement (pas d'émission d'actions ni d'autofinancement).

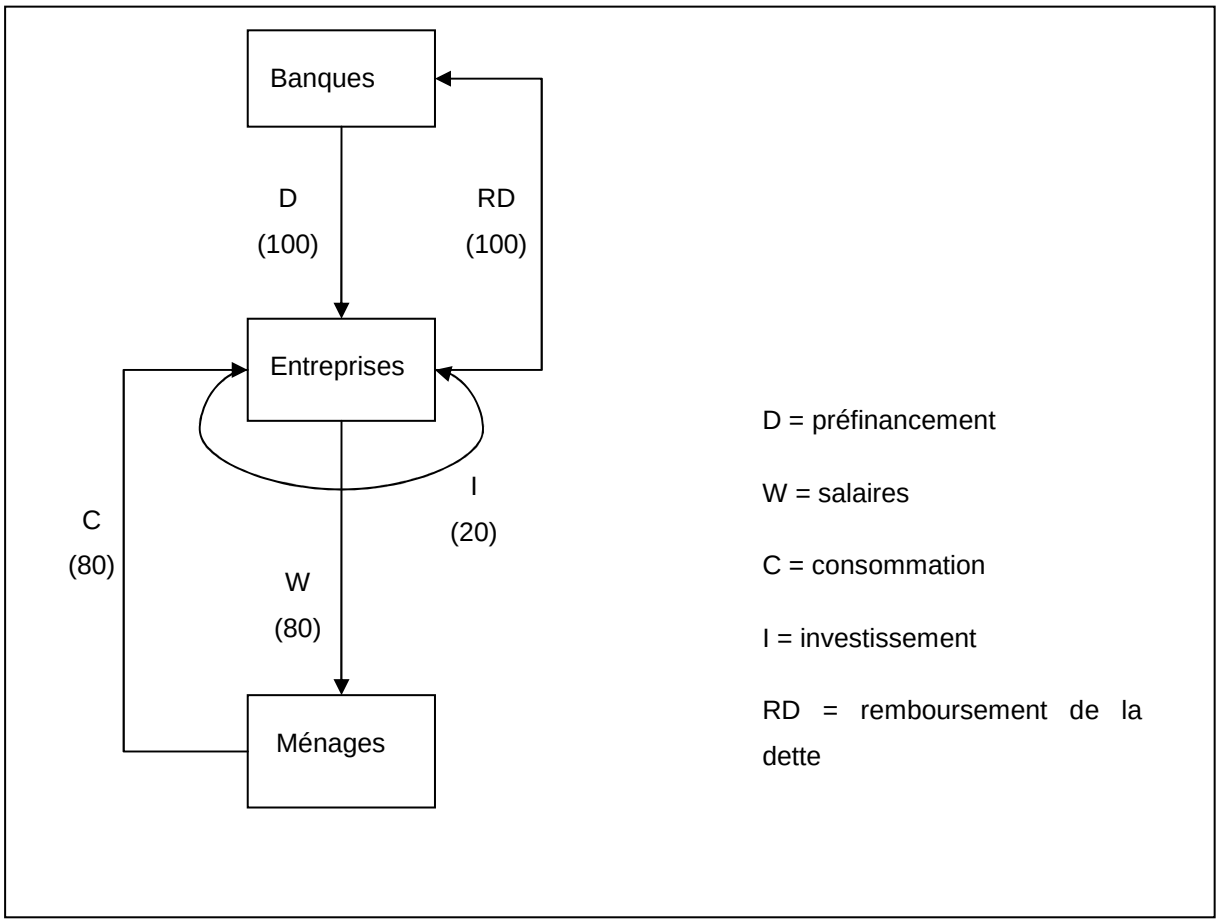
contrepartie de la participation au processus de production (salariat). Ce revenu est versé en monnaie, et non en bien comme c'est le cas dans une économie réelle. C'est bien cette dissociation entre la production et son appropriation, grâce à l'institution monétaire, qui est constitutive d'une économie monétaire de production (Van de Velde, 2005). Pour le dire autrement, les temps de la production et de la répartition sont séparés.

- Le troisième temps du circuit est celui de la « dépense du revenu – appropriation du produit » (Van de Velde, 2005, p. 160). Les salariés dépensent leur revenu en biens de consommation. Dans un premier temps, on suppose que les salariés dépensent tout ce qu'ils gagnent, c'est-à-dire que leur propension à consommer est égale à l'unité. Les entreprises mettent en œuvre leurs dépenses d'investissement, et si on se situe dans une économie à un secteur, ces dépenses représentent un flux adressé par les entreprises aux entreprises elles-mêmes.[55] Les recettes des entreprises sont composées de toutes les dépenses, c'est-à-dire de la consommation et de l'investissement. Les coûts salariaux étant les seuls coûts supportés par les entreprises, il s'ensuit que le profit des entreprises est égal à l'investissement des entreprises. Nous retrouvons bien ici l'énoncé de la loi de Kalecki.[56]
- Le quatrième temps du circuit est celui du remboursement des crédits bancaires. Sous les hypothèses précédentes, les entreprises sont en mesure de rembourser intégralement leurs crédits aux banques : la dette est ici un pré-financement, le financement final étant effectué grâce aux profits. À la fin de la période, les banques sont donc en mesure de prêter à nouveau aux entreprises, celles-ci ayant grossi (investissement) sans endettement résiduel (remboursement intégral de la dette).[57]

Ces flux et leur séquence peuvent être représentés par le schéma n°1.1.

[55] On suppose ici que le bien produit peut servir de manière indifférenciée à la consommation ou à l'investissement.
[56] Voir Kalecki (1943) ou Kalecki (1954). Voir aussi Cordonnier (2006) pour une réactualisation de cette loi dans un contexte financiarisé.
[57] Le profit n'est ici que l'enregistrement comptable de l'investissement, et de son autofinancement, *ex post*.

Schéma n°1.1 : Un circuit macroéconomique simplifié



Bien évidemment, ce schéma repose sur de nombreuses hypothèses qu'il convient désormais de questionner. La structure financière des firmes tout d'abord. Le schéma ci-dessus ne tient pas compte des dettes accumulées ou des profits conservés par le passé. Tout se passe comme-ci les firmes n'avaient aucune dette, et à la fin du circuit, cette histoire se prolonge puisque les firmes remboursent l'intégralité de leur dette. De même, les profits sont intégralement conservés, puisqu'il n'y a ici ni marché financier, ni dividende distribué. Enfin, les travailleurs consomment l'intégralité de leurs salaires, sans rien épargner. L'État est aussi absent de ce schéma, tout comme les échanges avec le reste du monde.

Si on veut intégrer l'ensemble de ces complications, il devient vite délicat d'en offrir une représentation schématique compréhensible. Nous essaierons juste ici de faire allusion aux conséquences entraînées par ces différentes modifications. Si on ajoute une dette héritée du

passé, le paiement des intérêts va introduire des charges financières, ce qui va peser sur les différentes opportunités d'utilisation des profits. Si la distribution de profits est intégrée à l'analyse, cela ne modifie pas les coûts de production, car comme pour l'investissement, si la distribution de dividendes est bien une dépense, elle n'est pas un coût. De plus, ces dividendes sont distribués à des ménages dont il est supposé ici qu'ils dépensent ce qu'ils gagnent.[58] La distribution de dividendes occasionne bien une recette, sans qu'elle ne corresponde à des coûts. Plus les entreprises distribuent de profits, plus elles en réalisent. On retrouve alors le célèbre aphorisme attribué à Kaldor, mais reprenant la loi de Kalecki : « les travailleurs dépensent ce qu'ils gagnent ; les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent ». Si les travailleurs se mettent à épargner, on obtient le mécanisme strictement inverse du mécanisme précédent portant sur la distribution de dividendes. L'épargne des ménages provient en effet d'un coût pour les entreprises (les salaires), qui n'occasionne pas de recettes, puisque, par définition, l'épargne des ménages est un refus de dépenser. L'épargne pèse donc sur les profits des firmes pour un montant égal à la part des salaires versés qui est épargnée. Si on introduit un rôle économique pour l'État, les dépenses publiques vont correspondre à des recettes pour les entreprises qui ne sont pas issues de coûts de production pour les firmes. Les dépenses publiques financées par endettement sont donc du profit pur pour les firmes.[59] Enfin, les échanges avec l'extérieur sont aussi à étudier. Les importations correspondent à des pertes de profit pour les firmes, puisqu'elles sont issues de revenus versés que les firmes n'ont pas récupérés sous la forme de dépenses (par exemple, la part des salaires qui échoue en consommation importée). En reprenant ces différentes influences, il est possible de donner une expression étendue de la formation des profits macroéconomiques, en droite ligne de ce que l'on peut trouver dans Cordonnier (2006) ou Van Treeck (2008b) :

$$\Pi = I + C_{\Pi} + (G - T) + (X - M) - S_W \tag{1.1}$$

[58] En réalité, les propensions à consommer des revenus financiers (dividendes) et des revenus d'activité divergent, car ces deux types de revenu ne sont généralement pas versés aux mêmes catégories d'agent (travailleurs et rentiers).

[59] Nous ne développerons pas ici les cas associés à la levée d'un impôt qui viendrait financer ces dépenses publiques, qu'il porte sur les ménages ou les entreprises.

Le montant des profits est égal à la somme :

- des dépenses des entreprises, qui ne sont pas reprises dans leurs coûts mais qui leur reviennent, soit sous la forme d'investissement (I), soit sous la forme de la consommation issue des dividendes distribués (C_{Π}),
- du déficit budgétaire (G - T), qui correspond bien à des flux monétaires entrant pour les firmes, sans que cela ne leur occasionne des coûts, ou ne vienne en déduction d'autres dépenses,
- du solde extérieur (X - M), qui représente le solde des flux de dépenses qui sont reçus par les firmes sans qu'ils n'aient été distribués par elles,

À cette somme, il faut ensuite retrancher l'épargne des ménages (S_W), qui correspond bien à des revenus distribués par les firmes, mais qui ne leur reviennent pas en consommation. Au total, il ressort que, au moment de sa création et de sa dépense, la dette, qu'elle soit publique ou privée[60], gonfle les profits des entreprises, si l'on suppose que ni les dépenses des capitalistes, ni le solde extérieur ne sont affectés.

Après ce que nous venons de détailler sur le plan statique, il convient désormais de passer à une étude plus dynamique. Le principal problème dans l'analyse précédente est que la dette stimule fortement l'économie sans que la charge des intérêts ne vienne entraver l'effet positif. Or, la dette a un double visage : elle porte l'économie au moment de sa création et de sa dépense, mais elle freine ensuite l'expansion puisqu'elle impose le versement d'intérêts.[61] Que ce soit pour les ménages ou pour les entreprises, ces deux effets importent, et contribuent à créer deux régimes macroéconomiques différents selon que la dette tire (*debt-led*) ou freine (*debt-burdened*) la croissance (Taylor, 2004), en stimulant ou en contractant les dépenses de consommation des ménages et/ou les dépenses d'investissement des firmes.

La dynamique du capitalisme reposant sur l'accumulation du capital, et cette accumulation dépendant grandement de la réalisation des profits espérés et des anticipations sur l'état de la

[60] La dette privée fait référence ici à l'endettement des ménages, qui peut se traduire par un taux d'épargne négatif.

[61] Le remboursement de la dette n'est pas un problème en soi : il suffit de supposer que les dettes peuvent être remboursées par une nouvelle dette de même nature, de sorte que l'endettement ne s'éteint jamais. En pratique, vouloir rembourser intégralement la dette pour l'État ou les entreprises n'a aucun sens. L'endettement ne compte que dans la mesure où les charges d'intérêt pèsent, et dans la mesure où les créanciers acceptent de renouveler la dette existante aux mêmes conditions.

demande, il convient d'étudier les réactions des firmes lorsque leurs espoirs sont déçus, ou à l'inverse, dépassés. Mais l'accumulation du capital repose aussi sur les sources de financement de l'investissement. Nous allons en retenir trois : le financement par crédit bancaire, le financement par émission d'actions sur les marchés financiers (même si en pratique, ce financement n'est pas effectif) et l'autofinancement. Ces trois sources de financement n'induisent pas les mêmes dynamiques macroéconomiques. Le financement par endettement requiert le versement d'intérêts dont le montant est lié aux conditions monétaires (politique de taux de la Banque Centrale). Le financement par émission d'actions requiert un versement de dividendes « négocié » avec les actionnaires. Ces versements de revenus (intérêts et dividendes) jouent en retour sur la réalisation des profits. Le choix de tel ou tel type de financement est donc un choix qui n'est pas neutre sur la dynamique macroéconomique, puisque la contrepartie de l'apport de capital (crédit, émission d'actions) est l'engagement à verser des revenus à des acteurs, qui auront un comportement particulier de dépenses de ces revenus. Par ailleurs, ces choix de financement sont fortement influencés par des rapports de force. Pour des raisons que nous exposerons dans le chapitre suivant, nous verrons que, selon les régimes institutionnels, l'accent sera plutôt mis sur l'autofinancement par l'imposition du pouvoir des managers en période fordiste, ou sur l'endettement bancaire avec rachats d'actions (émission négative) par l'exercice du pouvoir des actionnaires sous l'ère du capitalisme financiarisé.

Les réactions des firmes à la réalisation de « leur(s) » objectif(s) seront au cœur des développements de cette thèse, puisque nous étudierons comment les décisions des firmes s'agrègent au niveau macroéconomique. Nous étudierons également les mécanismes qui, dans une économie capitaliste, *ajustent* les comportements des acteurs, à défaut de permettre une *coordination,* comme cela aurait pu être le cas dans une économie d'échanges. En attendant de développer ces aspects macroéconomiques, il convient de revenir au niveau des théories de la firme afin de voir comment se forment les objectifs des firmes, et comment la finance et la firme sont liées au sein des différentes théories économiques.

1.4. Aux croisements des théories de la firme et de la finance

Après avoir esquissé, au cours des deux dernières sections, le tableau d'une histoire croisée de la finance et du capitalisme, nous nous proposons de dessiner les contours des rapports entre la firme et la finance, sur le plan théorique. Notre questionnement vise à savoir comment les théories économiques de la firme prennent en compte les réalités du capitalisme et de la finance telles que nous venons de les dessiner. La financiarisation a modifié les dynamiques économiques, tant du point de vue du régime d'accumulation capitaliste au niveau macroéconomique, que du point de vue des décisions des firmes au niveau microéconomique. Ici, nous nous intéresserons aux théories de la firme et au rôle de la finance au cœur de ces théories. Le fil conducteur de cette réflexion sera constitué par la manière d'appréhender la firme, son marché, et ses frontières. La question centrale est ici de savoir où commence la firme et où s'arrête le marché. Dans un premier temps, nous étudierons ces liens dans le cadre de la théorie néoclassique (section 1.4.1.). Puis, nous mettrons en évidence les différences d'approche d'avec l'hétérodoxie post-keynésienne sur le plan global (section 1.4.2.), avant de nous intéresser à la conceptualisation de la firme et du marché au sein d'une tradition post-keynésienne élargie à la sociologie économique structurale (section 1.4.3.).

1.4.1. Finance et firme dans la théorie néoclassique : économie d'échanges et contrats

La firme est au cœur de l'économie concrète, mais sa conceptualisation en science économique est problématique. Dans les premiers travaux néoclassiques, la firme n'est qu'un point, un automate selon Coriat et Weinstein (1995, pp. 5-6) : « [Firme automate :] Posé le contexte, ses réactions sont exactement prévisibles : elle est pensée comme un organisme réflexe, plutôt que comme un acteur véritable, pesant sur le cours des choses. [Firme point :] Et sa substance est réduite à rien : elle n'abrite au mieux qu'une combinaison technique qui peut infiniment se déformer pour s'adapter aux modifications des univers dans lesquelles elle est insérée. » Cette vision simpliste est par la suite amendée suite à la redécouverte des travaux de Coase (1937), et à l'émergence de l'économie des coûts de transaction (Williamson, 1975). La firme est dès lors perçue comme un moyen de

coordination alternatif à la coordination marchande par les prix. La firme est une organisation administrative qui apparaît quand le recours au marché est plus coûteux (coûts de transaction) que le recours à l'administration (coûts d'organisation interne). Ces modifications débouchent ensuite sur la théorie de l'agence et des droits de propriété (Jensen et Meckling, 1976). La firme est alors un nœud de contrats, entre des propriétaires et des exécutants situés sur plusieurs échelons hiérarchiques. L'interrogation porte alors sur la nature de ces contrats. Une préoccupation normative se fait jour rapidement puisqu'il faut optimiser ces contrats pour agir dans le « bon » sens des intérêts de la firme et éviter les contrats incomplets (mécanismes d'incitation, asymétries d'information…).

Le fait que la production s'opère à l'intérieur d'entreprises est une caractéristique essentielle du capitalisme. Pour autant que la compréhension du fonctionnement des économies capitalistes est en jeu, il est donc nécessaire d'étudier les firmes et « leur » comportement. Pourtant, ce constat n'a pas donné lieu à des études approfondies de l'entreprise dans les écrits des premiers économistes modernes (à partir du XVIIIème siècle). Kenneth Arrow, l'un des plus éminents théoriciens néoclassiques, reconnaît lui-même l'insuffisance de la théorie des firmes, d'abord chez les Classiques, puis chez les premiers Néoclassiques (Arrow, 1971). Du fait des hypothèses classiques sur la fixité des coefficients de production, le rôle des firmes dans le système économique est très mince : « The firm's role is purely passive » (Arrow, 1971, p. 68). Il n'est d'ailleurs pas possible d'identifier les frontières entre les firmes (tout se passe comme s'il n'y avait qu'une seule firme), ni de déterminer la taille de ces firmes (Coase, 1937).[62] Leur seule activité est finalement de réagir aux déséquilibres qui surviennent au niveau du système économique, et de les éliminer. Par déséquilibre, il faut ici comprendre existence de sur-profit. Si un secteur génère plus de profits que les autres, des firmes vont venir s'implanter dans ce secteur, et réduire ainsi les profits excédentaires. L'implantation de ces firmes s'effectue soit par migrations de firmes venues d'un secteur peu profitable, soit par l'entrée de firmes nouvelles. Dans cette perspective classique, le rôle des firmes n'est visible

[62] Dans son article, Coase s'intéresse sur les raisons qui amènent à l'émergence des firmes. Dans une économie d'échange, la coordination est d'abord assurée par le marché et le système des prix. Dès lors, comment se fait-il qu'apparaisse une autre coordination opérée par les firmes ? Pour Coase, les frontières de la firme sont déterminées par la sphère où les échanges ne dépendent plus du marché, mais des logiques internes renvoyant à l'autorité, du fait des coûts supérieurs de la coordination par les prix sur le marché par rapport à la coordination contractuelle au sein des firmes.

qu'en dehors de l'équilibre, dans ce mécanisme de concurrence qui garantit l'égalité des taux de profit.

Si les Néoclassiques, après la critique de Pareto contre la conservation par Walras de la fixité des coefficients de production, établissent des fonctions de production avec facteurs substituables, ils restent incapables d'attribuer aux firmes une réelle épaisseur théorique. Certes, les firmes se voient attribuer un rôle nouveau, y compris à l'équilibre, de minimisation des coûts pour tout niveau donné de production. Mais, toujours selon Arrow lui-même, il est impossible de déterminer la taille précise des firmes. Et dans cette conception, le niveau de production ne procède pas d'une décision interne à la firme.

Au sein d'un marché walrasien idéal-typique, la concurrence et l'information sont pures et parfaites. De ce fait, l'incertitude n'existe pas. Il n'y a que du risque. Et la firme n'est alors initialement qu'une boîte noire qui ne fait que réagir aux stimuli de son environnement (tous intégrés dans les variations de prix) en adaptant passivement mais automatiquement ses quantités de facteurs de production (inputs) dans le but de produire au plus juste selon la demande (output), de minimiser ses coûts, et de maximiser ainsi son profit.[63] La maximisation du profit peut par ailleurs être la simple obtention d'un profit nul, l'hypothèse de concurrence pure et parfaite garantissant en moyenne un profit nul. Les firmes sont indifférenciées, et tout se passe finalement comme si la production n'était assurée que par une seule firme, et comme si une firme pouvait être réduite à un individu, à un agent qui ré-agirait plus qu'il n'agirait (Guerrien, 2002). Ce cadre de la concurrence pure et parfaite, aussi limité qu'il puisse être, offre un point d'ancrage servant de camp de base aux développements ultérieurs. La caractéristique de ce point de référence est qu'aucune forme d'effets de pouvoir ou de domination n'est présente. L'homogénéité des firmes annihile la capacité des offreurs à influencer leur environnement, et au-delà, l'environnement macroéconomique. Les firmes ne font que prendre les conditions offertes par leur environnement en s'y adaptant. Le capitalisme induit par le fonctionnement d'une concurrence pure et parfaite correspond alors à

[63] Jensen et Meckling (1976, pp. 306-7) vont même jusqu'à affirmer que la théorie de la firme n'existe pas réellement, mais qu'elle n'est là que pour remplir le rôle que lui attribue le fonctionnement optimal des marchés :

> « While the literature of economics is replete with references to the "theory of the firm", the material generally subsumed under that heading is not a theory of the firm but actually a theory of markets in which firms are important actors. »

une économie d'échanges entre égaux où la concurrence est l'opérateur d'une allocation optimale des ressources.

Mais avec les développements des grandes entreprises, la théorie de la firme a été contrainte d'intégrer le cas de la concurrence imparfaite.[64] Rapidement, les développements des modélisations de la concurrence imparfaite ont débouché sur la construction de la théorie des jeux (Von Neumann et Morgenstern, 1944), et l'étude des interactions stratégiques entre offreurs, au lieu de ne s'intéresser qu'aux conditions d'équilibre de l'échange et d'efficacité de la production. Les différents cas de concurrence imparfaite (duopole à la Cournot, Bertrand, ou Stackelberg) ont été longuement analysés, et il en ressort que des situations sous-optimales sont logiquement choisies dans de nombreuses configurations de marché. En quelque sorte, l'équilibre stratégique (équilibre de Nash) diffère de « l'équilibre économique » (optimum de Pareto), puisque les acteurs, ne pouvant se coordonner *ex ante*, vont tous agir dans leur intérêt individuel, ce qui réduit l'intérêt collectif (cf. le dilemme du prisonnier).

Ces développements sur la concurrence imparfaite ne modifient pas la représentation de la firme comme un acteur plus que comme une institution. En ce qui concerne notre problématique globale des liens entre firme et finance, la finance s'intègre finalement de la même manière, que la concurrence soit parfaite ou imparfaite, car la firme reste assimilée à un individu dans les deux cas. Dans le premier cas, la figure de l'entrepreneur individuel fournit une représentation simple des relations financières et des objectifs au sein de la firme. L'objectif de l'entreprise individuelle est de faire du profit pour son créateur. Dans le second cas, le cheminement est plus long. Dès lors que l'intérêt se porte sur des grandes firmes, et leur prise de décision, il faut s'intéresser aux différentes parties prenantes du processus décisionnel. Les politiques des firmes résultent de décisions prises par des individus, ou groupes d'individus, arbitrant entre les intérêts de différents groupes. Pour comprendre les politiques des firmes, il faut alors connaître à la fois les objectifs des différents groupes, et les procédures de décision qui tranchent entre ces intérêts.

[64] Sans que cela n'apporte de réponses aux problèmes de la taille de la firme et du niveau optimal de sa production.

Au sein des firmes oligopolistiques, comme l'ont noté Berle et Means dès 1933, les deux principaux groupes identifiables, pour le cas qui nous intéresse ici, sont les propriétaires et les managers. Avec le développement des grandes structures, la propriété et le contrôle des firmes se sont séparés (Berle et Means, 1933). Les politiques des firmes sont alors décidées par les managers. Et là où cette distinction entre propriétaires et managers prend tout son sens, c'est bien dans la nature différente des objectifs des uns et des autres. Alors que les propriétaires des firmes visent avant tout l'extraction d'un profit à partir de l'activité de « leur » entreprise (le rendement de leur capital), les managers ne partagent pas la même obsession pour le profit, pour la simple et bonne raison que leur « profit » personnel ne dépend pas directement du profit de l'entreprise comme pour les propriétaires, mais plutôt de la croissance de la firme. Ainsi, selon Jensen et Meckling (1976), les managers sont plus enclins à chercher la croissance à tout prix, à dilapider les ressources des firmes dans des dépenses d'investissement hasardeuses, ou même des dépenses pour leur confort personnel[65], sans nécessairement s'embarrasser de contraintes de rentabilité élevée.

Toute une partie de la littérature sur la théorie de la firme s'intéresse à ce problème de l'agence, et aux moyens de le résoudre (Jensen et Meckling, 1976). De nombreuses études économétriques cherchent à montrer, par exemple, qu'une composition dispersée de l'actionnariat d'une firme pèse sur sa rentabilité, car elle introduit une faiblesse dans le contrôle qui doit s'exercer sur les managers. Ce biais managérial pourrait ne pas être dramatique s'il n'induisait deux conséquences fâcheuses, l'une sur la légitimité, l'autre sur l'efficacité. La première critique qu'il est possible d'adresser à l'endroit de la direction managériale des firmes est que, dans une certaine mesure, elle remet en cause le droit de propriété. L'actionnaire étant le « vrai » propriétaire (légal) de l'entreprise, une direction managériale, qui agirait dans son intérêt particulier, et au détriment de l'intérêt de l'actionnaire, se comporterait comme si elle était le vrai propriétaire des firmes. Sur la base de cet attachement aux droits de propriété, il n'est donc pas juste de laisser les managers diriger les firmes dans leur intérêt, et non dans celui des propriétaires. La seconde critique porte sur le terrain de l'efficacité. Ici, la direction managériale ne pose plus problème du fait qu'elle

[65] En guise d'exemples des égarements managériaux, Jensen et Meckling (1976, p. 312) citent la sous-optimalité induite par des dépenses liées à : « the attractiveness of the secretarial staff, […] a larger than optimal computer to play with, purchase of production inputs from friends ».

détournerait les politiques des firmes de l'intérêt de leur propriétaire, mais le problème se situe sur le plan de la moindre efficacité d'une politique basée sur la croissance. L'argument avancé est que la recherche du profit est ce qui doit guider l'action de chacun. Derrière cette insistance sur le profit, c'est le retour à Adam Smith et à la main invisible qui réapparaît (chacun doit être guidé par son intérêt). Le meilleur bien-être économique (et social) sera assuré par la recherche individuelle du profit. Les firmes ne doivent donc pas se préoccuper de la croissance, mais du profit. C'est de cette manière que jaillira la plus grande efficacité économique.

Face à ce problème du biais managérial, des règles doivent être précisées pour améliorer la gouvernance des grandes entreprises, et aligner les politiques menées par les managers sur l'intérêt des actionnaires. Deux manières de procéder, finalement très proches, se présentent alors : soit en jouant sur la règlementation, soit en jouant sur l'incitation. Par règlementation, il faut entendre ici une modification des règles de pilotage des firmes, mais surtout une contractualisation plus restrictive des relations entre managers et propriétaires. Afin de mieux encadrer le comportement des managers, il convient de passer un contrat entre propriétaires et managers. Ce contrat est bel et bien un contrat entre un principal (propriétaire) et un agent (manager). Il vise à préciser les missions que le principal délègue à l'agent, et les sanctions qui pourraient frapper l'agent en cas de manquement au contrat. Cette manière de refonder la gouvernance des firmes est défendue par les théoriciens de l'agence. Selon eux, la gouvernance des firmes est un problème de coordination qui se règle par le contrat, la contractualisation des relations servant ici de masque aux rapports de force.[66]

La seconde manière d'appréhender la réorientation de la gouvernance des firmes ne passe pas par la règlementation, mais par l'incitation. Les décisions des managers étant mues par leur intérêt propre, il convient de veiller à ce que l'intérêt de ces managers converge avec l'intérêt des actionnaires. Au lieu de rémunérer les managers selon leurs performances en termes de

[66] Plus généralement, il semble qu'au sein de ce courant particulier tout conflit peut se résoudre par un contrat approprié, les conflits étant, par ailleurs, essentiellement individuels. La conclusion d'un contrat se faisant par consentement partagé, peu importe que le contrat implique différentes parties aux pouvoirs disproportionnés, du moment que la liberté de contracter est maintenue. Dans la *pensée* libérale, l'égalité entre individus est au fondement du contrat, alors que dans la *réalité*, la philosophie du contrat est une puissante machine à instaurer la fiction de l'égalité.

croissance de la firme et de ses parts de marché, il faut donc les rémunérer en fonction de critères de rentabilité. Et il faut aussi organiser, grâce au marché financier et à la menace de prises de contrôle hostiles, un marché des managers qui permette de licencier les managers déviants et de sélectionner les managers soumis aux intérêts actionnariaux. Le raisonnement est clairement basé sur un modèle de comportement où l'individu n'est mu que par son seul intérêt : si leur rémunération ne dépend plus de la croissance mais des profits, les managers ne vont plus rechercher la croissance mais les profits.

La direction managériale est accusée d'être purement égoïste sans que ne soient discutés les avantages d'une gouvernance managériale. La préférence pour la croissance est dénoncée comme relevant d'une stratégie de détournement des ressources de la firme pour le confort personnel des managers. Le côté « pathologique » de la gouvernance managériale (les dépenses de confort) est édifié en cas général de ces stratégies pour la croissance. Il n'est pas fait mention des avantages à long terme d'une stratégie qui prépare l'avenir par des investissements accusant un certain manque de rentabilité à court terme. Or, ce sont précisément de ces investissements que peut venir la nouvelle grande innovation, la distinction technologique qui permettra à la firme de bénéficier d'avantages compétitifs décisifs face à ses concurrentes. Au-delà de la dénonciation des dérives pathologiques, l'insistance sur la croissance dans la gouvernance managériale se justifie par les stratégies de survie à long terme de la firme.[67]

Ces théories de l'agence ont eu un impact extrêmement fort, et pas uniquement dans la théorie économique. Leur visée normative indiquant les « bonnes » relations d'agence est à la base des codes définissant la gouvernance actionnariale : il suffit de se reporter aux principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE (Organisation de Coopération et de Développement Économiques) dont la première version date de 1999, les rapports Viénot 1 (1995) et Viénot 2 (1999), Bouton (2002), ou encore la loi dite NRE (Nouvelles Régulations Économiques) de 2001 (cf. Plihon, 2004). À ce titre, la théorie économique a eu un effet performatif

[67] Au niveau macroéconomique, on pourrait ajouter que les stratégies de croissance sont des stratégies de profit. La loi de Kalecki nous dit que les profits macroéconomiques sont déterminés par les investissements macroéconomiques, de sorte que la recherche de croissance par tous les managers se traduirait par une obtention de profits pour tous les actionnaires (en moyenne). Nous avons alors une légitimité macroéconomique à la gouvernance managériale.

considérable sur la réalité économique, puisque les conclusions des théories de l'agence ont donné naissance à des pratiques concrètes codifiées (une *soft law*). Ces pratiques consacrent le retour de l'actionnaire dans la gouvernance des entreprises. En suivant les préconisations de l'OCDE ou la présentation de cette nouvelle gouvernance d'entreprise par Plihon (2004), on peut résumer les normes par un certain nombre de points essentiels :

- les entreprises doivent fournir une meilleure information aux actionnaires, en particulier une meilleure information comptable ;
- les dispositifs anti-OPA (Offre Publique d'Achat) doivent être démantelés, de manière à ce que toute entreprise puisse être rachetée ;
- la démocratie actionnariale doit s'imposer dans les instances de l'entreprise (conseils d'administration et de surveillance) : les arrangements qui consistent à donner à certains actionnaires un droit de vote disproportionné ou un pouvoir de contrôle sans rapport avec leurs actions doivent être proscrits ;
- l'entreprise ne doit plus être la baronnie des managers : les actionnaires doivent avoir la possibilité réelle de choisir, décider des rémunérations, contrôler et remplacer, quand c'est nécessaire, les dirigeants clefs de l'entreprise ;
- il faut séparer les postes de président du conseil d'administration et de directeur de l'entreprise : on ne peut pas être le représentant des actionnaires (Président) et le directeur de l'entreprise (Directeur Général), car le Président serait alors corrompu par son poste de directeur de l'entreprise.

Derrière l'objectif de meilleure information de l'actionnaire, on retrouve les réformes comptables. Sous l'angle d'une volonté d'harmonisation des systèmes comptables, l'application des principes de comptabilité de l'IASB (International Accounting Standards Board) en Europe a introduit de profondes modifications, qui ne sont pas neutres sur le plan économique et qui consacrent aussi le point de vue de l'actionnaire (cf. Capron, 2005). En particulier, le principe de l'évaluation des actifs à la valeur de marché remplace le principe d'évaluation au coût historique. Ce changement comptable est là pour permettre aux actionnaires de connaître, à chaque instant, la valeur sur le marché de tous les actifs pris séparément. La logique à l'œuvre derrière ce principe est d'offrir une information à l'actionnaire pour qu'il sache quel pourrait être le prix qu'il retirerait de la vente de cet actif appartenant à l'entreprise. Il s'agit bel et bien d'une marchandisation de l'entreprise, au sens

où l'entreprise devient un objet de propriété dont le propriétaire peut décider de se séparer en totalité ou en partie (Chiapello, 2005, p. 148) :

> « L'entreprise dessinée par les normes IFRS est moins qu'avant une entité qui produit et qui commercialise des biens et des services, qui associe des facteurs de production, des actifs et du travail humain, qui possède une organisation propre lui conférant une valeur supérieure à la somme de ses parties. Ce n'est plus autant qu'avant l'entreprise telle que la conçoivent les salariés qui y travaillent ou les managers qui font métier de la gérer. De même, on tend à s'écarter de l'entreprise telle que perçue par les clients : produits et services rendus, prix. C'est en revanche plus qu'avant l'entreprise vue par ceux qui en font commerce. Ce n'est pas tant l'entreprise comme institution produisant de la marchandise qui est mise au premier plan, mais l'entreprise comme marchandise, ou plutôt panier de marchandises, parmi lesquelles les investisseurs pourraient symboliquement faire leur marché. »

Ces principes comptables permettent une gestion, financière plus qu'industrielle, des différents compartiments de l'entreprise. Ils encouragent ainsi le recentrage sur le corps d'activité le plus rentable, au prix du découpage et de la revente du reste de l'entreprise.

Derrière la firme entité collective pouvant, en principe, avoir une multitude d'objectifs, on retrouve un individu, l'actionnaire, qui impose ses vues. L'intérêt de la firme *doit* alors être compris comme l'intérêt de l'actionnaire. La firme n'est pas une institution qui noue des relations de long terme avec ses salariés ou ses fournisseurs. La firme devient une « fiction légale », grâce à laquelle l'actionnaire peut essayer de réaliser des profits en nouant des contrats de court terme avec ses salariés ou ses fournisseurs. Cette marchandisation de l'entreprise induit alors une nouvelle intensification de la marchandisation du travail. Il faut externaliser ou « variabiliser » les coûts salariaux, afin de bénéficier de plus de flexibilité. La relation de travail devient une relation commerciale, sans réelle préoccupation du lendemain.[68]

[68] Le dispositif de l'auto-entrepreneur mène dans certains cas à ce genre de logique où un salarié voit son contrat non renouvelé, mais se voit proposer à la place une mission s'il se place dans ce statut d'auto-entrepreneur. Le salarié devient le fournisseur d'une marchandise, au même titre que les fournisseurs de matières premières.

Ce qui ressort finalement de ce bref aperçu de la place de la finance dans les théories de la firme issues du courant néoclassique, c'est que la finance est la garantie d'une allocation optimale des ressources. La croissance de la firme est conditionnée à la réalisation de profits élevés qui doivent retourner aux propriétaires de la firme. La croissance est donc au service de la finance, et des seuls propriétaires de la firme. Du point de vue des rapports entre la firme et la finance, il semble que la finance s'impose à la firme, exactement comme les prix ou le marché (entendu ici comme marché de son produit) s'imposent à elle. Que ce soit vis-à-vis de la finance ou du marché, la firme n'agit pas. Elle ne fait que réagir, obéir au pouvoir de ces instances. C'est d'ailleurs cette absence totale de pouvoir de la firme sur son environnement marchand, dans le cadre de la concurrence pure et parfaite, qui pousse la conception néoclassique du marché et de la production vers la fiction de la coordination par l'échange et du rôle bénéfique de la maximisation du profit disciplinée par la concurrence. L'arrière pensée néoclassique ne peut pas se défaire de son attachement à l'équilibre général (Bridel, 2000), à une vision de l'ordre économique marquée par l'harmonie des volontés individuelles. L'équilibre général, qui justifie les élaborations théoriques néoclassiques basées sur un déductivisme logique, est pourtant frappé de doutes importants quant à son existence et à sa stabilité depuis les conclusions de Sonnenschein, Mantel et Debreu dans les années 1970 (Lenfant, 2006). La construction de l'équilibre général est par ailleurs le produit d'une « science » économique, déconnectée des influences de la morale, de la politique, du social : une théorie pure (Berthoud, 2002). Pour quitter cette « science fiction », il faut suivre les voies de l'économie politique et développer une autre conception du marché, entraînant à sa suite une autre vision de la production, donnant plus d'épaisseur et de poids à la firme.

1.4.2. Les présupposés d'une économie politique hétérodoxe : incertitude, monnaie, production, et sociologie

Les théories de la firme issues des courants hétérodoxes n'établissent pas les mêmes liens entre finance, croissance et propriété. Avant de revenir en détails sur ces liens, il convient dans un premier temps de revenir sur les présupposés hétérodoxes à un niveau plus général. Les présupposés font référence à l'ensemble de ce qui, au sein d'un paradigme, constitue le non-questionné, la base du raisonnement et de la vision. En partant de leur

énonciation dans Lavoie (2004), nous allons nous attarder quelque peu sur les grandes lignes de faille entre orthodoxie et hétérodoxie, puis nous soulignerons les proximités entre les approches post-keynésiennes et celles de la sociologie économique structurale (Dallery, Éloire et Melmiès, 2009), et enfin nous verrons, dans la prochaine section, comment ces principales divergences peuvent être revisitées en ce qui concerne la théorie de la firme et du marché en général, et la place de la finance en particulier.

Au sein des sciences sociales, la cohabitation entre science économique et sociologie se heurte souvent à d'importantes incompréhensions. La césure est d'autant plus marquée que l'orthodoxie économique a développé un impérialisme, réfutant toute pertinence aux autres disciplines issues des sciences humaines : dans cette perspective, la science économique devient la seule science humaine. Pourtant, la science économique n'est pas une et indivisible. Les hétérodoxies économiques laissent davantage de place à l'expression des autres sciences sociales, ce qui n'est pas pour autant signe d'une plus grande collaboration avec elles. Dans cette section et la suivante, nous essaierons de montrer que la construction de ponts entre science économique et sociologie peut s'avérer mutuellement bénéfique. Plus que des études unidimensionnelles et parallèles d'un même objet d'étude, notre compréhension des réalités socio-économiques mérite, en effet, des études pluridisciplinaires. Plus particulièrement ici, nous proposerons des pistes pour une analyse alternative de l'acteur économique, de la concurrence et du marché, à l'aune des éclairages de l'économie post-keynésienne et de la sociologie économique structurale (sociologie qui s'intéresse au fonctionnement des marchés, en utilisant l'analyse des réseaux sociaux). Cette étude aboutira alors à une théorie de la firme bénéficiant d'une double épaisseur sociale : épaisseur sociale d'abord, car, au sein de la firme, les politiques mises en œuvre dépendront des objectifs de la classe dominante parmi les différentes parties prenantes ; épaisseur sociale aussi, car le marché au sein duquel opère la firme est « socialement construit » (Steiner, 1999) et « encastré » (Polanyi, 1944), puisqu'il ne s'agit pas d'un simple mécanisme marchand mettant en relation une offre et une demande, mais bien d'un « marché tripartite »[69] (White, 1981) où la firme devient une interface entre des fournisseurs (de matières premières, de travail, de fonds) et des clients. La mise en relation théorique entre post-keynésianisme et sociologie économique structurale ne nécessite

[69] Nous parlerons aussi de « marché de production ».

pas de longs efforts délibérés, orientés vers la recherche d'une convergence à tout prix. Elle repose simplement sur la confrontation de concepts présentant d'évidentes similitudes. Cette convergence nous allons essayer de la faire apparaître en partant des travaux de Marc Lavoie (2004) pour la pensée post-keynésienne et de Harrison White (1981, 2002) pour la sociologie économique structurale.

En publiant "Where do markets come from?" White (1981) a, selon beaucoup de sociologues de l'économie, établi l'acte fondateur de la « nouvelle sociologie économique ». Dans cet article, l'intention du sociologue est clairement affichée : s'emparer d'un objet traditionnellement réservé aux économistes, à savoir le marché, et affronter le modèle dominant dans les sciences sociales, celui de l'acteur rationnel. Cette opposition au modèle de l'acteur rationnel préfigure une volonté de s'émanciper des conceptions traditionnelles, de la *doxa* de la pensée dominante. Dès lors, c'est bien à la construction d'une nouvelle représentation de l'acteur qu'aspire Harrison White. Ainsi, Post-Keynésiens et sociologues de l'économie se rejoignent, dans leurs recherches respectives, sur l'élaboration de constructions théoriques alternatives, qui ne doivent pas être réduites à la déconstruction de la théorie dominante. Simplement, elles n'en partagent pas les concepts, et se construisent en dehors d'elle.

Lavoie (2004, p. 12-22) présente les principes essentiels de l'école post-keynésienne et, plus généralement, les présupposés communs aux différentes hétérodoxies : le réalisme, le holisme, la rationalité limitée (ou procédurale), l'insistance sur la production (croissance) comme cœur de l'analyse, et une forme d'interventionnisme de l'État en économie. Ils s'opposent, de façon symétrique, aux principes véhiculés par la théorie économique néoclassique. Premièrement, la posture épistémologique fondée sur le réalisme s'oppose à celle de l'instrumentalisme que lui préfère l'orthodoxie économique, méthode consistant à n'accorder aucune valeur au réalisme des hypothèses, à partir du moment où celles-ci sont efficaces[70]. Deuxièmement, la position ontologique de type holiste, qui renvoie au fait que le tout (social ou économique) n'est pas la somme des parties, s'oppose à l'individualisme

[70] Nous illustrerons cette épistémologie par une formule, désormais célèbre, de Milton Friedman à propos de l'apparition de la monnaie : qu'importe que celle-ci ait été lancée d'un hélicoptère, si cette hypothèse permet de prédire efficacement les phénomènes économiques.

méthodologique à la base du paradigme néoclassique. Troisièmement, la rationalité limitée proche de la rationalité procédurale d'Herbert Simon (1976) adoptée par les traditions hétérodoxes, s'oppose à la rationalité parfaite de l'école néoclassique. L'*agent* économique néoclassique, ou *homo œconomicus*, diffère de l'*acteur* économique (Guerrien, 2002, p. 21). Comme souligné à de nombreuses reprises dans la littérature hétérodoxe, l'agent néoclassique « n'est qu'un automate, une machine manipulée par son environnement, et paralysée par la moindre incertitude » (Cordonnier, 1994, p. 242). Il réagit plus qu'il n'agit, caractéristique issue d'une forme d'héritage walrasien où la science mécanique semblait constituer l'aboutissement de la logique (Mouchot, 1996). Quatrièmement, l'insistance sur la production et la croissance comme centres d'une analyse hétérodoxe s'oppose à une insistance sur l'échange et la gestion de la rareté chez les orthodoxes. Cinquièmement, si les hétérodoxes semblent souvent favorables à un interventionnisme fort de l'État afin de stabiliser le fonctionnement d'une économie de marchés qui, livrée à elle-même, produirait des effets socio-économiques néfastes, le courant orthodoxe est plus mesuré à ce sujet et témoigne souvent d'une nette méfiance vis-à-vis des interventions publiques qui pourraient créer des distorsions coupables d'entraver le fonctionnement libre et optimal des marchés.

Au-delà de ces présupposés, le point de référence de l'école post-keynésienne est, historiquement, l'insistance sur l'incertitude radicale.[71] La proximité entre économie post-keynésienne et sociologie économique structurale se donne alors à voir dans leurs approches de la prise de décision en univers incertain, et dans leur conception du marché. En reprenant le concept d'incertitude radicale, tel que Keynes lui-même le mobilisait à la suite de Franck Knight (1921), les Post-Keynésiens se différencient nettement de la notion d'incertitude utilisée par les économistes néoclassiques. La sociologie économique structurale (Grossetti et Godart, 2007) s'appuie aussi sur cette notion d'incertitude radicale. La prise en compte de l'incertitude bouleverse la manière d'appréhender les phénomènes économiques et sociaux. En effet, l'agent néoclassique de l'orthodoxie qui se retrouve en situation d'incertitude connaît l'ensemble des futurs possibles, ainsi que la probabilité d'occurrence de chacun de ces futurs. Dans sa version la plus épurée, l'incertitude néoclassique renvoie à la notion de risque

[71] De cette insistance sur l'incertitude découle un rôle primordial attribué à la monnaie, au travers de la préférence pour la liquidité. L'importance de la monnaie dans l'analyse keynésienne vient aussi du caractère monétaire, par opposition à réel, des relations économiques.

plutôt qu'à celle d'incertitude. L'agent étant omniscient, l'incertitude ne renvoie donc qu'à une probabilisation du futur : ce qui n'est pas certain est risqué, mais pas incertain au sens keynésien. Lavoie (1985) développe une typologie intéressante autour de la certitude, du risque et de l'incertitude. Dans le cas de la certitude, chaque choix entraîne un résultat spécifique dont on connaît la valeur. Dans le cas du risque, chaque choix entraîne un ensemble de résultats possibles, dont on connaît la valeur ainsi que la probabilité d'occurrence qui lui est attachée. On peut ainsi calculer des espérances mathématiques ainsi que des variances[72]. Dans le cas de l'incertitude, l'ensemble des choix possibles n'est pas forcément connu, les résultats possibles ne sont pas connus de manière exhaustive, pas plus que les valeurs de ces résultats ni les probabilités qui y sont associées.

Bien évidemment, la version canonique de l'incertitude chez les néoclassiques a été amendée pour donner naissance à d'autres versions moins frustres, qu'il est possible de retrouver chez les Néo-Keynésiens par exemple. Les améliorations apportées se veulent plus réalistes. L'incertitude naît ici d'une part, du fait que les capacités de calcul des agents sont limitées, et d'autre part, du fait que les agents ne sont pas parfaitement informés. Ces deux facteurs d'incertitude renvoient à deux courants théoriques extrêmement prolifiques : la mouvance de la théorie de la rationalité limitée, et la mouvance des théories de l'information imparfaite (défaut de coordination, aléa moral, relation principal-agent, sélection adverse, opacité, etc.). Le point commun de ces approches de l'incertitude est qu'elles envisagent l'avenir comme quelque chose de déjà défini, qui est plus ou moins parfaitement connu par les agents. En ce sens, elles correspondent à un système dit ergodique (Davidson, 1982-83, 1991, 1996). Un système ergodique définit un système dans lequel le futur préexiste.[73] Ainsi, le passé révèle les futurs possibles avec une sorte de fatalité. L'activité économique est en quelque sorte préprogrammée, tout dépendant des conditions initiales. Pour les auteurs post-keynésiens, les

[72] Il est possible de faire émerger ce qu'on appelle des espérances d'utilité, ou plus prosaïquement, des espérances de gain (*cf*. Von Neumann et Morgenstern, 1944). Le raisonnement en termes d'utilité s'appuie alors sur un raisonnement en termes d'espérance d'utilité. Par ailleurs, le paradoxe de Allais (1953) soumet cette hypothèse de comportement que l'on prête aux agents à l'expérience au sein d'un jeu de loterie (univers risqué), et il en ressort que les agents économiques ne raisonnent pas à partir de ce genre de calcul maximisant l'espérance de gain. Néanmoins, l'espérance d'utilité continue à être le pivot de tout un pan de la théorie néoclassique.

[73] Le système complet des marchés walrasiens possède en lui-même cette propriété qui est que, à tout moment, l'ensemble des marchés doit être à l'équilibre, ce qui implique l'équilibre des marchés futurs ou marchés contingents (Arrow, 1953).

acteurs ignorent leur futur, non pas parce qu'ils ne sont pas capables de traiter toutes les informations disponibles (rationalité limitée), non pas parce qu'ils ne disposent pas de toutes les informations nécessaires (information imparfaite), mais pour la simple et bonne raison que le futur ne peut pas être connu à l'avance. Il n'y a ici aucune réalité préexistante : le futur ne peut pas être connu parce qu'il n'existe pas *a priori*. Le temps est historique, il n'est pas logique. L'avenir est modelé par les actions présentes et futures des acteurs. Laisser une place aux acteurs dans la détermination de leur avenir est une posture qui rompt avec cette forme de déterminisme que constitue la conception d'un avenir certes risqué, mais toujours déjà tracé. Les agents doivent « inventer ou créer le futur par eux mêmes, par leurs actions à travers des organisations existantes et qui évoluent » (Davidson et Davidson, 1984).

Et là aussi, la sociologie économique structurale s'accorde avec l'économie post-keynésienne. Ce cadre analytique du temps post-keynésien fait, évidemment, écho à nombre de sociologies contemporaines qui se sont construites contre le déterminisme social. Déterminisme fondé sur l'idée d'une société-matrice, génératrice de contraintes pesant sur un individu-agent. Bien sûr, ces contraintes existent au travers de phénomènes de reproduction et de structures sociales efficaces, mais l'articulation entre les niveaux micro et macro reste en débat, notamment lorsque la sociologie traite cette question sous l'angle de l'action, et de l'articulation entre action collective et action individuelle. À cet égard, les travaux de White sur l'économie offrent matière à réflexion. Les marchés de production sont, pour lui, des interfaces caractérisées par le fait que les acteurs cherchent à prendre une position, à la fois relative et durable. Relative, parce que cette position est interdépendante de la position des autres acteurs de l'interface (les concurrents), ce qui implique l'existence de formes de coordination au sein d'une structure de marché. Durable, parce que les producteurs n'ont pas pour but d'entrer sur ce marché, de réaliser un échange et de se retirer.

L'incertitude keynésienne, vécue au jour le jour, c'est par exemple l'incertitude sur la demande. Comment organiser sa production quand on ignore le niveau de demande qu'il faudra servir ? Cette question paralyse l'action. Pour s'en libérer, il faut anticiper sur l'avenir. Mais, dans un contexte d'incertitude, anticiper, c'est se risquer au jeu des pronostics, c'est manquer de se fourvoyer complètement sur l'avenir. Et le principe keynésien fondamental –

le principe de la demande effective – fait reposer l'évolution de l'économie sur cette anticipation de la demande : c'est la demande qui gouverne l'offre. L'économie est régie par cette simple mise en relation de ce que les acteurs économiques pensaient et espéraient de l'avenir, et de ce que l'avenir a été *a posteriori*. C'est bien la mesure dans laquelle les anticipations (et objectifs) des acteurs se sont vues réalisées qui détermine le cours de l'économie.

Cette réflexion n'est pas étrangère aux travaux de White puisque l'offre, qui est au centre de son modèle, est avant tout le reflet de l'évaluation qui en est faite par les clients : « la qualité est dans l'œil des acheteurs » (White, 1981). C'est, en quelque sorte, la demande qui valide l'offre. Et la firme ajuste ses décisions en matière de coûts de production en fonction de la rencontre de ses choix précédents avec la demande. Les choix des firmes, basés sur des anticipations de demande, sont sanctionnés, positivement ou négativement, par la réalisation effective de cette demande.

Il faut donc aux entrepreneurs des guides pour l'action, des bases sur lesquelles fonder leurs anticipations, et cela d'autant plus qu'ils prennent des décisions cruciales, au sens où elles impliquent des conséquences sur lesquelles il ne sera pas aisé de revenir, et qu'elles impriment des directions qui peuvent s'avérer définitives.[74] La première d'entre elles réside évidemment dans l'observation des périodes passées. L'entrepreneur suit des conventions et reproduit son comportement, en l'absence de contre-indications assurées : la « convention consiste essentiellement […] dans l'hypothèse que l'état actuel des affaires continuera indéfiniment à moins qu'on ait des raisons définies d'attendre un changement » (Keynes, 1936, [2005, p. 167]). Mais, supposer que les acteurs ne font que reproduire leurs comportements passés induit une inertie qui ne suffit pas à caractériser pleinement l'action socioéconomique dans toute sa diversité. Ne se fonder que sur le passé, c'est aussi supposer que l'avenir ressemblera toujours au passé, c'est-à-dire que l'on se pose dès lors dans un processus ergodique. Or, les conventions sont susceptibles d'être modifiées, souvent

[74] *Cf.* Davidson (1996) sur la place des décisions cruciales et de la fonction d'entrepreneur dans un univers non-ergodique.

brusquement.[75] Pour faire face à l'incertitude, les acteurs utilisent d'autres guides que la seule observation du passé, comme l'ancrage dans le collectif. Les acteurs s'observent, et interagissent dans leurs processus décisionnels pour se situer par rapport aux autres participants au marché.

Au final, tout désigne le marché comme endroit où hétérodoxie et orthodoxie se confrontent. À la suite de Lavoie (2004) ou Postel, Rousseau et Sobel (2009) dont nous empruntons ici certains éléments, nous proposons une opposition entre orthodoxie et hétérodoxie (voir tableau n°1.1). L'orthodoxie s'intéresse aux marchés d'échange quand l'hétérodoxie se penche sur des marchés de production. Pour les premiers, la production n'est qu'une étape (la première), une circonstance dans le processus de l'échange. Pour les seconds, c'est l'échange qui constitue une étape (la dernière), une circonstance dans le processus de la production. L'hétérodoxie retrouve alors les classiques avec la prééminence de la production. Selon le paradigme retenu, le rôle de la firme sur son marché ne sera pas le même, et cela d'autant plus que l'incertitude pèsera dans un cas et pas dans l'autre. Le second grand point de divergence entre les conceptions orthodoxe et hétérodoxe du marché touche au caractère réel ou monétaire du marché. Si, pour l'orthodoxie, l'analyse s'opère sur des marchés d'échanges réels, pour l'hétérodoxie, elle se fait sur des marchés monétaires de production.

Les conflits ne sont pas arbitrés de la même manière. Chez les orthodoxes, conformément à la visée entretenue par la science économique, il n'y a que des conflits économiques, des conflits sur les choses,[76] conflits dont la résolution émerge par les incitations orientant les volontés dans un système de prix : on parle de mécanismes de coordination entre individus. Pour les hétérodoxes, conformément à la visée de l'économie politique et à sa « métaphysique des

[75] Ainsi Keynes (1936, [2005, p. 169]), parlant de la convention d'évaluation des actions sur les marchés financiers, écrit :

> « Une évaluation conventionnelle, fruit de la psychologie de masse d'un grand nombre d'individus ignorants, est exposée à subir des variations violentes à la suite des revirements soudains que suscitent dans l'opinion certains facteurs dont l'influence […] est en réalité assez petite. Les jugements manquent en effet des racines profondes qui leur permettraient de résister solidement. Dans les périodes anormales notamment, lorsque l'hypothèse de continuation indéfinie de l'état actuel des affaires est moins plausible que d'habitude, même s'il n'y a pas de raison formelle de prévoir un changement déterminé, le marché se trouve exposé à des vagues d'optimisme et de pessimisme irraisonnées, mais après tout compréhensibles en l'absence d'une base solide de prévision rationnelle. »

[76] Lordon (2008b), à la suite de Marx, parle de l'économique pour désigner les rapports des Hommes aux choses, et du politique pour désigner les rapports des Hommes entre eux.

luttes » (Lordon, 2006), les conflits sont aussi politiques, ce sont des conflits entre Hommes. La résolution de ces conflits ne s'effectue pas par l'incitation, mais par l'imposition : on parle alors de mécanismes de subordination par lesquels des individus forcent d'autres individus à s'ajuster, contraignant ainsi l'exercice de leur volonté. La notion d'équilibre s'en trouvera alors affectée, puisqu'à l'équilibre général (harmonie des volontés) et final (fin de l'Histoire) de l'orthodoxie, se substitue un équilibre particulier (imposition par la force, physique ou systémique, d'une volonté) et temporaire (forces de résistance amenant des changements institutionnels qui renversent le cours de l'Histoire) dans l'hétérodoxie. Toutes ces différences nous conduisent à présenter maintenant la théorie post-keynésienne de la firme, au sein d'un marché monétaire de production, concept qui mobilise, à divers degrés, les éléments constitutifs du paradigme hétérodoxe tels que nous venons de les présenter.

Tableau n°1.1 : Éléments d'opposition orthodoxie/hétérodoxie[77]

	Orthodoxie	*Hétérodoxie*
Vision de l'économie	Économie de marché	Capitalisme
Étage de la discipline	Théorie pure (science économique)	Économie politique
Épistémologie (rapport aux faits)	Instrumentalisme (déductivisme logique)	Réalisme (inductivisme historique)
Ontologie	Individualisme	Holisme
Zone d'étude privilégiée	Échange	Production
Rôle de la monnaie	Économie réelle	Économie monétaire
Statut de l'avenir	Risque	Incertitude
Mode de décision	Rationalité substantive	Rationalité procédurale
Mise en compatibilité des actions	Coordination par les prix (mécanismes d'incitation)	Ajustement (mécanismes de contrainte)
Rôle de la concurrence	Allocation optimale des ressources	Allocation des contraintes
Nature de l'équilibre	Général et final	Particulier et temporaire

[77] Ce tableau est une adaptation libre et un développement de ce que l'on peut trouver dans Lavoie (2004, p.12).

1.4.3. Finance et firme dans la théorie post-keynésienne : économie monétaire de production et rapports de force

À partir des éléments que nous venons de détailler sur les présupposés hétérodoxes, il est possible de bâtir une théorie de la firme qui s'insère dans un marché monétaire de production. Pour y parvenir, nous devrons d'abord revenir sur la définition de la firme de Jensen et Meckling (1976) pour montrer en quoi une version post-keynésienne de la firme rompt avec leur définition. Puis, nous illustrerons cette théorie avec l'exemple de la détermination des prix, et des rapports de force qui la sous-tendent. Mais avant de présenter cette théorie de la firme, nous devons élaborer davantage notre conception du marché, et pour cela, nous devons poursuivre le dialogue avec la sociologie économique structurale représentée par Harrison White.

Tout d'abord, il convient de lever le voile sur quelques confusions répandues, notamment au sein de la science économique, quant à la définition du marché. Pour beaucoup d'économistes, le marché est réductible à l'échange, et la question de la coordination sur un marché se réduit à celle de l'ajustement par les prix, ajustement menant inéluctablement à l'équilibre concurrentiel. En postulant ainsi que la coordination ne vient pas du marché mais des prix, les économistes walrasiens se condamnent à ne s'intéresser qu'à « la loi du marché », celle de l'offre et de la demande. Sous la bannière sacrée de cette loi, se cache un super-agent sans lequel aucune explication de la genèse des prix, ni non plus de la coordination, n'est possible : le commissaire-priseur walrasien. Ce dernier régente tous les échanges auxquels procèdent offreurs et demandeurs qui se rencontrent en un lieu (souvent virtuel), le marché. Le commissaire-priseur n'autorise les transactions que lorsque l'équilibre entre offre et demande est atteint, c'est-à-dire lorsque son processus de tâtonnement sur le prix lui permet de fixer le prix d'équilibre pour lequel offre et demande s'ajustent.

Une telle conception n'est pas conforme à la représentation post-keynésienne de l'activité économique. Nous avons déjà précisé que les entreprises agissent dans un temps historique : il existe donc des transactions indépendamment de l'existence ou non d'une situation d'équilibre du marché. C'est même la continuité des transactions qui donne naissance à ce qu'on appelle

un marché. Pour que les marchés existent, il faut, selon Frederic Lee (2010, à paraître), qu'existent des transactions continues et séquentielles. Le marché n'est plus alors un lieu d'équilibrage des offres et des demandes par un prix. Comme le synthétise Dugger (1996), le marché est un processus par lequel la société répond à des besoins et désirs, par l'intermédiaire de l'usage de ressources et de processus productifs, et à travers un processus de justification, le tout indépendamment d'un équilibre ou non entre les offres et les demandes. Toute firme qui désire entrer sur un marché, doit avant tout annoncer un prix, et ensuite s'engager dans un processus transactionnel afin de réaliser des ventes. C'est le prix qui donne naissance à un marché, et non l'inverse. Pour les Post-Keynésiens, contrairement à l'analyse néoclassique où les entreprises sont dites *price-takers*, les firmes se voient attribuer des marges de manœuvre (plus ou moins importantes) pour fixer leurs prix : elles sont *price-makers*.[78] Les acteurs ne subissent pas la loi du marché à travers la concurrence par les prix, ils en sont les constructeurs. Ce que White résume bien, lui aussi, par cette formule : sur un marché, les producteurs « font le marché autant qu'ils s'y insèrent ».

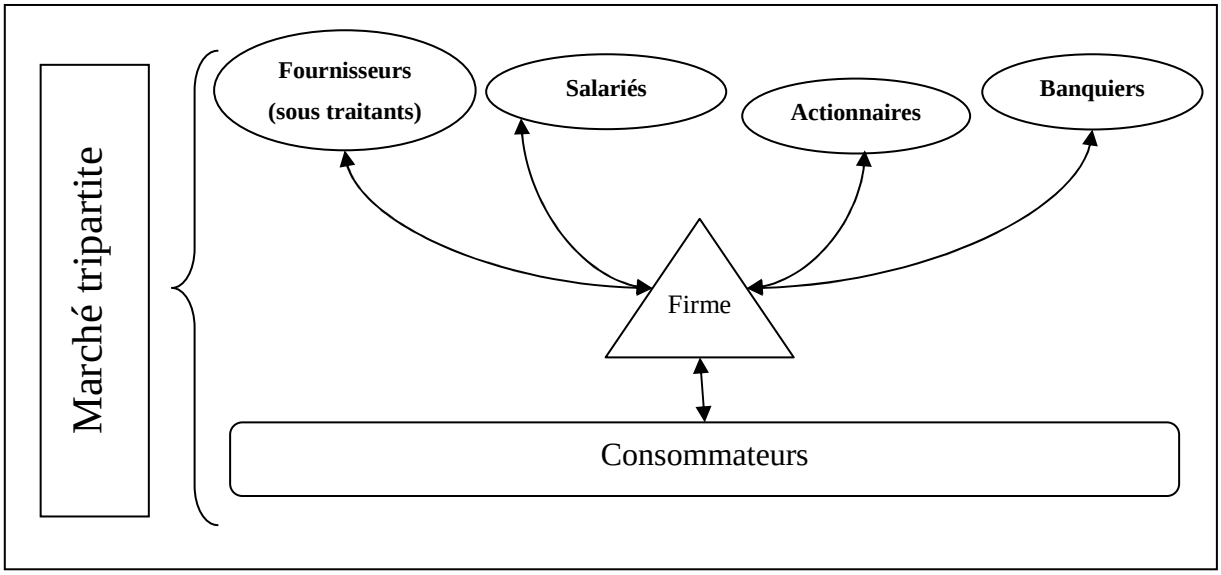
À rebours de la conception néoclassique du marché comme un espace d'échanges basés sur des variations de prix, Harrison White propose une conception du marché comme un espace de production, basé sur des relations faisant de la firme une interface entre les participants au marché situés en amont (fournisseurs) et ceux situés en aval (consommateurs).[79] Le marché devient alors tripartite : ce n'est plus le jeu de l'offre et de la demande qui opère, mais des interrelations plus complexes, des interdépendances entre acteurs participants au marché ainsi étendu. L'échange n'est plus le résultat d'une simple transaction contractualisée par l'intermédiaire du prix, mais il devient l'aboutissement d'un processus de production impliquant à la fois les fournisseurs et les consommateurs. À la suite de cette approche, nous reprenons la conception du marché tripartite faisant de la firme une interface entre

[78] L'opposition entre *price making* et *price taking* rejoint l'opposition soulignée par Lavoie (2004) entre les centres d'analyse hétérodoxe (la production) et orthodoxe (l'échange). Ainsi, le *price making* indique bien des prix de production quand le *price taking* indique plutôt des prix d'échange, des « indices de rareté » (Lavoie, 2004, p. 14).

[79] Perroux (1973, p. 18) serait, nous semble-t-il, parfaitement en accord avec cette vision puisqu'il affirme : « L'entreprise est dans un réseau, vers l'amont et vers l'aval, d'informations, de pouvoirs et de contrepouvoirs. » Plus loin (p. 20), il critique l'économie dominante comme étant incapable de traiter sérieusement du concept de pouvoir : « Le pouvoir est banni d'une théorie courante de l'économie *assimilée à une théorie du marché*. » Tant que le marché est conçu comme un simple mécanisme d'échange, cette affirmation est vraie, mais si nous nous autorisons, comme nous venons de le faire, à considérer le marché comme un espace de production, le pouvoir réinvestit le champ de l'économie par le jeu des rapports de force et des reports de contraintes.

fournisseurs et consommateurs, et nous l'étendons afin d'intégrer une multitude de fournisseurs possibles. Si chez White, les fournisseurs doivent avant tout être perçus comme des fournisseurs de matières premières, nous proposons ici une représentation bien plus large de ces fournisseurs où, outre les fournisseurs de matières premières, peuvent aussi être considérés comme fournisseurs, les salariés qui fournissent leur force de travail à la firme, et les financiers (banquiers et actionnaires) qui fournissent des capitaux à la firme. Même s'il n'apparaît pas explicitement dans ce cadre du marché tripartite, l'État demeure un acteur important de par les protections qu'il peut apporter à différentes catégories d'acteurs, les réglementations qu'il impose concernant les relations entre acteurs, les interventions directes qu'il effectue sur le marché en tant que producteur de biens et services. Dès lors, il est possible d'offrir une représentation de ce marché tripartite et de la firme comme une interface (cf. schéma n°1.2).

Schéma n°1.2 : Le marché tripartie et la firme comme interface



Au sein de ce marché tripartite, la firme subit des pressions venant de toutes parts. Comme dans la tradition néoclassique, la firme est exposée, par l'intermédiaire des consommateurs qui exercent des pressions pour accroître leur satisfaction (leur rapport qualité/prix), à la concurrence des firmes présentes sur le même segment de production. Mais, l'avantage de cette représentation du marché comme une interface de production, c'est qu'elle permet

d'intégrer les pressions venant des fournisseurs de capitaux (les actionnaires et les banquiers), des salariés et des fournisseurs de matières premières (sous-traitants). Dès lors, il est clair que la firme opère dans un environnement plus incertain encore. La multiplication de ces interactions avec différentes catégories d'acteurs sur-impose des zones d'incertitude là où la théorie néoclassique postulait des relations contractuelles. La représentation de la firme et de son marché que nous venons de proposer peut, par certains aspects, nourrir une forme de similarité avec les idées de Jensen et Meckling (1976), ou celles de Freeman concernant la théorie des parties prenantes (Freeman, 1984 entre autres). Ainsi, Jensen et Meckling avancent nombres de points sur lesquels un accord est envisageable. Pour les citer fidèlement, nous reproduisons ici un long extrait de leur article (Jensen et Meckling, 1976, p. 311) :

> « The private corporation or firm is simply one form of legal fiction which serves *as a nexus for contracting relationships and which is also characterized by the existence of divisible residual claims on the assets and cash flows of the organization which can generally be sold without permission of the other contracting individuals.* While this definition of the firm has little substantive content, emphasizing the essential contractual nature of firms and other organizations focuses attention on a crucial set of questions - why particular sets of contractual relations arise for various types of organizations, what the consequences of these contractual relations are, and how they are affected by changes exogenous to the organization. Viewed this way, it makes little or no sense to try to distinguish those things which are "inside" the firm (or any other organization) from those things that are "outside" of it. There is in a very real sense only a multitude of complex relationships (i.e., contracts) between the legal fiction (the firm) and the owners of labor, material and capital inputs and the consumers of output.
>
> Viewing the firm as the nexus of a set of contracting relationships among individuals also serves to make it clear that the personalization of the firm implied by asking questions such as "what should be the objective function of the firm", or "does the firm have a social responsibility" is seriously misleading. *The firm is not an individual.* It is a legal fiction which serves as a focus for a complex process in which the conflicting objectives of individuals (some of whom may represent other organizations) are brought into equilibrium within a framework of contractual relations. In this sense the "behavior" of the firm is like the behavior of a market; i.e., the outcome of a complex equilibrium process. »

Nous suivons parfaitement Jensen et Meckling lorsqu'ils avancent que la politique suivie par une firme résulte d'objectifs conflictuels portés par des individus ou groupes d'individus concurrents. Mais là où nous nous démarquons, c'est sur le processus qui débouche sur la politique de la firme. Pour ces spécialistes de l'agence, c'est évidemment le contrat entre parties consentantes qui va permettre de résoudre les conflits entre catégories d'acteurs, et d'atteindre un équilibre. On a ainsi un parallèle entre le domaine de la production (la firme), où la coordination est réalisée par le contrat, et le domaine de l'échange où la coordination est assurée par les prix : la logique commune à la coordination par le contrat et par le prix réside dans le paradigme de l'incitation.

Selon nous, la politique d'une firme ne sera pas le résultat de contrats entre parties prenantes, mais elle sera le résultat d'effets de domination entre catégories. L'ajustement par les rapports de force se substitue à la coordination par le contrat. La politique de la firme n'entérine donc un équilibre, que dans le sens d'un « équilibre » des rapports de force. Il y a équilibre non pas parce que toutes les parties en présence sont satisfaites et qu'aucune force pour le changement n'existe. Mais il y a équilibre au sens particulier où les forces pour le changement ne peuvent s'exprimer du fait de leur domination par d'autres forces plus puissantes, ou pour une raison plus paradoxale, qui est que ces forces pour le changement peuvent s'annuler entre elles. De par sa position d'interface entre les consommateurs et la multitude de fournisseurs, la firme et ses managers sont au cœur des mécanismes de domination, mais ils sont aussi les acteurs de toute une série de reports de contraintes. Les interrelations entre catégories d'acteurs ne répondent plus à une logique de coordination par ajustement d'une variable (le prix dans une économie d'échange), mais ces interrelations sont régies par un ajustement des catégories dominées au « prix » imposé par les dominants. Selon les rapports de force existants, et les stratégies managériales, la firme pourra transférer le coût de l'ajustement d'une catégorie d'acteurs à une autre. La firme est finalement une entité collective qui reçoit et distribue des contraintes de et parmi les catégories d'acteurs qui la composent et qui interviennent sur son « marché de production ». Ce type d'équilibre, qui renvoie plus à un équilibre des forces qu'à un équilibre des volontés, est non seulement valable au niveau de la firme, mais, comme nous le verrons au chapitre quatre, il est possible de considérer l'équilibre macroéconomique sous le même angle.

Afin de mieux saisir les mécanismes en jeu, nous proposons ici un exemple de ces reports de contrainte opérés par les firmes, qui contraignent les autres parties prenantes à s'ajuster, en nous intéressant à la détermination des prix. La décision en matière de fixation de prix est inséparablement liée au « projet initial de l'entreprise » (i.e., un ensemble de critères : produit, qualité, capacité de production, localisation géographique,…) et à la stratégie mise en œuvre pour le réaliser. Dans cette perspective, le prix reflète moins la rareté que les coûts de réalisation engagés pour ce projet d'entreprise. Autrement dit, les prix sont fixés avant toute transaction, ils n'ont pas vocation à équilibrer l'offre et la demande de marché ni à maximiser les profits, mais à fournir les fonds nécessaires à la reproduction dans le temps de la firme et de ses objectifs. Les Post-Keynésiens développent une théorie de la fixation des prix adaptée à cette situation qui repose sur « le principe du calcul de coût ou *cost-plus* » (Lavoie, 2004, p. 44) : le prix résulte de l'ajout d'une marge de profit à une mesure du coût unitaire, par exemple le coût unitaire direct[80] :

$$p = (1+\theta)CUD \tag{1.2}$$

Le fait de poser que le prix se compose des deux éléments de coût et de marge revient à considérer que sa fixation est conditionnée par trois types de rapports interdépendants avec, premièrement les fournisseurs (travail, matières premières, capitaux), deuxièmement les acheteurs, troisièmement les pairs/concurrents :

- *du rapport avec les fournisseurs* dépend le montant des coûts (matières premières et masse salariale principalement) : plus le pouvoir économique ou symbolique de négociation est important plus les coûts pourront être réduits (par rapport aux concurrents) et plus les prix pourront être fixés bas ou plus les marges pourront être élevées. Mais du rapport aux fournisseurs de capitaux dépend aussi le niveau de la marge de profit qui intéresse les actionnaires (distribution de profits) et les banquiers (crédits nouveaux, et recouvrement des dettes). Toutes choses égales par ailleurs, plus les apporteurs de capitaux sont puissants, plus la marge devra être

[80] Il existe différentes procédures de fixation des prix chez les Post-Keynésiens : le *mark-up*, le *full cost*, le *target return pricing* (Lavoie, 2004, p. 44 et suivantes). Mais toutes reposent sur l'ajout d'une marge à une mesure des coûts. Ces procédures ne diffèrent pas sur le principe, mais sur la manière de calculer la marge et/ou sur les coûts à prendre en compte.

importante (soit par « gourmandise » pour des actionnaires qui réclament plus de profit, soit par prudence pour des banquiers qui ne prêtent qu'aux « riches »).

- *du rapport avec les acheteurs* dépend la sanction positive ou négative de la demande agrégée ; ainsi, le taux d'utilisation de ses capacités productives indique à la firme si la niche de qualité qu'elle occupe et la marge de profit qu'elle a déterminée en accord avec son projet d'entreprise sont viables ou non. À court terme, la demande ne détermine pas tant le prix (la marge) que le taux d'utilisation des capacités. Aussi, si la sanction de capacités inutilisées peut inciter la firme à réviser sa politique de marge et de prix à moyen terme, il n'en reste pas moins que ses marges de manœuvre sont restreintes, et que la sanction de la demande porte sur le projet d'entreprise dans son ensemble, sur l'ampleur de ses capacités de production plus que sur ses prix. Pour le dire autrement, la demande ne détermine pas la *marge* de profit de l'entrepreneur, mais le *montant* de ses profits.
- *du rapport avec les pairs/concurrents* dépend l'espace des possibles, c'est-à-dire la fourchette de prix au sein de laquelle il est raisonnable de se situer eu égard au produit proposé.[81] White (1981, 2002) insiste sur le fait que les producteurs construisent collectivement l'échelle de qualité au sein de laquelle ils se distribuent. Les Post-Keynésiens insistent davantage sur la construction collectivement conditionnée des prix. La construction collective de la *qualité* est liée, chez White, au fait que les producteurs s'observent entre eux. Le verbe « observer » prend ici un sens large : on s'observe certes pour mieux s'imiter, se copier ; mais on le fait aussi pour mieux se démarquer, se différencier des autres, cultiver son originalité et se positionner dans l'interface. L'observation crée donc le conformisme, l'inertie, la reproduction ; mais est tout autant porteuse d'innovation, de nouveauté, de changement, de singularité (Karpik, 2007). La construction collective des *prix* renvoie, chez les Post-Keynésiens, au fait que les entreprises s'observent et se suivent (Lavoie, 2004, p. 50). Une hiérarchie est établie entre entreprises leaders (du fait de leur pouvoir économique ou de leur pouvoir symbolique offert par leur capital culturel) et entreprises dominées ou

[81] Ce rapport avec les pairs/concurrents se retrouvera plus tard au travers de la frontière d'opportunité (Wood, 1975), ou contrainte concurrentielle, qui sera à la base de notre représentation de la firme dans le prochain chapitre.

> suiveuses. À l'origine, les leaders établissent leur prix « librement », indépendamment des autres firmes, et la marge qui en découle les satisfait pleinement compte tenu de leurs autres contraintes. Les entreprises dominées sont par contre forcées de suivre le mouvement initié par les leaders et elles s'alignent alors sur leur prix, quitte à rogner sur leurs marges pour suivre le prix des leaders. La survie à long terme des entreprises dominées dépendra alors de leur capacité à mieux maîtriser leurs coûts pour mieux coller à la marge des entreprises leaders, ou à migrer vers une autre niche de qualité en proposant un autre produit.

Dès lors, il apparaît clairement que les rapports qu'entretient la firme avec les trois différentes parties (acheteurs, fournisseurs, pairs/concurrents) sont mutuellement conflictuels. Il faut en quelque sorte choisir lequel de ces rapports/objectifs doit primer sur les deux autres (Dallery et van Treeck, 2010). Si la satisfaction des acheteurs est le premier objectif de la firme, elle devra s'efforcer d'offrir la meilleure qualité au meilleur prix. Cela supposera d'obtenir une qualité en accord avec son prix, et d'augmenter la qualité pour un prix donné (augmentation des coûts et réduction de la marge). Si l'objectif premier de la firme est la réalisation de la qualité, et la reconnaissance de ses pairs, elle favorisera le rapport avec ses fournisseurs (de matières premières et de travail), quitte à ce que cela se fasse au détriment de l'acheteur (prix élevé eu égard à la qualité jugé par le client agrégé), ou d'elle-même (marge faible pour coller au jugement de l'acheteur agrégé). Si, enfin, la firme entre dans une logique de compétition dans son rapport avec ses pairs/concurrents, cela pourra se faire au détriment des fournisseurs (pression sur les prix transférée sur les coûts ; pression sur les salaires et les conditions de travail) et, à l'avantage de l'acheteur, éventuellement (logique contradictoire entre baisse du prix et baisse de la qualité).

La résolution concrète de ces conflits supposera d'atteindre un compromis entre les différentes parties prenantes et les tensions qu'elles génèrent sur les différentes composantes de prix, de marge et de qualité. Le compromis atteint dépendra certes de l'adoption d'une cible particulière que la firme désire poursuivre en faveur d'une partie prenante, mais il dépendra aussi du pouvoir de négociation des différentes parties prenantes. Or ce pouvoir de négociation a beaucoup à voir avec des dimensions plus macroéconomiques. Les rapports de

force entre firme et salariés dérivent de l'importance du chômage et de la conjoncture économique, le pouvoir de la firme sur ses salariés se renforçant en période de chômage élevé. Les rapports entre firme et sous-traitants sont affectés par la mondialisation, entendue ici comme une extension de la concurrence entre sous-traitants à l'échelle mondiale. La libéralisation des échanges, l'augmentation de la productivité dans les pays étrangers, et l'abaissement des coûts de transport compriment alors le pouvoir de négociation des sous-traitants face à une firme en position monopsonistique. Les rapports entre firme et consommateurs se ressentent également de la mondialisation, qui exacerbe, en apparence, la concurrence entre firme au profit des consommateurs. Les rapports entre firme et apporteurs de capitaux sont bien évidemment modifiés en profondeur par la financiarisation, qui fragilise l'autonomie des firmes (et des managers) par rapport aux exigences actionnariales et bancaires.

Au final, il faut bien mesurer que ces rapports de force ne sont pas des rapports bilatéraux, étanches les uns par rapport aux autres. Si la position de la firme par rapport à la finance et aux apporteurs de capitaux se dégrade, l'ensemble des autres parties prenantes pourra être touché par des reports de contrainte opérés par la firme. La contrainte de rentabilité pesant sur la firme n'est pas un problème qui ne concerne que le management de cette firme. Les répercussions se diffusent aux autres parties prenantes du marché tripartite, puisque la firme transfère la charge de l'ajustement à des « tiers », qui peuvent être les salariés (pression sur les salaires), les sous-traitants (pression à la baisse sur leurs prix), ou les consommateurs (pression sur la hausse des prix, ou sur la baisse de la qualité), selon la position de force que ces « tiers » occupent vis-à-vis de la firme.

À l'inverse de la théorie néoclassique, nous soutenons que la firme ne vise pas que le profit. Admettre que l'objectif des firmes est la maximisation du profit, et rien d'autre, c'est reconnaître que l'objectif des firmes *est* et *doit être* orienté en faveur des actionnaires, d'une catégorie spécifique d'acteurs liés à la firme. Derrière ce qui semble une reconnaissance d'une réalité objective (la firme poursuit le profit), il y a aussi une dimension normative (la firme doit poursuivre le profit), car c'est en se comportant de cette manière qu'elle permet d'agir pour le bien-être général et qu'elle permet la réalisation de l'équilibre général. La firme est un

objet de propriété, une simple marchandise, elle doit être gérée dans le sens de l'intérêt des propriétaires, elle doit être valorisée au mieux grâce à la poursuite du profit. C'est un peu le mouvement qui a initié la construction des marchés financiers : *i)* la firme managériale n'est pas un objet de propriété où le propriétaire est puissant, *ii)* elle n'est donc pas gérée efficacement, *iii)* il faut instaurer un propriétaire fort pour améliorer sa gestion, *iv)* l'entreprise doit devenir un objet, une marchandise détenue par un propriétaire, *v)* il faut alors construire la « liquidité de la firme » (Aglietta et Rebérioux, 2004), c'est-à-dire un marché sur lequel cette marchandise peut être vendue.[82] Dès lors, si son bien est mal géré, le propriétaire, s'il est vendeur, risque de ne pas pouvoir le vendre à bon prix, ou il risque, sans être vendeur, de voir la valeur de son bien chuter. Les marchés financiers, en faisant de la firme un objet de propriété, ont vocation à favoriser le point de vue de l'actionnaire, c'est-à-dire la réalisation des profits.

Mais, à notre sens, il faut refuser toute théorie positive réduisant la firme à un objet de propriété ne visant que l'intérêt de son propriétaire. La firme est en réalité une institution qui fait intervenir une pluralité d'acteurs aux objectifs différents. Au-delà du constat positif de cette pluridimensionnalité des objectifs de la firme, nous suivons Berle et Means (1933) ou Aglietta et Rebérioux (2004) pour affirmer une vision normative de la firme où le pouvoir doit être « finalisé ». Le pouvoir ne doit pas être utilisé en faveur de ceux qui en disposent (actionnaires ou managers), mais en faveur de ceux qui en sont affectés (salariés) : il faut « donner au pouvoir une fin distincte de l'intérêt de ses détenteurs » (Aglietta et Rebérioux, 2004, p. 349). Or, l'affirmation de la propriété de l'actionnaire sur l'entreprise relève de la logique exactement inverse. Une bonne gouvernance de la firme n'est donc pas une gouvernance par la propriété, mais une gouvernance collective qui tient compte de la firme comme institution : à la manière d'un État, la firme doit se gouverner par l'exercice d'un pouvoir qui se fait en faveur de ceux qu'il affecte.

[82] La même logique gouverne la construction de marchés pour gérer efficacement l'environnement.

1.5. Conclusion

Au cours de ce chapitre, nous avons d'abord rappelé un certain nombre de faits stylisés concernant le capitalisme de ces trente dernières années. En particulier, nous avons centré notre analyse sur le passage du Fordisme au capitalisme contemporain, en tentant d'expliquer politiquement et théoriquement les raisons de ce changement de régime, et en présentant cette évolution comme un processus de remise au centre du jeu économique des logiques financières.

Ensuite, notre propos a été de souligner la cyclicité des formes de capitalisme dans l'Histoire, selon les vagues de libération et de ré-encastrement de la finance, pour montrer en quoi la financiarisation n'est pas une logique nouvelle, mais relève d'une tendance profonde du capitalisme. Nous avons donc emprunté un détour par l'histoire, détour qui s'est développé selon deux chemins étroitement liés. Le premier a consisté à survoler l'histoire de nos sociétés occidentales en rapprochant le développement économique du désencastrement de la sphère économique par rapport à la sphère sociale. Le second s'est intéressé à un autre désencastrement, celui de la finance par rapport à l'économie « réelle ».

Dans un troisième temps, nous avons établi les liens théoriques entre la finance et la firme au sein des paradigmes néoclassique et post-keynésien. Au sortir de ce parcours, nous avons repris et étendu une théorie de la firme comme interface au sein d'un marché tripartite. Ce passage par la sociologie économique structurale de Harrison White offre une alternative à la représentation de la firme comme un ensemble de relations contractuelles. La mise en relief de conflits d'intérêt et de rapports de force donne alors corps à une représentation réellement institutionnelle de la firme. Cette conception de la firme, et de son environnement, permet aussi de rompre avec le mythe de la coordination des agents sur un marché d'échange par ajustement des prix, pour lui substituer la réalité d'un ajustement des acteurs sur un marché de production par exercice de rapports de domination et de reports de contrainte.

Pour schématiser à outrance, la firme n'a à prendre « que » ces quelques décisions. Elle doit décider de la qualité du produit qu'elle va offrir, de la manière de produire ce bien, de la quantité qu'elle va en offrir, et finalement du prix auquel elle désire vendre sa

production (tout cela étant lié à des décisions d'investir par des relations de co-détermination). Pour toutes ces questions, les réponses sont largement dépendantes du chemin parcouru par la firme. Pour des firmes déjà installées, ces questions ne se posent que dans une perspective dynamique de modification des réponses apportées par le passé. Pour le dire en termes plus savants, les décisions des firmes sont empreintes d'importants phénomènes d'hystérésis. Une firme peut difficilement changer les caractéristiques qualitatives de son produit pour se tourner vers un autre secteur qu'elle juge plus profitable. La manière de produire dépend aussi beaucoup des choix technologiques qui ont été faits par le passé. De même les quantités offertes ne peuvent être radicalement augmentées du fait de la limite des capacités productives, fixée par les investissements passés. Le prix est aussi sujet à une dépendance élevée aux prix passés. Pour le modifier, la firme doit pouvoir justifier ces changements soit par des améliorations qualitatives, engageant des coûts supplémentaires et des modifications techniques, soit par des chocs inflationnistes exogènes (coûts des matières premières), soit, et c'est là que la question de la légitimité se repose, par une augmentation de la marge visant à satisfaire les propriétaires de la firme.

Dans une perspective résolument dynamique, ces questions adressées aux firmes se résument à une double dimension : l'accumulation et la distribution. Ce qui détermine la capacité de la firme à fournir une production donnée (quantitativement et qualitativement), ce sont les conditions techniques dans lesquelles la firme opère cette production. Ces conditions sont à leur tour déterminées par le rythme et la forme de l'accumulation du capital décidée par la firme. Accumuler du capital, c'est à la fois, pour reprendre des termes marxistes, élargir et approfondir le capital. Autrement dit, la firme peut augmenter ces capacités de production, agrandir ses usines, s'implanter sur de nouveaux marchés : c'est l'élargissement du capital qui implique une augmentation du profit réalisé par augmentation du volume de la production. Mais la firme peut aussi réorganiser son processus de production, modifier les technologies employées, accroître l'intensité capitalistique de la production en évinçant le facteur travail : c'est l'approfondissement du capital qui assure un profit supplémentaire à périmètre constant, à taille donnée donc, par réduction des coûts par unité de valeur, et non par augmentation des quantités vendues.

Néanmoins, et quelle que soit sa forme, l'accumulation du capital requiert un financement. Ce financement amène à considérer la seconde dimension de la firme dynamique, à savoir la distribution. Au travers de sa décision de prix, la firme détermine la répartition de la richesse, puisqu'elle fixe la part de la valeur ajoutée qui échoie aux profits (la marge), et la part de cette valeur ajoutée qui revient au travail. Ce partage joue un rôle primordial dans la création du montant des profits, puisque, en connaissant la marge, il ne reste qu'à connaître le volume de l'activité (la capacité de la firme à vendre ses produits) pour connaître le montant des profits. Si le financement de l'accumulation peut revêtir trois formes différentes (autofinancement, endettement et émission d'actions), toutes ont un lieu direct avec ce montant des profits : l'autofinancement parce qu'il consiste à conserver une partie du montant des profits réalisés, l'endettement parce que la réalisation de profits sécurise le prêteur et l'emprunteur, l'émission de titres parce que les profits sont les gages de la rentabilité de la firme, donc de l'investissement en actions.

Finalement, accumulation et répartition sont enchaînées dans une danse où l'une renforce l'autre, qui en retour incite à nouveau la première. La réalisation de profits est initialement nécessaire à l'accumulation, puis l'accumulation renforce la profitabilité, par accroissement du volume d'activité, par augmentation de la productivité ou par réduction des coûts. Cette augmentation de la profitabilité renforce alors l'incitation à accumuler, alimentant à nouveau les profits,… . Ce que nous retrouvons ici, c'est ni plus ni moins la définition de la dynamique capitaliste de Castoriadis citée plus haut : « [c]e n'est pas l'accumulation comme telle, mais la transformation continue du processus de production en vue de l'accroissement du produit combiné à une réduction des coûts qui est l'élément décisif » (Castoriadis, 1996, [2009], p. 88). Cette définition donne finalement à voir la logique du capitalisme comme une « extension illimitée de la maîtrise rationnelle » (*ibidem*, p. 90), soulignant ainsi d'une part le côté pathologique de l'accumulation du capital par son caractère « illimité » (Dostaler et Maris, 2009), et d'autre part, la place prise par la raison et la recherche calculée de « l'économie » (au sens de la définition formelle de l'économie : faire le plus avec le moins) dans des domaines toujours plus nombreux.

La théorie de la firme que nous venons d'esquisser, et son environnement de marché que nous avons dépeint dans ce chapitre, sont maintenant à repositionner dans la problématique plus spécifique de la financiarisation. Ce processus de réaffirmation des logiques financières engendre des modifications profondes dans les deux grandes dimensions de la firme (accumulation et distribution), mais aussi, dans le fonctionnement des marchés tripartites et l'exercice des rapports de force. Ce sont ces ruptures que nous allons analyser dans le chapitre suivant.

Chapitre Deux : Théories post-keynésiennes de la firme financiarisée

2.1. Introduction

L'objectif de ce chapitre est de préciser de quelle manière la financiarisation modifie la théorie post-keynésienne de la firme. Lavoie (1992) offre une synthèse de la représentation post-keynésienne de la firme. Cependant, dans cet ouvrage datant du début des années 90, la financiarisation n'est traitée que comme une question mineure, n'affectant pas le cœur de la théorie de la firme. À notre connaissance, Stockhammer (2004a) et Crotty (1990b, 1992, 1993) sont les seuls Post-Keynésiens qui se sont donné un cadre théorique explicitement adapté à l'analyse des implications microéconomiques de la financiarisation.

Au niveau macroéconomique, beaucoup a été fait pour caractériser les changements induits par la financiarisation. Le plus gros de cette littérature évalue la possibilité d'un régime de croissance particulier, que l'on pourrait qualifier de « mené par la finance ».[83] Même s'il semble y avoir quelques désaccords au sujet du canal le plus approprié pour capturer les effets de la financiarisation, l'accord est presque général sur la possibilité d'un tel régime de croissance mené par la finance. En considérant les trois composantes traditionnelles de la demande agrégée – l'investissement, la consommation et les dépenses publiques[84] –, il faut s'attendre, sur le plan théorique, à des effets contrastés de la financiarisation sur ces différentes composantes.[85]

Premièrement, il se peut qu'elle déprime l'accumulation, mais il se peut aussi que la financiarisation stimule l'investissement par une profitabilité accrue qui encourage les firmes

[83] Le concept de régime de croissance « mené par la finance » (finance-led) est dû à Boyer (2000), et il s'agit d'un concept plus large que le régime de croissance « mené par les profits » (profit-led) que l'on peut trouver dans Bhaduri et Marglin (1990).
[84] On ne s'intéressera pas aux effets de la financiarisation sur les échanges internationaux.
[85] Voir Stockhammer (2008) pour une recension complète des faits stylisés sur ces différentes composantes.

à investir.[86] Comparant ces deux effets, Stockhammer (2005-6) ou Hein et van Treeck (2007, 2008) concluent que la financiarisation pousse au ralentissement de l'accumulation.

Deuxièmement, la financiarisation peut potentiellement doper la consommation, que ce soit par une consommation alimentée par le crédit, par des effets richesse (Boyer, 2000 ; Maki et Palumbo, 1990)[87], par la consommation effective d'un enrichissement sur le marché financier,[88] et/ou par la consommation issue d'une plus grande distribution de dividendes (Cordonnier, 2006). Mais là aussi, il est possible de trouver, dans la tradition keynésienne, l'argument opposé selon lequel la financiarisation ralentirait la consommation, du fait de la modération salariale. Le rythme de croissance de la consommation est alors lié à la prise en compte de ces deux tendances qui, si elles poussent en sens inverse, ne sont pas contradictoires : dans les faits, les deux tendances sont à l'œuvre.

Troisièmement, et c'est là sûrement le point le plus consensuel, il est attendu que les dépenses publiques soit asséchées par la financiarisation et par ceux qui promeuvent le retrait de l'État des affaires économiques. Sur le plan théorique, la critique à l'action de l'État se fonde sur l'effet d'éviction provoqué par l'endettement public qui détourne des ressources du financement de l'initiative privée. Sur le plan politique, la financiarisation intervenant dans un contexte de déconstruction de l'État Providence, les domaines d'intervention de l'État sont remis en cause, en même temps que ses ressources sont raréfiées (baisse d'impôts).[89]

En rassemblant tous ces effets théoriques et en comparant les effets positifs et négatifs, cette littérature sur la financiarisation essaie de préciser les conditions pour qu'un régime de

[86] Cet effet positif de la financiarisation sur l'investissement passe par la spécification de la fonction d'investissement de Bhaduri et Marglin (1990).

[87] Les ménages se sentant plus riches du fait de l'appréciation des cours sur les marchés financiers (ou immobiliers), ils décident de consommer plus, car ils n'ont plus besoin d'épargner davantage pour consolider leur richesse.

[88] La consommation effective sur le marché des biens de plus-values sur les marchés financiers (ou immobiliers) fait référence à la réalisation effective d'un enrichissement financier par la vente de l'actif (prise de bénéfice). Bhaduri et al. (2006) affirme, qu'au niveau macroéconomique, la richesse financière ne peut être convertie en richesse réelle, car l'augmentation initiale des prix des actifs disparaîtrait si les vents dominants passaient à « vendre » sur les marchés financiers.

[89] Selon les rythmes comparés des réductions des dépenses et des impôts, il est possible de déterminer l'évolution du déficit public, déficit public qui entre dans la détermination des profits des entreprises au niveau macroéconomique, d'après l'équation de Kalecki (cf. chapitre premier).

croissance soit réellement « mené » par la finance, et non simplement « dominé » par elle.[90] Les faits stylisés pour la plupart des pays de l'OCDE sur les trente dernières années mettent en évidence une tendance au déclin de l'accumulation[91], mais ils font aussi apparaître qu'une consommation alimentée par la finance demeure le dernier ressort d'un processus de croissance faible, occasionnellement renforcé par le rétablissement d'autres composantes de la demande agrégée lors des fluctuations cycliques.

Il est assez étonnant qu'une littérature si prolifique sur le plan macroéconomique n'en soit jamais réellement venue à questionner les implications microéconomiques de la financiarisation. Nous souhaitons ici étendre la tentative de Stockhammer pour prolonger la théorie post-keynésienne de la firme dans ce nouveau contexte de financiarisation. Notre étude se centrera plus particulièrement sur les effets de la financiarisation au niveau des décisions d'investissement au sein de la firme. Nous laissons de côté les considérations macroéconomiques sur la consommation nourrie par la finance et sur la réduction des dépenses publiques. Avant de mettre au point une théorie macroéconomique de l'accumulation en contexte de financiarisation lors des deux prochains chapitres, nous voulons établir la théorie microéconomique présentant les implications concrètes de la financiarisation sur le processus d'accumulation à l'intérieur de la firme. Nous visons ainsi à fournir les fondements microéconomiques de la macroéconomie du capitalisme financiarisé.

Au lieu de nous arrêter sur une représentation définitive de la gouvernance des firmes et des problèmes d'agence entre managers et actionnaires,[92] nous présenterons les deux issues extrêmes possibles de la lutte de pouvoir entre managers et actionnaires. Dans un premier temps, nous présentons le cas d'une firme managériale avec une forte autonomie des managers par rapport aux actionnaires. Dans un second temps, nous présentons le cas de managers totalement dominés au sein d'une firme dirigée dans l'intérêt exclusif des actionnaires. Poursuivant les travaux de Stockhammer (2004a) ou de James Crotty dans de

[90] Stockhammer (2008) parle d'un régime de croissance dominé par la finance pour induire la possibilité d'une croissance qui soit plombée par la domination de la finance.
[91] Voir aussi le graphique n°1.5.
[92] Ce choix repose sur deux raisons : la première est que l'évidence empirique ne peut pas être concluante puisque l'autonomie des managers n'est pas une réalité observable ; la seconde raison est que l'autonomie des managers est nécessairement différente selon la structure et la concentration de l'actionnariat.

nombreuses contributions (Crotty, 1990b, 1992, 1993, ou Crotty et Goldstein, 1992), nous essayons d'analyser les canaux par lesquels la financiarisation affecte les décisions d'accumulation à l'intérieur des firmes, et nous tentons de dégager l'essence de la différence entre les objectifs des managers et des actionnaires, et des processus de pensée qui y ont conduit. À la différence de Crotty (1993) qui approche la mondialisation par l'intensification de la concurrence, nous approchons ici la mondialisation par sa seconde dimension : le pouvoir accrû de la finance.

La deuxième section présente la théorie post-keynésienne de la firme, ainsi que le cadre d'analyse proposé par Stockhammer (2004a). La troisième section offre une première intégration de la financiarisation à l'intérieur de la théorie post-keynésienne de la firme, où les managers conservent le contrôle effectif des objectifs de la firme en faisant face à une nouvelle contrainte due à la pression des actionnaires. Cette première intégration repose sur une théorie galbraithienne de la firme, très similaire à la représentation offerte par Lavoie (1992). La quatrième section présente une seconde intégration de la financiarisation au sein de la théorie post-keynésienne de la firme, en prenant le cas opposé en termes de rapports de force. Les firmes sont alors managées dans le sens exclusif de l'intérêt des actionnaires, avec des managers qui sont purement passifs. La cinquième section conclut en essayant d'évoquer les premières implications macroéconomiques de la théorisation microéconomique de la financiarisation.

2.2. Les décisions d'accumulation à l'intérieur de la théorie post-keynésienne de la firme

Cette section est basée sur de nombreuses contributions de Engelbert Stockhammer, qui considère la théorie post-keynésienne de la firme du point de vue de la financiarisation (Stockhammer, 2004a, 2004b, 2005-6). Son travail essaie d'améliorer la théorie de la firme que l'on peut trouver dans Lavoie (1992), en introduisant plus largement les préoccupations liées à la financiarisation. Dans cette section, nous proposons d'abord de revenir sur l'esprit général de la théorie post-keynésienne de la firme, puis nous présentons le modèle déterminant la prise de décision pour la firme, et finalement nous revenons sur l'intégration de la financiarisation proposée par Stockhammer. Tout au long de cette section, nous verrons les

conflits existants entre les différents objectifs et contraintes de la firme, et plus particulièrement, nous reviendrons sur les liens qui existent entre l'accumulation (investissement) et la répartition (marge).

2.2.1. Le cadre général : une théorie galbraithienne de la firme

Lavoie (1992) développe une présentation synthétique de la théorie post-keynésienne de la firme, proposée initialement par Wood (1975). Les Post-Keynésiens ne s'intéressent pas à l'étude de petites firmes sur des marchés parfaitement concurrentiels, mais étudient les grandes firmes opérant sur des marchés oligopolistiques. Ces grandes firmes disposent d'un certain pouvoir sur leur environnement, elles forment ce que Perroux (1973) appellerait des « unités actives ». Les firmes sont en mesure d'influencer le comportement et la condition des autres participants au marché tripartite (ou marché de production), que ce soit les consommateurs ou les fournisseurs (de travail, de matières premières, de capitaux). En économie post-keynésienne, les firmes déterminent leurs prix, et c'est principalement par ce biais que passent les relations de pouvoir avec les autres parties prenantes. Les prix sont déterminés dans une perspective de long terme, et ils sont supposés permettre aux firmes d'atteindre leurs objectifs (en termes de profitabilité et de croissance), par la recherche difficile d'un équilibre entre le besoin de marges élevées pour financer l'investissement, et le besoin de prix faibles pour capturer la demande, que ce soit au détriment de ses concurrents ou grâce à un marché en croissance. C'est bien là le dilemme essentiel de la firme, celui entre croissance et profit.

En théorie post-keynésienne, les firmes ne sont pas supposées maximiser leurs profits, comme Lavoie (1992, p. 105) l'exprime clairement :

> « The standard critique of the neoclassical theory of the firm is that profit maximization is not possible because of the lack of pertinent knowledge due to an uncertain environment. Profit maximization is then replaced by profit satisficing. Firms are assumed to set themselves threshold levels of profits; that is, minimum levels of profits or of rates of return. »

Cette théorie de la firme semble représenter un type particulier de firme : la firme managériale. La réalisation de profits élevés n'est pas l'objectif ultime pour ces firmes. Les profits sont poursuivis dans la perspective de l'atteinte de l'objectif final des firmes, qui est la survie des firmes, et l'accroissement de leur pouvoir. Pour survivre dans un monde compétitif, il faut détenir du pouvoir pour contrôler son environnement, et reporter sur des tiers les contraintes ressenties. Le meilleur moyen pour cela demeure la croissance. Grâce à la croissance, les firmes étendent leur sphère d'influence et réduisent l'incertitude qui pèse sur leur futur. Les profits sont un prérequis pour la croissance car ils relâchent la contrainte financière pesant sur l'accumulation. Wood (1975) lie la décision de prix de la firme à sa décision d'accumulation, par l'intermédiaire de la détermination de la marge de profit. Dans ce cadre, les firmes déterminent une marge de profit qui leur permet de croître à un certain taux, étant donné le taux de rétention des profits et le ratio d'endettement jugé sûr. Les firmes cherchent le profit, car c'est ce qui leur permettra de croître. Lavoie (1992, p. 106) nous dit ainsi que :

> « Put briefly, growth is the objective, and profits are the means to realize this objective. »

Dans le nouveau contexte institutionnel créé par la financiarisation, nous verrons que les profits ne sont plus un moyen pour une fin, mais qu'ils deviennent une fin en soi.

Un pont est souvent établi entre cette représentation post-keynésienne de la firme, et la conception développée par Galbraith (1967). Il est communément accepté, depuis les travaux séminaux de Berle et Means (1933), que les firmes sont des lieux de conflits entre des managers, en charge des stratégies opérationnelles, et des actionnaires, qui détiennent juridiquement les firmes. Ces conflits entre contrôle et propriété ont donné naissance à une littérature foisonnante relative aux problèmes principal/agent, ou plus récemment aux débats sur les nouvelles règles de gouvernance d'entreprise. Lavoie (1992, p. 107) évacue la possibilité pour des actionnaires d'être en mesure d'influencer les orientations stratégiques des firmes lorsqu'il affirme :

> « In the Galbraithian and Post-Keynesian firm, shareholders play a purely passive role. »

Cette conception correspond à une configuration institutionnelle spécifique dans le cadre de laquelle les actionnaires étaient dispersés et manquaient, de ce fait, de pouvoir. Ils n'étaient pas dans une position qui leur aurait permis de mettre en avant leurs intérêts, et de voir satisfaites leurs exigences. C'était alors l'ère de la technostructure décrite par Galbraith. Les firmes étaient dirigées dans l'esprit de la croissance : le contrôle l'emportait sur la propriété.

Cette théorie de la firme semble être arrivée à son terme au début des années 80, en même temps que ne disparaissait la firme managériale dont elle faisait la théorie. Depuis lors, la financiarisation a changé les règles du jeu, et de nos jours, les actionnaires sont en mesure de formuler des exigences, et de les voir satisfaites. Ce point de vue est défendu par de nombreux auteurs, pour lesquels le capitalisme est passé d'un régime managérial à un régime actionnarial.[93] Si la théorie de la firme de Lavoie (1992) était a priori parfaitement pertinente pour l'étude du capitalisme managérial, il semble que des modifications majeures doivent y être apportées si l'on souhaite qu'elle colle davantage aux évolutions institutionnelles.

2.2.2. Les deux piliers du modèle d'accumulation

Le modèle présenté ici est un modèle très basique qui fait l'impasse sur de nombreuses complications. Sa seule ambition est de clarifier la question suivante : comment les décisions d'investissement sont-elles prises ? Le modèle présente deux limites aux plans d'investissement. La première limite est une contrainte financière, et la seconde est une limite portant sur la profitabilité de l'investissement. La structure principale de la théorie post-keynésienne de la firme peut être trouvée dans Lavoie (1992). Elle peut être représentée pédagogiquement par un diagramme à deux courbes liant taux de profit et taux d'accumulation.

La première composante de la théorie de la firme traditionnelle est la contrainte financière, représentée par la frontière financière dans le schéma n°2.1. En substance, cette contrainte signifie que les profits sont une exigence pour une firme qui désire investir. La firme a besoin

[93] Voir Aglietta (1999) parmi d'autres.

de profits, dans la mesure où les profits conservés constituent une source de financement interne de l'investissement. Mais, les profits sont aussi utiles au financement externe de l'investissement, puisqu'ils seront perçus par les banques comme un signal de la solvabilité de la firme. Même si nous n'en parlerons pas ici, les profits permettraient aussi d'obtenir de meilleures conditions lors d'émissions d'obligations sur le marché. Les profits donnent donc un accès au financement externe à bon marché. Ils seront en outre bien accueillis par les actionnaires sur les marchés financiers, de sorte qu'ils valoriseront la firme. Les profits élevés serviront alors à lever davantage de fonds sur les marchés financiers si la firme désire émettre de nouvelles actions. Au final, plus la firme désire investir, plus elle doit (prévoir de) réaliser de profits. Ci-dessous, est reproduite une expression de la contrainte financière que l'on peut trouver dans Lavoie (1992, p. 111). Le montant des investissements doit être inférieur ou égal à la somme des financements interne et externe :

$$\begin{aligned} & I \leq IF + EF \\ & \Leftrightarrow I \leq \left(\Pi - i_s K_s - i_l K_l\right) + \rho\left(\Pi - i_s K_s - i_l K_l\right) \end{aligned} \tag{2.1}$$

La première parenthèse donne le montant du profit disponible pour l'autofinancement de l'investissement, c'est-à-dire les profits auxquels on retranche les paiements de dividendes aux actionnaires, et les paiements d'intérêts aux créanciers. La seconde parenthèse, qui représente la contrainte de financement externe, est un multiple des profits conservés, conformément au principe du risque croissant de Kalecki : plus la firme réalise des profits élevés, plus l'évaluation de son risque d'insolvabilité par les banques diminue (Kalecki, 1937). À partir de cette équation, il serait possible de formuler une expression linéaire de la frontière financière, qui donnerait le taux de profit *r* nécessaire pour que la firme croisse au taux *g*.

Mais, ici, nous allons suivre un chemin différent, plus fidèle aux travaux pionniers de Wood (1975). À l'origine, Wood (1975) exprime la frontière financière comme la *marge* de profit minimum nécessaire pour financer tout taux d'investissement donné. En repartant de l'égalité comptable entre les sources et les utilisations des fonds, nous affirmons simplement que la firme individuelle doit décider de son investissement productif ainsi que de son

investissement financier net (investissement financier qui peut donc être négatif : liquidation d'actifs financiers), en tenant compte des profits conservés et des fonds provenant des emprunts nouveaux nets (idem : on peut avoir désendettement) et des émissions d'actions nouvelles nettes (idem : on peut avoir rachats d'action) :

$$\begin{aligned}&(\Pi - iD) + x_s I + x_d I = I + x_f I + (1 - s_f)(\Pi - iD)\\&\Leftrightarrow s_f(\Pi - iD) + x_s I + x_d I = I + x_f I\end{aligned} \tag{2.2}$$

avec s_f le taux de conservation des profits, Π les profits de la firme nets de la dépréciation du capital, i le taux d'intérêt, D le stock de dette, I l'investissement productif net de la dépréciation du capital, et x_s, x_d et x_f représentant respectivement les nouvelles émissions d'actions nettes, les nouveaux emprunts nets, et l'investissement financier net, à chaque fois exprimés comme une part de l'investissement productif net.

Afin d'obtenir la contrainte financière, nous devons passer de l'égalité comptable avec des variables effectives ou *ex post* à l'expression de variables cibles ou souhaitées. Les paramètres D, s_f, x_s, x_d et x_f changent donc de statut. Nous pouvons alors réarranger l'équation ci-dessus afin d'obtenir la part des profits minimum (π) nécessaire pour financer chaque taux de croissance du stock de capital (g) :

$$\begin{aligned}&s_f(\Pi_s - iD) = I(1 + x_f - x_s - x_d)\\&(\Pi_s - iD) = \frac{I(1 + x_f - x_s - x_d)}{s_f}\\&\Pi_s = \frac{I(1 + x_f - x_s - x_d)}{s_f} + iD\\&\pi_s = \frac{\Pi_s}{Y_s} = \left(\frac{I}{K}\frac{K}{Y^*}\frac{Y^*}{Y_s}\right)\left(\frac{1 + x_f - x_s - x_d}{s_f}\right) + \left(\frac{K}{Y^*}\frac{Y^*}{Y_s}\right)i\frac{D}{K}\\&\Leftrightarrow \pi_s = \left(\frac{gv}{u_s}\right)\left(\frac{1 + x_f - x_s - x_d}{s_f}\right) + \left(\frac{v}{u_s}\right)id\end{aligned} \tag{2.3}$$

avec Π_s le montant des profits de la firme nécessaire au financement de l'investissement, π_s la marge de profit nécessaire au financement de l'investissement,

> Y_s la production désirée, v le ratio du stock de capital (K) à la production de pleine capacité (Y^*), u_s le taux d'utilisation standard des capacités de production de la firme, et d le ratio entre le montant de la dette et le stock de capital.

La firme intègre donc une marge de profit telle qu'une utilisation normale de ses capacités de production dégagerait le profit suffisant pour financer son investissement, compte tenu de ses contraintes (objectifs) de financement externe. Plus une firme désire investir, plus la marge de profit nécessaire pour financer son objectif d'accumulation doit être élevée. Par ailleurs, la firme aura besoin d'une marge de profit d'autant plus élevée qu'elle « investit » beaucoup sur les marchés financiers (x_f), que le taux d'intérêt est élevé (i), et que son ratio dette/stock de capital est élevé (d). Inversement, la firme sera capable de financer son investissement plus facilement si elle dispose d'un taux de rétention des profits élevé (s_f), si elle est en mesure de financer aisément des parts significatives de ses investissements soit par de nouveaux emprunts (x_d), soit par de nouvelles émissions d'actions (x_s).

La marge de profits est un déterminant clé de la politique de prix pour la firme. Puisque la firme post-keynésienne est supposée fixer ses prix selon une procédure de type *cost-plus* (c'est-à-dire en ajoutant une marge à une mesure des coûts), il est possible d'écrire la formule générale de comportement d'une firme suivant une procédure de *mark-up* comme suit :[94]

$$p = (1+m)\frac{w}{\mu} \tag{2.4}$$

> avec m le taux de marge, w le salaire unitaire et μ la productivité du travail (le rapport w sur μ représentant le coût salarial unitaire).

En l'absence de travail indirect,[95] il est possible d'établir une relation très simple entre le taux de marge et la part des profits dans la valeur ajoutée :

[94] Il faut noter ici que nous n'avons tenu compte que des coûts salariaux. Cette simplification peut être défendue par le recours à une firme verticalement intégrée, qui n'a pas à acheter de matières premières.

[95] Pour une intégration du travail indirect dans un cadre post-keynésien, voir l'analyse du « cadrisme » dans Lavoie (2006).

$$\pi = \frac{m}{1+m} \tag{2.5}$$

Il s'en suit que la frontière financière peut être associée au comportement de prix de la firme. La frontière financière donne la marge de profit minimum pour financer l'investissement, mais dans le même temps, c'est cette marge de profit qui est incorporée dans les prix. Dans cette perspective, le besoin de financer l'investissement par des marges élevées, et le besoin de favoriser les ventes avec des prix bas apparaissent conflictuels. Dans le reste de ce chapitre, nous allons exprimer la frontière financière non plus en termes de marges de profit, mais en termes de taux de profit, afin de pouvoir l'introduire dans le même plan que la frontière d'expansion. Ainsi, la frontière financière donnée en équation (2.3) devient :

$$r = g\left(\frac{1+x_f-x_s-x_d}{s_f}\right)+id \tag{2.6}$$

La frontière financière donne désormais le taux de profit minimum nécessaire pour financer un taux d'accumulation donné, compte tenu des valeurs cibles des paramètres d, s_f, x_s, x_d et x_f. Pour obtenir ce taux de profit, il faut que la firme applique la marge de profit défini dans l'équation (2.3), et qu'elle réussisse à opérer à utilisation standard de ses capacités de production.

Graphiquement, en dessous de la frontière financière, on trouve la zone inaccessible puisque, si la firme était située dans cette zone, elle ne serait pas en mesure de financer durablement ses projets. La firme située dans cette position serait alors forcée de vendre des actifs financiers afin d'équilibrer ses comptes : x_f devient alors négatif (Wood, 1975). À l'inverse, la firme située au dessus de la frontière financière se préserve des opportunités financières pour des dépenses additionnelles.

Le second pilier de la théorie de la firme est appelé par Lavoie (1992) la frontière d'expansion, Wood (1975) parlant de frontière d'opportunité. Chez Wood, cette frontière indique le niveau maximum de la marge de profit (prix) qui peut être fixée par la firme, pour

tout taux d'accumulation donné (compte tenu de la concurrence des autres firmes).[96] Chez Lavoie, cette frontière détermine le niveau maximum de rentabilité qui peut être atteint par la firme, pour tout taux d'accumulation. Comme pour la frontière financière, nous retrouvons une différence entre Lavoie et Wood, puisque là où Wood raisonnait en marge de profit, Lavoie raisonne en taux de profit. Le mouvement initié par Lavoie repose sur l'hypothèse implicite que la firme opère à un taux d'utilisation standard. Si tel n'était pas le cas, le passage de l'expression en taux de marge à l'expression en taux de profit n'aurait guère de sens.

L'autre nouveauté introduite par Lavoie par rapport à Wood tient à la forme de cette frontière d'expansion. Alors que pour Wood, la frontière d'expansion est strictement décroissante, du fait de la nécessité de baisser ses marges pour capter la demande (par baisse de prix ou augmentation des coûts, notamment, de publicité) à mesure que l'accumulation augmente, pour Lavoie il existe une partie initiale croissante où rentabilité et accumulation croissent ensemble du fait de gains de productivité, la partie décroissante de la frontière d'expansion étant ensuite expliquée par un épuisement des gains de productivité lorsqu'il s'agit de les appliquer à grande échelle. Cette explication par les gains de productivité est ce qui pose problème dans une perspective restée fidèle à Wood. La frontière d'expansion à la Lavoie mêle sans véritable distinction investissement de capacité (destiné à accroître les capacités de production) et investissement de rentabilité (destiné à améliorer la compétitivité de la firme). Cette absence de différentiation est ce qui explique la justification un peu faible de la forme de la frontière d'expansion chez Lavoie. Cordonnier et Van de Velde (2009) rétablissent cette distinction nette en montrant que l'introduction de l'investissement de rentabilité n'a pas à voir avec la forme d'une frontière d'expansion, mais avec le déplacement de la frontière d'expansion (et de la frontière financière). Ils avancent l'argument qu'une série d'augmentations de l'investissement de rentabilité de même montant déplace la frontière d'expansion vers le haut avec des mouvements de plus en plus faibles[97], tout en entraînant un déplacement vers le haut de la frontière financière, de même ampleur pour chaque augmentation (il faut financer toujours le même montant d'investissement). Selon Cordonnier

[96] Chez Wood, ce qui importe c'est d'abord le taux de croissance des ventes, et ensuite le taux de croissance souhaité de la capacité de production, i.e. le taux d'accumulation.

[97] Les effets positifs du remplacement d'équipements anciens par de nouvelles machines sont décroissants, car si initialement les nouvelles machines remplacent des équipements fortement obsolètes, elles finissent par remplacer des machines qui ne sont plus si anciennes et inefficaces.

et Van de Velde (2009), les frontières financières et d'expansion sont tracées pour un niveau donné de l'investissement de rentabilité.

Malgré ces objections, nous suivrons ici la présentation de la firme de Lavoie (1992) pour plusieurs raisons. Tout d'abord, car c'est sur cette base que s'est développée la littérature récente avec laquelle nous désirons dialoguer. Ensuite, une présentation à la Lavoie nous permettra d'intégrer la financiarisation, d'une part, plus facilement en se référant à des taux de rentabilité et, d'autre part, plus essentiellement en interrogeant la rationalité de l'actionnaire et de ses objectifs (au lieu de voir la financiarisation uniquement comme une contrainte financière supplémentaire).

Sur la frontière d'expansion de Lavoie (1992), il existe donc une relation concave entre l'accumulation et les espoirs de profit. Quand la firme croît, il y a des effets positifs sur la profitabilité, mais aussi des effets négatifs dus aux difficultés à assimiler ces effets profitables à grande échelle.[98] À la fin, émerge une relation croissante entre taux d'accumulation et de profit, jusqu'au point où le taux d'accumulation maximise le taux de profit anticipé ; au-delà de ce point, les taux d'accumulation et de profit sont négativement corrélés (voir schéma n°2.1). Sur la frontière d'expansion, les firmes tirent profit de leurs investissements autant qu'il était possible de le faire. En dessous de cette frontière, les firmes sont en situation d'inefficacité due à la mauvaise évaluation de leurs investissements, qui se sont révélés être moins rentables qu'ils auraient pu l'être, notamment du fait de l'insuffisance de la demande. L'excès de capacité et le surinvestissement peuvent alors être représentés par l'aire située sous la frontière d'expansion, zone dans laquelle la firme opère sous son taux d'utilisation standard, avec un niveau de production potentielle relativement élevé par rapport au niveau effectif de la demande. Formellement, la logique derrière la frontière d'expansion peut être illustrée sur la base de la décomposition habituelle du taux de profit :

[98] Cela repose sur un effet à la Penrose. Comme le mentionne clairement Lavoie (1992, p. 115) :

> « There are no managerial diseconomies of scale, but there are increasing costs to growth. The negative segment of the expansion frontier […] is thus due in part to the inherent difficulties of management in coping efficiently with change and expansion. »

Sur un autre plan, et de manière plus convaincante, Wood (1975) explique cette relation négative par le besoin pour la firme de réduire sa marge de profit si elle désire croître plus rapidement, à cause de la concurrence pour les parts de marché avec les autres firmes, et les coûts croissants de vente (publicité entre autres).

$$r = \frac{\Pi}{K} = \frac{\Pi}{Y}\frac{Y}{Y^*}\frac{Y^*}{K} = \frac{\pi u}{v} \tag{2.7}$$

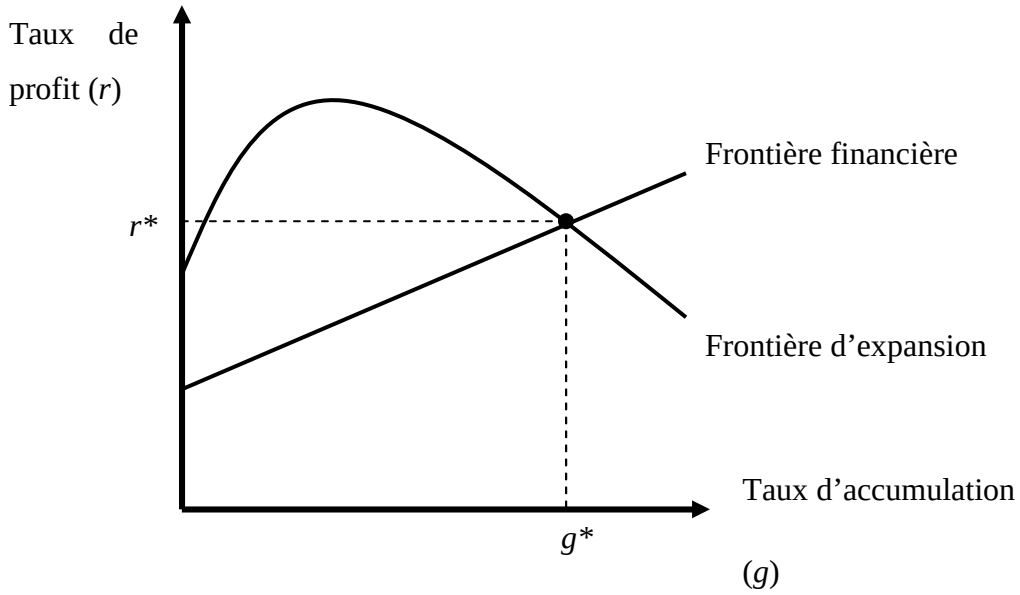
Le long de la frontière d'expansion, l'efficacité productive est assurée. La firme opère à son taux d'utilisation standard avec une marge de profit provenant du pouvoir de la firme à la fois sur le marché des biens (la position compétitive relative de la firme par rapport à ses concurrentes) et sur le marché du travail (le conflit portant sur la négociation salariale)[99]. Ce qui explique la forme de la frontière d'expansion, c'est la puissance comparée des forces contradictoires de l'accumulation sur la marge de profit. Pour des taux d'accumulation faibles, la firme est capable d'incorporer des gains d'efficacité grâce à l'application de nouvelles technologies de production. L'augmentation de la productivité permet à la firme d'améliorer sa marge sans toucher à son prix (cf. équations 2.4 et 2.5), de sorte que le taux de profit augmente. Pour des taux d'accumulation élevés, la firme est obligée de réduire son prix, et donc sa marge de profit, si elle veut continuer à augmenter ses ventes suffisamment vite pour rester à utilisation standard de ses capacités.

La position de la frontière d'expansion est expliquée soit par les différents taux d'utilisation « standards » acceptés par la firme, soit par les différentes influences macroéconomiques sur la marge de profit, provenant des conflits avec les salariés ou de la force de la concurrence sur le marché. Une augmentation du pouvoir de négociation des salariés ou une intensification de la concurrence peut mener à une frontière d'expansion réduite pour la firme individuelle. De plus, une firme bénéficiant d'une meilleure technologie (meilleure productivité) jouit d'un avantage concurrentiel sur ses rivales, et cela signifie que sa frontière d'expansion sera située au-dessus de celles de ses concurrentes. Cette firme sera capable, pour chaque taux d'accumulation, de réaliser une marge de profit plus élevée que celle de ses rivales.

[99] La négociation salariale détermine une composante plus macroéconomique de la marge de profit, et de ce fait, nous ne l'aborderons pas en profondeur ici. La marge de profit désirée est déterminée par les besoins de financement pour l'accumulation, mais le pouvoir de négociation des salariés peut amener les salaires (les coûts) à augmenter plus rapidement. Dès lors, du fait de la pression concurrentielle, la firme ne peut augmenter ses prix, et c'est alors sa marge qui absorbe l'effet de l'augmentation des salaires. Voir le chapitre 4 pour plus d'éléments sur l'inflation conflictuelle.

En combinant la frontière financière et la frontière d'expansion, nous obtenons le diagramme suivant, qui est repris de Lavoie (1992, p. 117), et qui est une adaptation de Wood (1975, p. 83) avec un axe des ordonnées où figurent les taux de rentabilité, et non plus les taux de marge.

Schéma n°2.1 : La représentation traditionnelle de la théorie post-keynésienne de la firme



Au sein d'un capitalisme managérial, les firmes investissent autant que le permet la contrainte financière (frontière financière saturée) et autant que le justifie la réalisation des anticipations de profits (frontière d'expansion atteinte). La firme décide alors d'accumuler au taux *g**, avec un taux de profit *r** qui finance et légitime cet objectif d'accumulation. Cette représentation de la firme post-keynésienne dans le contexte historique de sa naissance (le capitalisme managérial, époque à laquelle furent écrits les principaux travaux sur la théorie post-keynésienne de la firme) constitue le point de référence sur lequel seront basés les développements futurs.

2.2.3. Une première intégration de la financiarisation avec le modèle de Stockhammer

Après cette présentation de la théorie post-keynésienne de la firme, cette deuxième section aborde, une première fois, la question de la financiarisation et de ses implications pour la théorie de la firme. La financiarisation va modifier les rapports de force au sein du marché tripartite. La firme doit alors faire face à de nouvelles contraintes, de nouveaux impératifs. Les managers ne sont plus les acteurs dominants dans la gouvernance des firmes, mais ce sont les actionnaires qui occupent le devant de la scène. Pour cette première approche de la financiarisation au sein de la théorie de la firme, nous allons suivre le cadre d'analyse proposé par Stockhammer (2004a).

Stockhammer retient de nombreuses caractéristiques de la précédente théorie de la firme. Son apport est l'ajout d'une fonction d'utilité pour la firme, fonction qui révèle les rapports de force entre actionnaires et managers. Il suppose, pour plus de simplicité, que les actionnaires n'ont qu'une cible de taux de profit, et que les managers ne s'intéressent qu'au taux de croissance. La fonction d'utilité de la firme dépend alors de ces préférences des acteurs, et de leur capacité à imposer à l'autre catégorie d'acteurs son objectif comme le but final de la firme :

$$u_f = u_f(g,r) = I^{\alpha} R^{\beta} \tag{2.8}$$

avec u_f l'utilité de la firme, I l'investissement, et R le montant des profits, α et β des indicateurs du pouvoir de négociation des managers et des actionnaires.

L'utilité de la firme est alors une fonction du taux de croissance du stock de capital (g), et du taux de profit (r), de manière à tenir compte des deux orientations désirés par les deux catégories d'acteurs qui s'affrontent au sein de la firme.[100] Si les managers ont l'avantage par rapport aux actionnaires, α prendra une valeur élevée et la politique de la firme sera basée sur

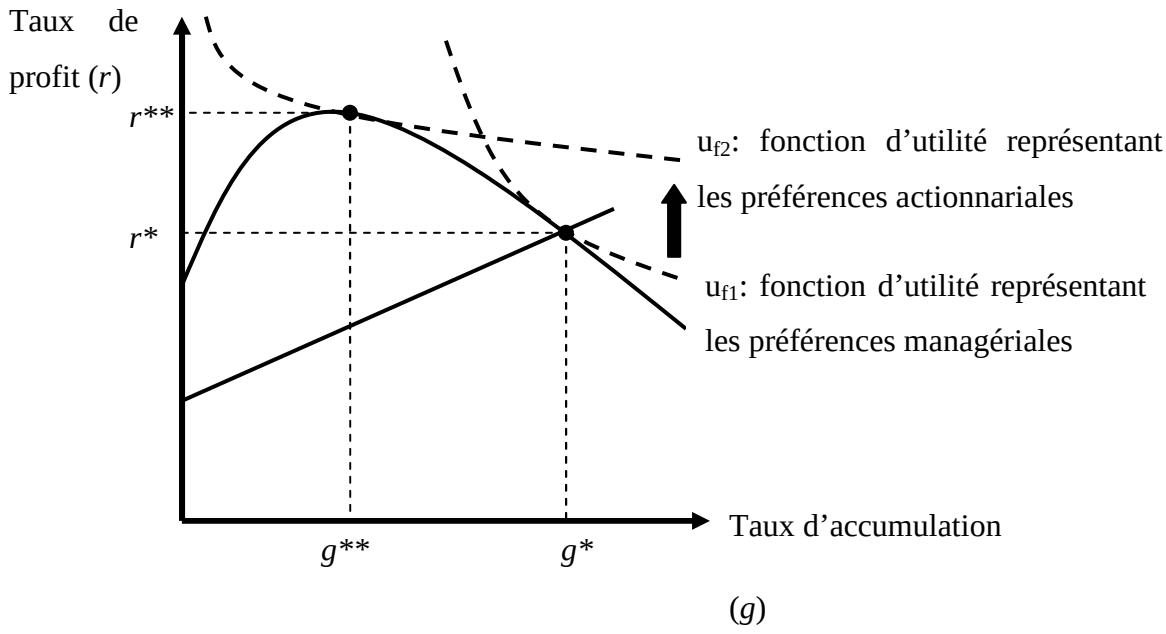
[100] Dans un cadre statique, l'objectif de croissance de stock du capital devient un objectif exprimé en montant d'investissement (I) et l'objectif de rentabilité devient un objectif exprimé en montant de profits (R).

une stratégie pour la croissance. À l'inverse, si les actionnaires sont suffisamment puissants, la valeur de β sera importante et la stratégie de la firme sera orientée en faveur de la réalisation de taux de profits élevés.[101] Selon le résultat du rapport de force, la politique menée par la firme sera plus orientée en faveur de la croissance ou de la rentabilité, c'est-à-dire qu'elle sera, respectivement, plus satisfaisante pour les managers ou les actionnaires.

Dans le cadre d'analyse de Stockhammer, la financiarisation mène à un changement dans les rapports de force. En partant d'une situation où les managers étaient puissants et les firmes orientées vers la croissance, la financiarisation implique un changement dans les relations de pouvoir en faveur des actionnaires et des politiques de rentabilité (β augmente). Les actionnaires sont désormais dans une situation où leurs intérêts peuvent mieux être satisfaits. Graphiquement, la courbe d'indifférence représentant la fonction d'utilité de la firme se déplace vers le haut (cf. le schéma n°2.2). Si les actionnaires sont suffisamment puissants, ils seront capable de contraindre les managers à mettre en œuvre une politique d'accumulation g^{**}, qui maximise le taux de profit anticipé. Du fait de l'équilibre des pouvoirs entre les deux classes, la décision d'accumulation de la firme sera située quelque part entre g^{*} et g^{**}. Plus les actionnaires sont puissants, plus la décision effective sera proche de g^{**}.

[101] Il est supposé que seuls les managers et les actionnaires s'affrontent pour déterminer l'orientation des firmes, et qu'il n'y a pas d'autres parties prenantes aux discussions, de sorte que le pouvoir des actionnaires est la faiblesse des managers, et que $\alpha = 1 - \beta$.

Schéma n°2.2 : La firme post-keynésienne en financiarisation (modèle de Stockhammer)



Cette introduction de la financiarisation mène à un déclin de l'accumulation, puisque les actionnaires ne sont intéressés que par la rentabilité, au détriment de la croissance. Un renforcement du pouvoir actionnarial implique nécessairement une baisse de l'accumulation. D'une certaine manière, la baisse de l'accumulation est un résultat inévitable. La théorie a été construite pour produire ce résultat, parce que, ce qui est en jeu, c'est l'étude macroéconomique qui doit correspondre aux faits stylisés concernant le déclin de l'accumulation macroéconomique. La théorie microéconomique arrive afin de coller aux tendances macroéconomiques. L'inconfort que nous ressentons avec le modèle de Stockhammer est qu'à notre sens, il prend un raccourci hasardeux, consistant à expliquer le paradoxe du déclin de l'accumulation concomitante de l'augmentation de la rentabilité macroéconomique, par des choix microéconomiques, des arbitrages, qui sont ensuite agrégés. La financiarisation se comprend alors comme un déplacement dans l'arbitrage entre croissance et rentabilité, à l'avantage de la rentabilité. S'il nous semble juste de dériver le ralentissement de l'accumulation macroéconomique de choix, plus ou moins contraints, sur le plan microéconomique, inférer la même logique de composition, où le redressement de la rentabilité macroéconomique se comprend théoriquement comme l'agrégation du relèvement

des préférences microéconomiques pour la rentabilité, relève d'une illusion offerte par les faits macroéconomiques.

Ce rétablissement de la rentabilité macroéconomique n'est pas le résultat de cette inflexion des préférences, car comme l'indique le sens de causalité de la loi de Kalecki, si l'accumulation est un *choix*, les entreprises ne *décident* pas du rétablissement de leur rentabilité, cette dernière étant déterminée par des mécanismes d'ajustement macroéconomique plus complexes que cette simple agrégation de préférences. Le paradoxe du déclin de l'accumulation et du redressement de la rentabilité ne se solutionne pas par l'application au niveau macroéconomique d'un arbitrage microéconomique.[102] Si le déplacement du curseur en faveur de la rentabilité au sein de l'arbitrage croissance rentabilité peut expliquer le déclin de l'accumulation au niveau microéconomique et macroéconomique, le redressement de la rentabilité que l'arbitrage explique n'est qu'un redressement de la rentabilité espérée. Pour que cette augmentation de la rentabilité espérée se réalise, il faut que des moteurs autres que l'investissement prennent le relais au niveau macroéconomique, et cela, conformément à la loi de Kalecki (cf. équation 1.1).

En ce qui nous concerne, au lieu d'aller des faits stylisés macroéconomiques à la théorisation microéconomique, nous préférons d'abord construire une théorie microéconomique de la financiarisation, et ensuite considérer ce qui se passe au niveau macroéconomique quand on applique ce cadre théorique. Par simplicité, Stockhammer avait supposé que les actionnaires ne sont intéressés que par la maximisation du taux de profit. Les objectifs des actionnaires ne sont pas si évidents pour nous. Il semble que l'arbitrage primordial n'est pas un arbitrage entre profits et investissement, ou entre taux de rentabilité et taux d'accumulation. L'arbitrage qui importe réellement serait plutôt un arbitrage entre la *rentabilité présente* et la *rentabilité future*. Considérer cet arbitrage pose alors la question intrigante des préférences actionnariales en termes d'accumulation, puisque la *rentabilité de demain* dépend de l'*accumulation d'aujourd'hui*. L'arbitrage entre croissance et rentabilité se compliquera sérieusement, comme nous le verrons dans la section 2.4.

[102] Le chapitre 4 apportera son lot de réponses à ces questions.

Dans la suite de ce chapitre, nous allons développer deux manières alternatives d'introduire la financiarisation à l'intérieur de la théorie post-keynésienne de la firme. La première introduit les effets théoriques de la financiarisation lorsque les managers conservent la direction des firmes, mais en affrontant une contrainte renforcée, sous l'impulsion d'une plus grande « gourmandise » actionnariale. La seconde traite du cas opposé où les actionnaires « dirigent » la firme dans leur unique intérêt, par l'intermédiaire de managers soumis aux exigences actionnariales. Nous ne souhaitons pas nous éparpiller sur l'effectivité de la division du pouvoir entre actionnaires et managers. Nous pointons seulement du doigt les effets théoriques de la financiarisation pour ces deux cas considérés comme opposés : le cas d'une semi-autonomie des managers, et le cas d'une totale domination des actionnaires.

2.3. La financiarisation comme contrainte : la persistance de la firme galbraithienne

Cette troisième section étudie l'impact de la financiarisation sur la firme galbraithienne, qui est une firme à l'intérieur de laquelle les managers, disposant encore d'une certaine autonomie, continuent à fixer l'orientation stratégique. À l'intérieur de cette section, la financiarisation sera donc vue comme une contrainte pesant sur l'orientation des firmes choisie par les managers. Ces derniers ne désirent pas courber leur politique en faveur des intérêts actionnariaux, mais ils doivent diriger leur firme en tenant compte de la nouvelle contrainte constituée par les revendications actionnariales.[103] Cette configuration est bien différente de celle qui sera analysée dans la prochaine section, où ce sont les actionnaires qui décideront seuls de l'orientation stratégique des firmes, avec des managers totalement dominés. Dans un premier temps, nous interprétons la financiarisation comme une nouvelle contrainte, alors que dans la prochaine section, nous la considérerons comme un nouvel objectif en soi.

[103] Les managers en place sont donc plus des managers « enracinés » dans une entreprise que des managers qui sautent d'une entreprise à l'autre en essayant de faire carrière et de maximiser leur profit individuel, par des moyens plus ou moins légaux pouvant aboutir à des fraudes massives comme dans le cas d'Enron (Aglietta et Rebérioux, 2004, p. 344).

2.3.1. La financiarisation et l'augmentation des versements de dividendes

La financiarisation comporte de nombreuses implications pour la firme. En considérant à nouveau l'équation 2.2, la financiarisation implique des changements à la fois dans les sources et dans l'utilisation des fonds. Du fait du nouvel environnement financier, les firmes feront face à une pression pour distribuer davantage de dividendes (s_f sera plus faible), elles subiront une injonction à ne pas émettre de nouvelles actions (x_s sera plus faible aussi) pour préserver la valeur de marché des firmes, et par conséquent, si elles maintiennent leur désir d'accumulation inchangé, elles finiront par supporter une charge d'endettement plus importante (d augmentera) du fait du financement de dépenses par emprunt (x_d sera plus élevé). Parmi tous ces effets potentiels, nous nous focaliserons ici sur l'augmentation du paiement de dividendes.

La financiarisation comme contrainte soulève la question de la structure financière de la firme. L'orientation stratégique en faveur de la création de valeur actionnariale (la célèbre Shareholder Value Orientation) implique que les paiements de dividendes augmentent, c'est-à-dire que la firme accepte un taux de rétention des profits plus faible (cf. équation 2.3). Cette nouvelle convention naît du nouveau contexte institutionnel. Afin de contenter les actionnaires et de les tenir à l'écart de la gouvernance des firmes, les managers doivent distribuer plus de dividendes. Cette tendance (distribution de dividendes) est un fait acquis de la financiarisation. Le ratio entre les paiements de dividendes et les profits a connu une forte augmentation sur les vingt dernières années. Selon Cordonnier (2006), pour les sociétés non-financières en France, le rapport entre les paiements de dividendes et l'excédent net d'exploitation[104] a bondi d'environ 30% à la fin des années 80, à plus de 80% à la toute fin des années 90. Pour les États-Unis, le boom a été similaire, mais il est intervenu plus tôt, puisque le ratio entre les paiements de dividendes et le profit après impôts est passé d'une moyenne d'environ 40% sur la période 1960-1980, à une moyenne de 70% sur la période qui va de 1982 à 2003. Les mêmes tendances peuvent se retrouver dans les graphiques 1.7, 1.8 et 1.9 du chapitre premier. Cordonnier (2006) rapporte aussi le cas original où ce rapport entre

[104] Ce rapport peut être associé, plus ou moins directement, à $(1 - s_f)$ dans notre cadre d'analyse.

les paiements de dividendes et le profit après impôt est devenu supérieur à l'unité, au tout début des années 2000 aux États-Unis. Ce que nous devons garder à l'esprit ici, c'est qu'en moyenne, les firmes ont dû emprunter des fonds, auprès des banques notamment, pour distribuer des dividendes. Plus largement, Crotty (2005, p. 99) montre que les paiements totaux[105] des sociétés non-financières aux marchés financiers en pourcentage de leurs cash-flows ont fortement augmenté depuis le début des années 80. Alors que ces paiements en pourcentage des cash-flows avaient pour habitude de tourner autour de 25-30% de la fin de la Seconde Guerre Mondiale à la fin des années 70, ce ratio a subi une augmentation remarquable, en atteignant 60% durant les années 1980-2001.

Outre la distribution de dividendes, une autre pratique des firmes permet de satisfaire les actionnaires. Il ne s'agit plus cette fois de distribuer des profits, même quand cette distribution va au-delà de la réalisation des profits comme on l'a vu autour de l'an 2000. L'autre canal par lequel une firme peut satisfaire ses actionnaires réside dans les opérations de rachat d'actions. Le but derrière cette pratique est bien évidemment de diminuer le nombre d'actions en circulation, et de « mécaniquement » augmenter le cours de la firme, la valeur de l'action étant déterminée par le rapport entre la valeur de la firme et le nombre d'action en circulation. Sur les politiques de rachat d'actions des grandes entreprises américaines, Lazonick (2008, p. 485) donne des chiffres impressionnants :

> « From the mid-1980s the distribution of corporate revenues to shareholders increasingly took the form of corporate stock repurchases. As shown in Figure 1, in every year from 1994 through 2007 net equity issues of nonfinancial business corporations as well as commercial banks and insurance companies taken as a group were negative. In the Internet boom years of 1997-2000, the extent of this "negative cash function" of the stock market increased markedly as many companies sought to use repurchases to augment the positive impact of stock-market speculation on stock prices. Measured in 2007 dollars, net equity issues for nonfinancial corporations, banks, and insurers combined bottomed at -$300 billion in 1998 before rising to -$49 billion in 2003, the highest level in real terms since 1991. Since then, however, net

[105] Ces paiements sont la somme des intérêts nets, des dividendes nettes, et des rachats d'actions nets. Cette mesure de la redistribution financière des revenus comprend les paiements de dividendes, mais elle tient aussi compte des rachats d'actions. Crotty (2005) montre aussi que les firmes non-financières ont opéré des rachats d'actions de manière extensive (x_s devient négatif dans notre cadre d'analyse).

> equity issues have reached unprecedented levels, plunging to -$143 billion in 2004, -$412 billion in 2005, -$672 billion in 2006, and -$896 billion in 2007. »

De marchés financeurs, les marchés financiers sont devenus des marchés financés. Dans le même temps, la redistribution du revenu a conduit à un nouveau partage des richesses en faveur des profits, et plus spécialement en faveur des rentiers (voir van Treeck, 2008a, pp. 375-6). En France, la part des profits dans la valeur ajoutée du secteur des entreprises est passée de 30,2% en moyenne entre 1975 et 1984, à 38,3% en moyenne entre 1985 et nos jours. Dans le même temps, bien aidée par le choc sur les taux d'intérêts de la fin des années 70 et du début des années 80, la part du revenu des rentiers[106] dans le Produit Intérieur Brut est passée de 6,2% entre 1970 et 1979, à plus de 20% entre 1990 et 1999 (van Treeck, 2007, p. 6).

Les managers ont à faire face à cette pression actionnariale accrue. En particulier, ils doivent distribuer plus de dividendes s'ils veulent préserver leur autonomie, dans un environnement qui peut menacer leur prise de décision, et même leur poste (Crotty, 1990b). En effet, des actionnaires déçus peuvent entreprendre des raids financiers afin d'installer un nouveau management, qui sera plus disposé à répondre positivement à leurs exigences. Si les managers rechignent à diriger leur firme dans le sens des intérêts actionnariaux, le cours de la firme sur le marché sera fragilisé par le double effet d'une désaffection des actionnaires face à la « mauvaise » gouvernance de la firme, et d'une distribution de dividendes jugée trop faible. La firme et ses managers seront alors exposés à une prise de contrôle hostile sur le marché financier. Ce sont ces menaces qui poussent les managers à accepter l'augmentation des paiements de dividendes.

[106] La définition du revenu des rentiers retenue ici est particulière. Il s'agit de celle de Epstein et Power (2003, p. 6). Cette définition s'inspire de Kalecki (1990) pour lequel le revenu des rentiers est constitué des profits reçus par les propriétaires des firmes financières auxquels sont ajoutés les revenus reçus par les propriétaires des actifs financiers. Dans leur papier, Epstein et Power retiennent plus particulièrement une mesure du revenu des rentiers comprenant les profits réalisés par les firmes engagées dans l'intermédiation financière, auxquels sont rajoutés les *intérêts* reçus par toutes les autres unités privées, non-financières, de l'économie. Par ailleurs, la mesure ne tient pas compte des gains en capitaux réalisés.

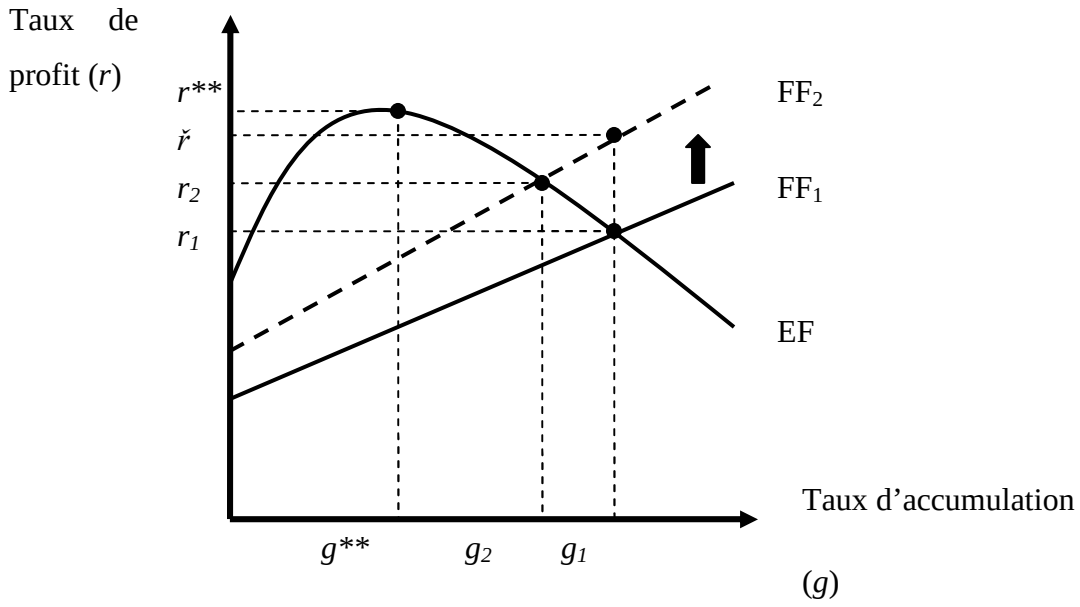
2.3.2. La financiarisation comme contrainte pour les managers

À l'intérieur de cette section, nous allons étudier les implications sur l'accumulation du capital des paiements croissants aux actionnaires, et cela, au sein d'une théorie post-keynésienne de la firme où les managers ressentent la pression actionnariale comme une contrainte. Nous ne supposons pas que les managers sont pleinement convertis aux intérêts des actionnaires. Les nouvelles règles de gouvernance d'entreprise et le nouvel environnement financier forcent les managers à distribuer plus de dividendes, mais nous supposons que les managers ont encore un objectif de maximisation de la croissance de la firme, du fait de leur implication dans la survie à long terme de la firme. La figure du manager que nous avons en tête est plus celle du manager qui fait sa carrière, sa vie entière au sein de la même firme, que la figure d'un manager stipendié par des mécanismes de rémunération indexés sur la performance financière de la firme, et passant de firme en firme.

Dans notre cadre théorique, comme la variable correspondant aux paiements de dividendes, $(1 - s_f)$, augmente, la frontière financière entame une rotation vers l'axe des ordonnées (cf. schéma n°2.3 et équation 2.6). En d'autres termes, les managers doivent réduire leur taux de rétention sur les profits. L'engagement à distribuer plus de dividendes mène à une contrainte financière plus stricte. De plus, nous avons aussi à prendre en compte trois autres manifestations de la financiarisation, qui peuvent potentiellement renforcer ce mouvement. Premièrement, la firme peut être amenée à augmenter ses investissements financiers (x_f augmente dans l'équation 2.6) ; deuxièmement, la firme doit réduire ses émissions d'actions nouvelles, et elle doit même envisager le rachat de ses propres actions (x_s diminue et peut même devenir négatif) ; et troisièmement, en conséquence du maintien de la politique d'investissement et des trois premiers effets, la firme doit, si les banques le lui permettent, emprunter plus de fonds pour compenser ses pertes de financement provenant des marchés financiers, et ses dépenses supplémentaires à leurs endroits (x_d augmente). À condition que les banques accèdent aux demandes de prêts supplémentaires, ce quatrième effet (qui est une conséquence des trois autres) poussera l'endettement à la hausse, de sorte que le taux d'endettement augmentera (d augmente), tout comme la charge de la dette (id), à taux d'intérêt donné. Ainsi, la frontière financière se déplace vers le haut. En bref, si les managers

désirent entreprendre le même taux d'accumulation, et s'ils sont obligés de distribuer plus de dividendes qu'auparavant afin de conserver l'autonomie de leur prise de décision (Crotty, 1990b, 1992, 1993; Crotty et Goldstein, 1992), ils doivent atteindre un taux (une marge) de profit plus élevé pour financer leurs projets d'investissement. Dans l'ère de la financiarisation, préserver l'autonomie des managers dans leurs politiques stratégiques est plus exigeant qu'auparavant. L'arbitrage entre croissance et sécurité (le "growth-safety trade-off" de Crotty, 1990b, 1992, 1993 ou Crotty et Goldstein, 1992) est durci : les managers doivent obtenir davantage de profits pour conserver leur sécurité, leur indépendance stratégique pour un taux de croissance donné, ou ils doivent diminuer l'investissement pour garder le même degré de sécurité, à taux de profit donné.

Schéma n°2.3 : La firme galbraithienne et la contrainte financière renforcée



Dans ce cas, les managers veulent continuer à croître au taux g_1. Mais pour ce taux d'accumulation, le taux de profit permettant de trouver du financement pour investir passe de r_1 à *ř*, à cause du renforcement de la contrainte financière. Le problème est bien que ce taux de profit ne peut pas être atteint, car il est situé au-delà de la frontière d'expansion.[107] Une

[107] Cordonnier et Van de Velde (2008) diraient de ce taux de profit qu'il est situé par-dessus le plafond de verre de la rentabilité : il est tout simplement inaccessible.

autre manière de présenter les choses est d'écrire que l'exigence d'une marge de profit plus élevée pour obtenir un financement de l'investissement entre en conflit avec la capacité de la firme à augmenter ses ventes avec des prix plus élevés sur un marché concurrentiel. Le nouveau taux de profit nécessaire pour financer l'investissement excède l'efficacité productive de la firme. Même si les managers sont réticents à modifier leurs plans d'investissement à long terme, ils ne peuvent pas y échapper. Les managers se résignent alors à maximiser la croissance, sous le coup d'une contrainte financière raffermie. En d'autres termes, ils choisissent de situer leur politique à l'intersection de la nouvelle frontière financière et de la frontière d'expansion. La nouvelle politique mise en œuvre par les managers induira une accumulation plus faible (g_2) et requerra tout de même un taux de profit plus élevé (r_2). Atteindre ce taux de profit supérieur, sous des conditions données d'utilisation des capacités, de concurrence, de coûts et de productivité, requiert un taux de marge supérieur sur les prix, et donc une accumulation plus lente (cf. équation 2.7).

Cette manière de théoriser la financiarisation mène comme auparavant à un déclin de l'accumulation. Mais cette fois, ce déclin est le résultat d'une *contrainte*, quand précédemment, il s'agissait d'un déclin *désiré* (le changement dans les préférences chez Stockhammer, 2004a). Confrontés à la nouvelle contrainte financière d'une plus grande distribution de dividendes, les managers ont été obligés de réduire leur objectif de croissance pour préserver l'autonomie de leur prise de décision. Une solution temporaire aurait pu être de vendre des actifs financiers (x_f devient négatif dans l'équation 2.6) pour relâcher la tension sur la contrainte financière. Mais cette solution n'est pas soutenable, et le maintien de l'ancienne frontière financière n'aurait été que provisoire.

2.3.3. Le report de contrainte comme solution

Pour le moment, notre raisonnement a été conduit sous la condition d'une frontière d'expansion constante. Mais cette hypothèse peut être relâchée si nous autorisons les managers à réorganiser leur firme, de manière à devenir plus efficace, et à améliorer leurs opportunités d'expansion. Deux types de politiques peuvent favoriser un déplacement vers le haut de la frontière d'expansion, correspondant à une augmentation du taux de profit

provenant soit d'une marge de profit plus élevée, soit d'un taux d'utilisation supérieur, soit d'un meilleur coefficient technique de capital, à chaque fois, pour tous les taux d'accumulation donnés. Le premier type de politique, qui allie des effets sur la marge de profit et le coefficient technique de capital, implique un transfert de la pression actionnariale des managers vers les salariés. La firme augmente sa marge sans toucher à son prix, grâce à la réduction des coûts salariaux et/ou à l'augmentation de la productivité des salariés (meilleur coefficient technique de capital). Le second type de politique, qui joue sur le taux d'utilisation des capacités, implique l'acceptation par les managers d'une plus grande fragilité réelle (s'opposant à la fragilité financière) : selon cette politique, un risque *financier* est converti en risque *réel* (Dallery et van Treeck, 2010).

La première analyse porte sur les politiques de productivité et de pression sur les salaries. Selon cette hypothèse, la frontière d'expansion peut se déplacer vers le haut de manière à ce que les managers conservent leurs désirs d'accumulation inchangés (cf. schéma n°2.4). Une telle occurrence s'appuie sur la théorie du transfert de risque (Plihon, 2004, pp. 93-5 ; Aglietta et Réberioux, 2004 ; Crotty, 1993). Confrontés à une nouvelle contrainte, les managers essaient de transférer le poids du changement sur leurs salariés, de sorte que la pression actionnariale devienne le fardeau des salariés avant d'être le problème des managers. Ici, les injonctions pour la flexibilité du marché du travail et la financiarisation peuvent être reliées au sein de la théorie de la firme. Des paiements de dividendes plus élevés empêchent les managers d'entreprendre la politique d'accumulation qu'ils avaient précédemment établie, mais grâce à la flexibilité, les managers parviennent à atteindre le taux de profit supérieur qui leur permet de financer leur objectif d'accumulation initial. En pratique, les managers vont essayer d'augmenter leur marge de profit au détriment des coûts salariaux, dans la mesure où l'externalisation et les gains de productivité permettent de réduire les coûts salariaux par unité de produit. Cette augmentation de la marge de profit à prix constants n'est possible que par l'intermédiaire de gains de productivité ou de réductions des salaires (cf. équations 2.4 et 2.5). Bien évidemment, ceci n'est valable qu'au niveau microéconomique. Quand toutes les firmes appliquent ce type de politique en pressurant leurs salariés, les effets macroéconomiques d'une plus grande insécurité salariale et d'une demande comprimée ne sont plus aussi certains, comparés aux bénéfices attendus de la réorganisation des firmes. Finalement, il est

difficile de prédire comment bougera la frontière d'expansion. La morale de cette histoire est qu'une firme individuelle peut pleinement bénéficier de la flexibilité, à condition que les autres firmes n'appliquent pas ces méthodes organisationnelles. Cet effet a été parfaitement illustré par Joan Robinson (1951, p. 135) :

> « In a crowd, anyone can get a better view of the procession if he stands on a chair.
> But if they all get up on chairs, no-one has a better view. »

Comme Crotty (1993) le souligne, le fait que les firmes n'ont pas mené ce type de politiques rentables plus tôt ne signifie pas qu'elles adoptaient des comportements irrationnels, et que dorénavant, elles suivent un comportement rationnel. Les firmes ne sont pas gouvernées par une règle de maximisation des profits, mais par une règle de satisfaction. De plus, ces politiques sont risquées et induisent des coûts élevés. Cependant, les firmes peuvent être contraintes d'appliquer de telles politiques suite à un changement de régime concurrentiel. Nous nous référons ici au régime de concurrence anarchique décrit par Crotty (1993). Dans ce régime, les firmes sont obligées d'investir, et de suivre leurs concurrentes dans des investissements qui approfondissent le capital (*capital deepening*), au lieu de l'élargir (*capital widening*). Cette obligation d'investir peut se comprendre en paraphrasant Joan Robinson : si tout le monde monte sur une chaise, je dois monter sur une chaise également pour avoir une vue de la procession, même si je ne voulais pas monter sur une chaise. Ces investissements ne cherchent plus à accroître les parts de marché de la firme, mais plutôt à rentabiliser son exploitation. Pour y parvenir, il convient de suivre les logiques capitalistes en recherchant la maîtrise rationnelle de la production. Et le meilleur moyen de maîtriser le processus de production, c'est d'évincer le facteur travail.[108] Ici, les stratégies en jeu sont les stratégies de délocalisation dans les pays à bas salaires (à condition que le gain en termes de coûts salariaux ne soit pas annulé par la perte de productivité, et les coûts de transport), ou d'externalisation à des sous-traitants.[109] Le rapport de force est alors à l'avantage du donneur

[108] Castoriadis (1996, [2009, p. 90]) avait déjà perçu cette tendance :

> « Un trait particulier de cette évolution de la technique doit être souligné : elle est, de façon prédominante, orientée vers la réduction, puis l'élimination, du rôle de l'homme dans la production ».

[109] La relation de sous-traitance, grâce à la marchandisation qu'elle implique, permet de renforcer le contrôle des coûts de manière plus efficace qu'il n'était possible de le faire en interne. Par ailleurs, la relation de sous-traitance montre la voie d'une autre manière de rehausser la rentabilité : cette fois, on ne joue plus seulement sur l'augmentation des profits par réduction des coûts, mais on joue sur la réduction du capital immobilisé. L'entreprise fait alors autant de profits qu'avant mais en utilisant moins de capital (qu'elle a externalisé) : elle est

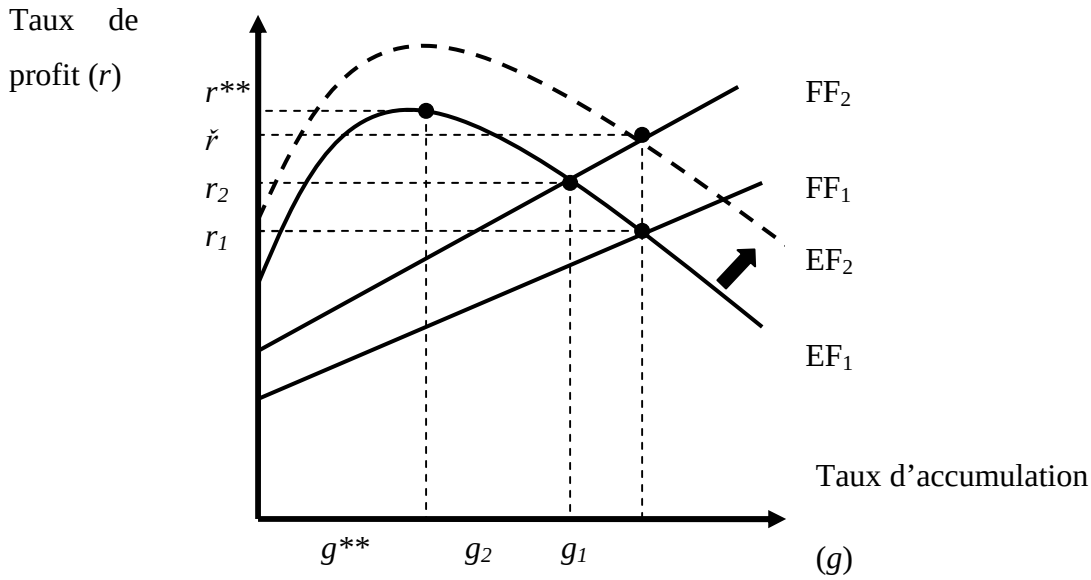
d'ordres, et cela permet là aussi de faire des économies et de reporter la contrainte de l'ajustement sur l'amont du marché tripartite. L'autre manière d'évincer le travail, c'est tout simplement d'adopter des processus de production qui ne nécessitent pas l'emploi d'une force de travail importante. Il s'agit alors de se lancer dans des processus de production à forte intensité capitalistique, ce qui n'est évidemment pas toujours possible selon les secteurs d'activité considérés.

Le second moyen d'améliorer la frontière d'expansion pour les managers est associé à une plus grande fragilité réelle. Un coup d'œil rapide à la décomposition comptable du taux de profit (équation 2.7) montre trois chemins différents qui permettent son augmentation : grâce à une marge de profit plus élevée, grâce à un taux d'utilisation plus élevé, ou grâce à un meilleur coefficient technique de capital (ou une combinaison des trois). Un exemple de combinaison d'une augmentation de la marge avec une amélioration du coefficient technique de capital est donné par le mélange de pression salariale et d'efforts de productivité, tel que nous venons de le voir dans le paragraphe précédent. Mais les managers peuvent aussi essayer de dégager un taux de profit plus élevé pour satisfaire aux exigences actionnariales par l'intermédiaire d'une utilisation plus intensive de leur capacité de production. Dans un environnement d'incertitude fondamentale, les firmes conservent toujours des excès de capacités afin de pouvoir répondre à des augmentations de la demande inattendues. Ces réserves de capacité de production représentent une sorte d'épargne en capital effectuée pour maîtriser l'incertitude du futur. Ici, les managers pourront avoir à accepter d'opérer au-dessus de leur taux d'utilisation désiré, si cela peut leur permettre d'atteindre un meilleur taux de profit. Les managers ont à arbitrer entre la cible de rentabilité des actionnaires et leur propre cible de taux d'utilisation (Dallery et van Treeck, 2010). Par conséquent, la firme sera exposée à un « risque de défaut » accru en cas d'une augmentation inattendue de la demande : à cause d'une sur-utilisation de ses capacités de production, la firme pourrait ne pas être en mesure de satisfaire la demande de ses clients. En retour, cela pourrait mener à une baisse permanente des parts de marché de la firme, puisque les consommateurs sont supposés avoir une forme de loyauté qui les conduit à ne plus s'adresser à une firme qui a précédemment failli à satisfaire leurs demandes. Ce résultat semble cohérent avec l'arbitrage entre croissance

plus rentable. Voir dans la section suivante les politiques de rationalisation du capital, dites encore « politiques du dénominateur ».

et sécurité utilisé par Crotty (1990b, 1992, 1993) ou Crotty et Goldstein (1992). Mais, ici, ce qui est en jeu n'est pas une sécurité *financière*. Les managers n'adoptent pas une politique seulement sous l'angle de l'autonomie. Ils n'essaient pas de remplir leurs engagements envers les prêteurs et les actionnaires uniquement afin de préserver l'autonomie de leur prise de décision. En contraste avec l'arbitrage de Crotty, les managers essaient aussi d'équilibrer leur sécurité réelle avec leur objectif de croissance et les exigences de rentabilité issues des actionnaires. Tous ces différents objectifs ne peuvent pas être atteints en même temps, et les managers doivent choisir lequel de ces objectifs prévaudra, et lequel devra être violé. Parmi ces objectifs, nous faisons l'hypothèse que les managers vont privilégier leur objectif de croissance. Au final, les managers seront satisfaits avec la réussite de leur objectif d'accumulation, et les actionnaires verront leurs exigences de rentabilité remplies. Mais le prix à payer pour réconcilier ces objectifs conflictuels (l'arbitrage entre croissance et profit de Stockhammer) a été que les managers acceptent une plus grande utilisation de leur capacité de production, ce qui signifie que la firme sera plus exposée à une augmentation inattendue de la demande (la fragilité réelle).

Schéma n°2.4 : Le report de contrainte à l'intérieur de la firme galbraithienne



Cette dernière éventualité illustre un cas différent de la théorie post-keynésienne de la firme en contexte de financiarisation. L'accumulation ne ralentit pas, la rentabilité augmente,

mais le sacrifice nécessaire est une plus grande paupérisation des travailleurs et/ou une sur-utilisation des capacités de production. Dans le premier cas, le report de contrainte s'effectue entre catégories d'acteurs participants au marché tripartite, avec un ajustement qui finit par s'imposer aux parties les plus faibles du marché (travailleurs, sous-traitants, pays émergents). Dans le second cas, le report de contrainte s'effectue entre plusieurs objectifs d'une même catégorie d'acteurs. L'ajustement s'effectue alors par la recherche de priorité entre plusieurs cibles qu'il est impossible d'atteindre en même temps. Mais, il faut ne pas perdre de vue que ces mécanismes de report de contrainte ne sont valables qu'au niveau microéconomique. Les augmentations de productivité ou baisses de salaire ne permettent de déplacer la frontière d'expansion vers le haut qu'à la condition que les autres firmes n'en aient pas fait de même.

2.4. La financiarisation comme objectif en soi : la firme dirigée pour les actionnaires

Dans cette section, nous explorons les implications de la financiarisation pour l'orientation de la firme et de la décision d'accumulation, si la firme est dirigée dans le sens exclusif de l'intérêt des actionnaires. La section précédente s'est penchée sur le cas d'une firme galbraithienne, dans laquelle des managers, disposant encore d'une certaine autonomie, maintenaient leur contrôle sur les orientations stratégiques, malgré la financiarisation et les déplacements de frontières (financière et d'expansion). Alors, l'orientation en faveur de la valeur actionnariale n'était qu'une contrainte, mais ici, elle deviendra le prisme au travers duquel la firme voit le monde, le leitmotiv guidant les décisions de la firme. Que les actionnaires dirigent effectivement les firmes, ou qu'ils parviennent à imposer leurs objectifs à un management totalement soumis, le but de cette section est de voir ce qui se passe quand les firmes sont dirigées dans le seul sens des intérêts actionnariaux. La financiarisation est désormais vue comme un changement dans les objectifs de la firme, et non plus comme un changement dans ses contraintes. Mais dès lors, nous devons nous demander ce que sont précisément les objectifs des actionnaires, et quelles sont alors les implications pour les décisions d'investissement.

2.4.1. Maximisation du taux de profit ou maximisation du free cash flow ?

Stockhammer (2004a) suppose, par simplicité, que les actionnaires ne sont motivés que par la recherche du profit. Grâce à cette abstraction, Stockhammer est capable de dessiner son diagramme et de modéliser l'orientation pour la valeur actionnariale comme un déplacement vers la rentabilité.

Dans ce contexte, une firme dirigée par son actionnariat adoptera un taux d'accumulation qui générera le taux de profit maximum. En revenant sur le schéma n°2.2, cela signifie qu'une firme dirigée par son actionnariat décidera de croître à un rythme g^{**}, en espérant un taux de profit r^{**}. Les actionnaires sont supposés ne s'intéresser qu'à la frontière d'expansion, et ils en cherchent le point maximum. La contrainte financière n'est pas saturée, de sorte que les actionnaires n'ont finalement pas à s'occuper de la frontière financière, et donc de la structure financière de la firme. Mais en réalité, cela ne semble pas marcher de cette manière. En effet, procéder de la sorte ne permet pas de distinguer entre l'intérêt de la firme comme entité et l'intérêt des actionnaires comme catégorie d'acteurs. Les actionnaires ne veulent pas maximiser les revenus gagnés par la firme, mais ils veulent maximiser les revenus qui leur sont versés. Maximiser les revenus obtenus par la firme n'est pas nécessairement la meilleure des solutions car ces revenus pourront être détournés pour d'autres catégories d'acteurs (créanciers). Les actionnaires veulent maximiser la partie des revenus qui leur reviendra. Pour cela, les actionnaires émettent réellement des exigences quant à la structure financière de la firme. Plus spécifiquement, ils encourageront une réduction de l'émission de nouvelles actions (x_s diminue dans l'équation 2.3), ou ils soutiendront un endettement allant au-delà des limites imposées par la prudence (des managers ou des banques) afin de bénéficier d'effets de levier (augmentation de x_d et de d dans l'équation 2.3). Considérer les actionnaires uniquement sous l'angle de la recherche de profit nous semble donc une simplification trop forte.

Afin de saisir précisément ce que pourraient être les objectifs d'une firme dirigée par son actionnariat, nous devons rentrer dans un jeu de rôle en adoptant le point de vue des

actionnaires. Il faut finalement faire de « l'économie formelle » (comment obtenir le plus avec le moins), et établir ce qui fait qu'une décision sera meilleure qu'une autre dans la perspective de satisfaire l'intérêt des actionnaires. De là, il s'avère que les actionnaires ne sont pas intéressés par la maximisation du profit, comme postulé par Stockhammer (2004a). Une première approche du véritable objectif des actionnaires suppose alors qu'ils sont mus par la maximisation du « free cash flow ». Puisque de manière très pragmatico-juridique, les actionnaires détiennent la firme, la firme possède le capital productif, mais les actionnaires ne détiennent pas directement le capital productif. Dès lors, les actionnaires ne veulent pas maximiser tout le montant des profits, mais ils ne visent qu'à maximiser le montant des profits qu'ils pourront réclamer, c'est-à-dire les profits diminués des paiements d'intérêts aux créanciers et de l'investissement. Ensuite, le free cash flow est alloué à trois types de dépenses : la distribution de dividendes, le remboursement de la dette, les rachats d'actions. Évidemment, parmi ces dépenses, les actionnaires ne favoriseront que le versement de dividendes et les rachats d'action. Comme nous l'avons déjà noté plus haut dans ce chapitre, les actionnaires sont partisans de l'endettement de la firme, afin de bénéficier de l'effet de levier, et d'augmenter la rentabilité. Si le remboursement d'une partie de la dette n'est plus ici un emploi réaliste du free cash flow pour les actionnaires, nous ajoutons aussi l'hypothèse simplificatrice que les actionnaires ne se porteront pas sur le rachat d'actions. De cette manière, le free cash flow n'est associé qu'au versement de dividendes. Il est possible d'affirmer, à la suite de Batsch (2002, p.81) que le décalage entre ces objectifs (maximisation du taux de profit ou maximisation du free cash flow) provient du décalage entre les indicateurs de taux de profit économique (Return On Capital Engaged ou ROCE) et de taux de profit financier (Return On Equity ou ROE).

$$\begin{aligned} ROCE = r &= \frac{\Pi}{K} \\ \Leftrightarrow ROE &= \frac{\Pi - iD}{K - D} = r + \frac{(r-i)D}{K-D} \end{aligned} \tag{2.9}$$

Il est alors clair que la firme peut augmenter sa rentabilité financière pour ses actionnaires si elle est disposée à accroître sa dette, tant que les taux d'intérêt sont inférieurs à sa rentabilité économique ($i < r$). Les actionnaires encouragent la firme à s'endetter toujours plus, afin de

bénéficier de l'effet de levier ($r - i > 0$) qui augmente la rentabilité financière d'autant plus fortement que le levier d'endettement (le rapport entre la dette et les fonds propres) est important.

Par ailleurs, l'endettement n'affecte pas seulement le numérateur, mais il touche aussi au dénominateur. En effet, les actionnaires, pour un stock de capital donné, peuvent plaider pour une réduction des fonds propres (le stock de capital total moins le stock de dette) par des rachats d'action (x_s négatif dans l'équation 2.3) financés par endettement ($x_d = - x_s$). Une autre possibilité pour augmenter la rentabilité financière en jouant sur le dénominateur serait d'essayer de réduire le capital de la firme en vendant une partie de ses actifs, tout en maintenant le même niveau de profit. La firme s'engage ainsi dans une voie qui peut la mener à devenir une entreprise sans usine, ayant vendu ses actifs pour dégager une rentabilité élevée, l'enjeu étant de conserver le même montant de profits réalisés mais sur une base capitalistique bien moindre grâce aux externalisations (sous-traitance). Dans les deux cas, l'augmentation du ratio dette sur capital va réduire le dénominateur de l'équation 2.9, et augmenter la rentabilité financière.

Alors que maximiser la rentabilité économique consiste à trouver le taux d'accumulation qui va maximiser le taux de profit (r^{**}), maximiser la rentabilité financière revient à chercher le taux d'accumulation qui maximisera le free cash flow (pour le versement de dividendes), c'est-à-dire qui maximisera l'écart entre une frontière financière ne tenant *a priori* pas compte du versement de dividendes[110] et la frontière d'expansion, et cela pour un taux d'accumulation donné. L'idée est ici que les actionnaires veulent maximiser le montant des dividendes qui leur sera versé. Pour cela, ils ne présument pas d'un taux de distribution des profits, mais ils calculent le taux d'accumulation pour lequel on aura l'écart maximum entre le montant des

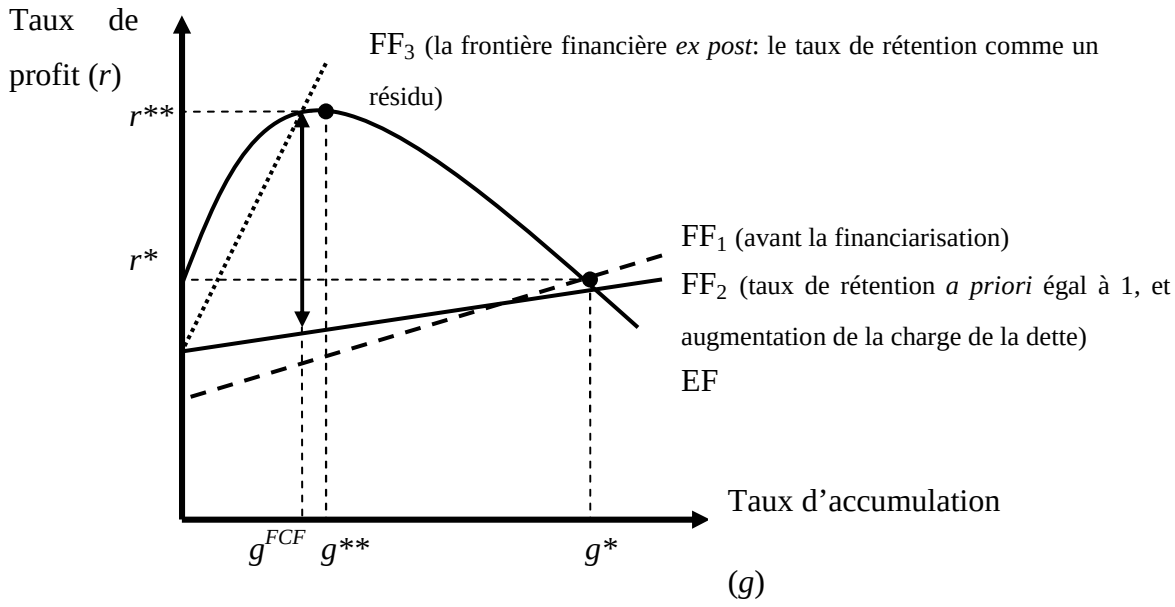
[110] Dans le cas d'une firme dirigée par son actionnariat, la frontière financière ne peut être connue *a priori*, car le taux de rétention des profits ne sera déterminé qu'*ex post*, comme un résidu. La maximisation du free cash flow implique une maximisation conjointe des profits et du taux de distribution de ces profits (le taux de distribution des profits est le complément à 1 du taux de rétention). Concrètement, nous sommes obligés dans un premier temps de supposer que le taux de rétention est égal à 1 (pas de distribution de dividendes). Comparé au cas précédent de la firme galbraithienne, cela signifie que la frontière financière est plus plate, mais elle se déplace toujours vers le haut (du fait de l'augmentation de la charge des intérêts). Dans un second temps, selon le taux de profit effectivement réalisé, les actionnaires vont réclamer une distribution de dividendes comme une part de ce taux de profit, et c'est ce qui détermine le taux de rétention comme un résidu. On peut alors représenter une frontière financière *ex post* grâce à ce nouveau taux de rétention des profits (cf. schéma n°2.5).

profits réalisés et le montant des profits qui pourra être « librement » réclamé par eux. Une fois cet écart maximisé, ils connaissent le montant des profits réalisés et le montant du cash flow disponible : tout ce cash flow est ensuite utilisé pour le versement de dividendes (par hypothèse), et le taux de distribution des profits est ainsi déterminé *ex post* par le rapport entre ce free cash flow et le profit réalisé. Formellement, les actionnaires essaient de maximiser le free cash flow comme exprimé par l'équation 2.10 :

$$\begin{aligned} & FCF = \Pi - iD - s_f(\Pi - iD) = \Pi - iD - I(1 + x_f - x_s - x_d) \\ & \Leftrightarrow \frac{FCF}{K - D} = \frac{(1 - s_f)(\Pi - iD)}{K - D} = (1 - s_f)ROE \\ & \Leftrightarrow \frac{FCF}{K} = r - id - g(1 + x_f - x_s - x_d) \end{aligned} \tag{2.10}$$

Si nous nous référons au rapport entre le free cash flow et les fonds propres, nous pouvons constater à nouveau cette évidence, qui veut que les actionnaires réclament à la fois une forte rentabilité financière grâce à l'effet de levier, et un taux de distribution des profits élevé. Si nous nous référons au rapport entre le free cash flow et le stock de capital total, nous remarquons une nouvelle évidence, qui est que ce rapport est cohérent avec sa définition comme la différence entre le taux de profit issu de la frontière d'expansion et celui issu de la frontière financière définie *a priori* avec un taux de distribution de profit nul. Sur le schéma n°2.5, nous pouvons voir que le taux d'accumulation qui maximise le taux de profit (g^{**}) est différent du taux d'accumulation qui maximise l'écart entre les deux frontières (g^{FCF}).

Schéma n°2.5 : La maximisation du free cash flow



Si les actionnaires dirigent effectivement leur firme afin de maximiser le free cash flow qui sera réclamé sous forme de versement de dividendes, le taux d'accumulation entrepris sera inférieur au taux d'accumulation qui maximise le taux de profit économique.[111] Comparé à la situation où les managers dirigeaient la firme dans une stratégie orientée en faveur de la croissance (*g**), la diminution de l'accumulation est encore plus grande que celle induite par l'application du cadre d'analyse de Stockhammer (*g***). Si l'on est d'accord avec la maximisation du free cash flow comme étant l'objectif des actionnaires, on doit s'attendre à un ralentissement très marqué de l'accumulation du capital. Ce résultat est le produit d'une gouvernance de la firme qui vise l'appropriation immédiate du revenu de la firme. Maximiser le free cash flow et le réclamer sous forme de dividendes est un moyen de favoriser le cours boursier dans l'immédiat. Cela relève de ce que Aglietta et Rebérioux (2004, p. 117) appellent un « capitalisme carnassier » où le contrôle de la firme se fait par le marché boursier dont la figure est l'investisseur institutionnel impatient. Dans la section suivante, nous abordons un

[111] Le taux d'accumulation qui maximise le free cash flow (g^{FCF}) est situé au point où la pente de la frontière d'expansion égalise la pente de la frontière financière. À condition que la pente initiale de la frontière d'expansion est supérieure à la pente de la frontière financière (qui doit être positive), le taux d'accumulation qui maximise le free cash flow sera toujours situé à gauche du taux d'accumulation qui maximise le taux de profit économique ; puisque la pente décroissante de la frontière d'expansion sera d'abord égal à la pente de la frontière financière, avant d'être égal à zéro (*r***).

« capitalisme patrimonial » où la gouvernance s'effectue par la « formation d'un groupe actionnarial majoritaire et allié aux dirigeants de l'entreprise ou (et) la présence d'investisseurs institutionnels patients » (Aglietta et Rebérioux, 2004, p. 117). Cette gouvernance essaie de tirer profit de la firme, en visant la valorisation de la firme sur un horizon temporel plus long que celui que nous venons d'envisager.

2.4.2. La maximisation de la richesse actionnariale

Lorsque l'on considère les injonctions issues de la nouvelle gouvernance d'entreprises, il est possible de découvrir un autre chemin pour décrire les objectifs théoriques d'une firme dirigée par son actionnariat. Une affirmation répandue énonce le besoin de « créer de la valeur pour l'actionnaire ». Notre hypothèse sera ici qu'une firme menée par son actionnariat s'efforcera de maximiser la création de valeur pour ses mêmes actionnaires en maximisant la valeur de la firme sur le marché financier. Cette section propose ainsi une alternative à la maximisation du free cash flow comme objectif des actionnaires.

Dans cette section, nous adopterons la plus pure des théories de la création de valeur pour l'actionnaire. Nous nous plaçons délibérément à l'intérieur du cadre reflétant le mieux les croyances et intérêts actionnariaux. Pour cette section seulement, nous supposons donc l'efficience généralisée des marchés à l'équilibre telle qu'elle apparaît dans le Capital Asset Pricing Model (CAPM), ou en français, le Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers (MEDAF), et nous essayons d'en déduire ce que serait la meilleure politique pour les actionnaires.[112] En utilisant cette théorie traditionnelle du fonctionnement et du mode d'évaluation des marchés financiers (formule de Gordon-Shapiro), nous pouvons écrire l'équation qui détermine la valeur d'une firme à l'équilibre des marchés (voir aussi Plihon, 2002, p. 57) :

[112] Nous ne partageons évidemment pas la croyance dans cette efficacité des marches financiers et dans le mode de détermination de la valeur d'une firme. Mais nous employons ce modèle pour déterminer ce qui est le mieux pour l'actionnaire, quand on adopte son mode de raisonnement, son point de vue le plus pur.

$$V = \sum_{t:0}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+r_s)^t} \tag{2.11}$$

La valeur de la firme (V) n'est rien d'autre que la somme de ses futurs free cash flows (FCF_t), actualisés pour tenir compte de la dépréciation de l'avenir. Le taux d'actualisation (r_s) est égal au taux de rendement prévalant à l'équilibre des marchés, c'est-à-dire le taux d'intérêt d'un actif non risqué (les obligations d'État) auquel est ajouté une prime de risque spécifique au marché actions. En utilisation la définition du free cash flow comme la différence entre le taux de profit issu de la frontière d'expansion et le taux de profit issu de la frontière financière, et en supposant que le free cash flow croît au même rythme que le stock de capital (g),[113] et que ce taux de croissance est inférieur au taux d'actualisation (r_s), il vient que la précédente équation peut être réécrite en fonction du free cash flow d'aujourd'hui seulement :

$$V = \frac{\Pi - I(1 + x_f - x_s - x_d) - iD}{r_s - g} \tag{2.12}$$

En divisant l'équation 2.12 par le stock de capital total de la firme (K), nous obtenons la valeur de la firme par action :

$$v = \frac{r - g(1 + x_f - x_s - x_d) - id}{r_s - g} \tag{2.13}$$

L'équation 2.13 fait clairement apparaître les raisons pour lesquelles les actionnaires ne devraient pas être intéressés seulement par le taux de profit de la firme (r), lorsqu'ils cherchent à maximiser la valeur de la firme. Les commentaires habituels avancés en faveur de la création de valeur pour l'actionnaire ont tendance à se limiter à la maximisation du numérateur uniquement : ce qui est requis pour que la firme dispose d'une bonne évaluation sur les marchés financiers est qu'elle ait un taux de profit élevé, un taux de croissance faible, ou un taux d'intérêt faible. Cette vue néglige le rôle du dénominateur dans la détermination du prix de l'action sur le marché. En regardant plus attentivement le dénominateur de l'équation

[113] Dans ce cas, la somme des free cash flow est la somme des termes d'une suite géométrique.

2.13, le point marquant est que le taux de croissance de la firme a un effet positif sur la valeur de la firme, puisque, toute chose égale par ailleurs, il tend à réduire le dénominateur. Le calcul de la dérivée de la valeur de l'action par rapport au taux de croissance de la firme confirme ce jugement :

$$\frac{dv}{dg} = \frac{(r - id) - r_s(1 + x_f - x_s - x_d)}{[r_s - g]^2} \tag{2.14}$$

Cette dérivée sera positive si la première parenthèse du numérateur est supérieure au deuxième terme du numérateur. Pour des valeurs plausibles des paramètres (cf. tableau n°2.1),[114] la dérivée est positive, et l'augmentation de la croissance entraîne certes une réduction du versement de dividendes à l'origine (numérateur de 2.13), mais elle permet une meilleure valorisation de la firme sur le marché grâce aux anticipations favorables de croissance des profits (dénominateur de 2.13).

Tableau n°2.1 : Structure financière simplifiée de la firme

	Symboles	Valeur
Taux de profit économique (ROCE)	r	0,08
Taux de croissance	g	0,05
Investissement financier (en part de l'investissement)	x_f	0,05
Emission nette d'action (en part de l'investissement)	x_s	0,01
Nouveaux emprunts (en part de l'investissement)	x_d	0,5
Taux d'intérêt	i	0,05
Taux d'endettement	d	0,5
Taux d'actualisation (taux de rentabilité financière exigible à l'équilibre des marchés)	r_s	0,1
Taux de rétention des profits	s_f	0,4909
Taux de profit net de charges financières	$r - id$	0,055
Taux de profit financier	ROE	0,11

Par conséquent, les actionnaires désirant maximiser la valeur de marché de la firme ne doivent pas se focaliser uniquement sur le taux de profit au détriment de l'accumulation. En d'autres termes, si les actionnaires visent la maximisation de la valeur de la firme, ils n'échappent pas à l'arbitrage entre croissance et profit, contrairement à ce qu'affirme Stockhammer (2004a).

[114] Les valeurs plausibles des paramètres sont inspirées de Plihon (2002, p. 72).

Une firme dirigée par son actionnariat ne poursuivra ni le taux d'accumulation qui maximise son taux de profit (g^{**}), ni le taux d'accumulation qui maximise le free cash flow (g^{FCF}), mais elle tentera de choisir le taux d'accumulation qui maximise la valeur de la firme.

Ce résultat émerge d'un ensemble très particulier d'hypothèses. Les actionnaires sont supposés maximiser la valeur de la firme sur un horizon temporel illimité. Pour cette raison, ils ont besoin de tenir compte du taux de croissance de la firme, qui est aussi, par hypothèse, le taux de croissance anticipée de son free cash flow. Mais si nous supposons que les actionnaires essaient de maximiser la valeur de la firme sur un horizon temporel plus court, le taux de croissance voit son importance minorée, comme lors de la présentation du cas d'actionnaires désirant maximiser le free cash flow d'aujourd'hui uniquement.

2.4.3. L'absence d'un savoir pertinent et l'émergence d'une convention financière

Cependant, le taux de croissance qui maximise la valeur de la firme sur le marché est bien plus incertain que les autres taux de croissance que nous avons mis au jour jusqu'ici (taux de croissance maximal, taux de croissance qui maximise le taux de profit, taux de croissance qui maximise le free cash flow). Il fluctue beaucoup pour de faibles variations de la valeur des paramètres entrant dans l'équation 2.13, et plus particulièrement par rapport à la valeur du taux de rendement standard à l'équilibre des marchés (r_s).[115]

Ce taux de rendement d'équilibre est un taux de rendement exigible pour un portefeuille de marché général. Il intervient aussi dans la définition du taux de rentabilité financière (ROE_s) exigible pour une firme particulière, puisque cette rentabilité exigible se décompose en plusieurs parties : le rendement d'un actif non-risqué (i),[116] auquel s'ajoute une prime de risque qui comprend une prime de risque de marché ($r_s - i$),[117] et une prime de risque

[115] Pour une définition de r_s, voir la présentation du MEDAF dans Aglietta et Rebérioux (2004, p. 25) ou Plihon (2002, p. 57).
[116] Ici l'actif non-risqué peut être des obligations d'État, et le taux d'intérêt sur les obligations d'État est supposé être le même que celui prévalant sur le marché du crédit.
[117] Prime qui est rémunère le risque pris en détenant des actions au lieu de détenir un actif sans risque.

spécifique à la firme (β).[118] Il nous faut garder en tête que cette formule est basée sur l'équilibre des marchés. La rentabilité financière donnée par l'équation 2.15 est une rentabilité exigible par le marché pour ce type de firme : une firme opérant sur tel ou tel marché doit fournir cette rentabilité cible, car il est supposé que les autres firmes du secteur réussiront à dégager cette rentabilité.

$$ROE_s = i + \beta(r_s - i) \tag{2.15}$$

La logique de la création de valeur pour l'actionnaire telle qu'elle est représentée par les modèles axés sur les critères de l'EVA (Economic Value Added) est d'aller au-delà de cette rentabilité exigible. La firme qui crée véritablement de la valeur pour l'actionnaire est une firme qui crée plus de valeur que ce que l'on peut en attendre à l'équilibre des marchés. Pour une firme gouvernée dans cette optique, la rentabilité financière telle qu'elle est définie dans l'équation 2.9 doit dépasser la valeur déterminée par l'équation 2.15. La firme doit donc être gouvernée par comparaison avec ce que font les autres firmes de son secteur (ROE_s) et de ce qu'attendent les marchés en général (r_s). Il faut en quelque sorte faire mieux que les autres. Cette émulation est censée pousser toutes les firmes à poursuivre les meilleures stratégies de gouvernance, ce qui ne fait que déplacer à la hausse la moyenne à dépasser période après période, entraînant les firmes dans une compétition sans fin qui normalise des réussites exceptionnelles en transformant les plafonds en planchers, et en élevant graduellement le taux de rendement exigé par les marchés.

Si nous reprenons la tentative de détermination de la politique permettant la maximisation de la valeur de la firme, nous devons comparer la performance de la firme à la performance moyenne (r_s) et sectorielle du marché (ROE_s). Nous avons vu dans la section précédente que le taux d'accumulation permettant la maximisation de la valeur de la firme dépendait beaucoup du taux de rendement à l'équilibre des marchés (le taux d'actualisation r_s). Plus ce taux s'élève, et moins la firme est valorisée sur les marchés (équation 2.13). Par ailleurs, quand ce rendement exigible s'accroît, d'après l'équation 2.14, on remarque que la croissance

[118] Prime qui rémunère le risque pris en détenant une action de cette firme plutôt qu'un titre indexé sur l'état général du marché.

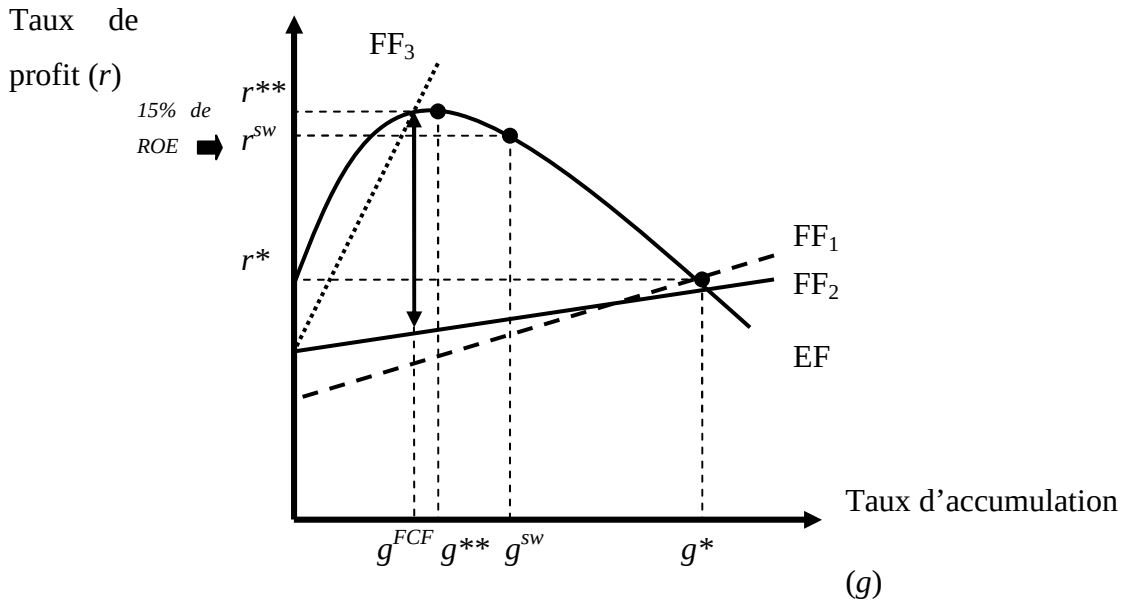
est de moins en moins une politique permettant la maximisation de la valeur de la firme (la dérivée peut même changer de signe).[119]

En dernière analyse, la maximisation de la valeur de la firme sur le marché est extrêmement sensible à, et dépendante de nombreuses variables qui dépassent totalement la capacité de contrôle de la firme. De sorte qu'il est quasiment impossible de déterminer un taux d'accumulation qui maximiserait la valeur de la firme sur le marché quand l'accumulation est une décision de moyen-long terme et que les facteurs déterminants l'optimum sont inscrits dans une temporalité beaucoup plus courte. Au lieu de cette détermination précise, il nous faut supposer que les firmes agissent conventionnellement en suivant des règles générales. Ce type de rationalité suggère des comportements reposant plus sur le satisficing que sur la maximisation. En adoptant un niveau plancher établi comme norme par une convention de marché, les firmes essaient de lever l'indétermination sur la définition des politiques à adopter pour maximiser la valeur actionnariale. Quand les firmes ciblent les célèbres 15% de ROE,[120] elles ne maximisent sans doute pas la création de valeur pour l'actionnaire, mais elles choisissent un objectif qui s'approche autant que possible de l'objectif final de maximisation de la valeur actionnariale. Les firmes ne savent pas vraiment comment maximiser la valeur actionnariale, mais elles savent que présenter un rendement de 15% sur fonds propres (ou plus pour certains secteurs) enverra le signal qu'elles sont disposées à la maximiser. Cette politique ne maximise pas effectivement la valeur actionnariale, mais elle a émergé comme une convention qui souligne l'engagement en ce sens. Graphiquement (cf. schéma n°2.6), il est possible d'observer la proximité entre le taux d'accumulation qui maximise le free cash flow g^{FCF} (cf. schéma n°2.5), et le taux d'accumulation qui essaie de maximiser la valeur actionnariale en ciblant le niveau conventionnel, normal de ROE (g^{sw}).

[119] Cette dépendance de la détermination de la bonne politique à des variables extérieures à la firme (taux de rendement exigible à l'équilibre des marchés ou taux de rentabilité financière exigible pour la firme) laisse cependant un degré de liberté. La firme peut en effet, dans une certaine mesure, jouer sur son bêta. Il s'agit de diminuer la variabilité de sa rentabilité par rapport aux autres firmes de son marché, et du marché en général. La politique suivie consiste alors à variabiliser ses coûts, en particulier ses coûts salariaux en ayant recours à des contrats atypiques ou en externalisant (Aglietta et Rebérioux, p. 27).

[120] Ces 15% de ROE peuvent constituer le genre de « norme financière » à laquelle Boyer (2000) se réfère dans son article. Les références à cette convention peuvent se trouver dans de nombreux rapports annuels de grandes entreprises : Axa, Michelin, Schneider,… . Ces firmes, malgré leurs grandes différences (assureur, fabricant de pneumatiques, équipementier électrique), ont promis à leurs actionnaires le même rendement (Batsch, 2002).

Schéma n°2.6 : La maximisation de la richesse actionnariale (shareholder wealth)



La politique d'accumulation qui essaie de maximiser la richesse actionnariale est supérieure à celle qui maximise le free cash flow. L'objectif de maximisation de la valeur de marché de la firme requiert de prendre en compte la croissance de la firme. Même lorsque l'on prend la plus pure des théories actionnariales de la firme, on a besoin de la croissance. Quand les actionnaires agissent dans le but de maximiser leur richesse, ils ne maximisent pas le free cash flow,[121] mais ils essaient de préserver, dans une certaine mesure, la croissance de la firme, puisque la croissance de la firme (et de son cash flow) importe dans l'évaluation financière de la firme par le marché.[122] La croissance *d'aujourd'hui* reste un prérequis pour la rentabilité de *demain*, qui, en retour, détermine la valeur *d'aujourd'hui* de la firme sur le marché. L'application des maximes actionnariales n'aboutit pas à une liquidation totale des principes de la gouvernance d'entreprise managériale, puisque la croissance est encore nécessaire pour soutenir les intérêts actionnariaux. En cherchant à atteindre leurs objectifs, les actionnaires doivent toujours se reposer sur les managers, dont la principale compétence est d'appliquer des stratégies de croissance. Il y a une convergence *théorique* d'intérêt entre managers et actionnaires si l'on approche les objectifs actionnariaux sous l'angle de la maximisation de la valeur de la firme sur le marché. Mais la convergence en question n'est pas celle souvent

[121] En d'autres termes, ils ne maximisent pas seulement le numérateur de l'équation 2.13.
[122] Ce qui apparaît au numérateur de l'équation 2.13.

décrite au sein de la littérature sur la gouvernance d'entreprise. Nous ne faisons pas allusion à la convergence des intérêts des managers avec ceux des actionnaires par l'entremise des stock-options ou autres schémas de rémunération indexés sur la rentabilité. La convergence que nous soulignons dans cette section va dans l'autre sens : c'est une convergence des intérêts des actionnaires avec ceux des managers. En effet, ce que nous avons montré, c'est que les actionnaires *devraient* se préoccuper de la croissance, si leur objectif est bien la maximisation de la valeur de la firme sur le marché.[123]

En résumé, la firme dirigée par son actionnariat exhibe deux configurations, selon que les actionnaires s'attèlent à maximiser soit le free cash flow, soit la valeur de la firme. Le premier cas semble considérer les actionnaires comme des chercheurs de rentes à court terme, peu impliqués dans de nombreuses firmes différentes (par diversification de leur portefeuille), et peu concernés par la survie de ces firmes à long terme. Ils ne sont intéressés que par la performance financière de court terme, et ils peuvent plaider pour des taux d'endettement élevés afin de générer plus de profits, sans être inquiets pour une fragilité financière qu'ils ne supporteront pas, car arrivant après qu'ils aient vendu leurs parts. Le second cas est caractérisé par des actionnaires qui sont davantage engagés dans l'intérêt de la firme à long terme, et donc ces actionnaires se préoccupent de croissance. Finalement, il est possible d'établir une forte distinction entre des actionnaires intéressés par des revenus élevés issus du versement de dividendes (free cash flow), et ceux intéressés par l'appréciation de leurs actifs et la valorisation du cours de bourse sur un horizon plus ou moins long.

Cependant, il convient de noter le caractère conventionnel de l'évaluation des firmes sur le marché boursier. La valeur de marché d'une firme ne repose pas sur une réalité objective qui peut être connue par un individu. Elle repose sur la structure financière de la firme telle qu'elle est perçue par le marché (opacité éventuelle des comptes), sur des anticipations de profit nécessairement incertaines, sur des éléments de comparaison avec d'autres firmes, sur la continuité de l'état actuel des affaires,… Quand il n'existe pas de bases solides sur laquelle forger son opinion en contexte d'incertitude, un individu va se rendre à l'avis d'une majorité

[123] Nous n'affirmons pas que les actionnaires se préoccupent en réalité de la croissance.

qu'il espère mieux informée.[124] Tout cela fait que les cours boursiers reposent sur des bases largement conventionnelles, et le propre des conventions, c'est que, après des périodes plus ou moins longues de stabilité, elles peuvent être soumises à des ruptures brutales (Keynes, 1936 ; Orléan, 1999). Dans le cas qui nous intéresse ici, la rupture brutale d'une convention haussière sur le marché financier peut amener à une dégradation forte de la structure financière de la firme (elle peut pousser à une hausse de l'endettement).[125]

2.5. Conclusion

Nous avons entrepris dans ce chapitre de souligner les implications de la financiarisation pour la décision d'investir à l'intérieur de la théorie post-keynésienne de la firme. Nous n'avons pas tenté de dégager quelle était la configuration la plus pertinente pour la théorie de la firme en contexte de financiarisation. Nous avons plutôt fourni les deux cas polaires d'implications théoriques de la financiarisation. Selon les différentes règles de gouvernance d'entreprise avantageant plus ou moins fortement les actionnaires (entreprises dirigées par des managers mais contraintes par les actionnaires ou entreprises dirigées par les actionnaires), et selon les objectifs différents qui peuvent être poursuivis par des actionnaires aux exigences différentes (maximisation des dividendes ou de la valeur de l'action), la financiarisation aura des effets différents pour la firme individuelle (réduction plus ou moins forte de l'accumulation, déformation plus ou moins marquée de la structure financière), et au-delà, elle générera des régimes macroéconomiques différents. Le point commun de ces différentes configurations reste cependant qu'au niveau microéconomique, le ralentissement de l'accumulation et le redressement de la rentabilité sont des conclusions avérées de la théorie de la firme financiarisée. Notre conclusion suggère aussi que la théorie post-keynésienne de la firme résiste aux transformations institutionnelles, puisque nous avons montré qu'il était possible d'intégrer la financiarisation en son sein, malgré l'origine managérial de cette théorie.

[124] Même quand la convention est contraire à notre opinion, il faut suivre cette convention, car « on ne peut pas avoir raison contre la foule ». Comme le montre la métaphore du concours de beauté, notre intérêt n'est pas de faire ce que nous pensons être juste, mais de devancer ce que la majorité estime juste (Keynes, 1936, [2005, p. 167 et suivantes]).

[125] Au niveau macroéconomique, la fin d'une convention haussière sur les marchés financiers fragilisera les firmes, mais en régime de capitalisme financiarisé, elle fragilisera aussi les ménages qui comptent sur des revenus issus des marchés financiers pour consommer (retraite pour les ménages américains, dividendes,…).

L'introduction de la financiarisation à l'intérieur du cadre de la firme post-keynésienne a d'abord été réalisée par Stockhammer (2004a), qui dérive sa théorie des travaux antérieurs de Lavoie (1992). Les contributions de Stockhammer mettent en lumière les luttes de pouvoir à l'intérieur de la firme, et leur conséquence pour la politique d'accumulation. Ensuite, Stockhammer construit un bouclage macroéconomique, où le ralentissement de l'accumulation du capital, expliqué théoriquement au niveau microéconomique, rencontre les faits stylisés de la financiarisation, et plus particulièrement la tendance macroéconomique d'une baisse de l'investissement (allant de pair avec un redressement de la rentabilité). Sur ce point, nous sommes en accord. Comme Stockhammer le conçoit, l'accumulation du capital au niveau macroéconomique a ralenti, parce que les firmes au niveau microéconomique ont *désiré* investir moins, conformément à l'arbitrage entre croissance et profit. Mais là où nous tenons à nous différencier, c'est que Stockhammer semble induire le rétablissement macroéconomique des profits de cette baisse désirée de l'accumulation. Or, et c'est là l'un des enjeux principaux de cette thèse que nous développerons dans la seconde partie, ce qu'il convient d'expliquer au niveau macroéconomique n'est pas pourquoi la rentabilité a augmenté *grâce* au ralentissement de l'accumulation, mais pourquoi elle a augmenté *malgré* le ralentissement de l'accumulation.

Dans ce chapitre, nous avons essayé de raconter une histoire différente de celle de Stockhammer pour expliquer pourquoi les firmes au niveau microéconomique ont *décidé* d'investir moins, sans que ce ne soit nécessairement un désir de leur part. Que l'orientation de la firme soit décidée par des managers sous la pression des actionnaires ou par les actionnaires eux-mêmes, la financiarisation conduit effectivement à une tendance à la baisse de l'accumulation. En cela, nous sommes d'accord avec les résultats de Stockhammer. Mais, nous avons essayé de détailler les processus qui produisent ces résultats. Les décisions d'accumulation au sein des firmes interagissent avec d'autres cibles. D'une part, les managers ne poursuivent pas aveuglement des politiques de croissance, mais ils s'inquiètent aussi des cibles de taux d'utilisation et de taux d'endettement. D'autre part, les actionnaires ne sont pas seulement motivés par le taux de profit ; ils sont aussi concernés par les leviers d'endettement et la croissance. Le modèle étudié permet donc de prendre en compte à la fois des managers

qui se comportent différemment selon leur sensibilité à des objectifs contradictoires (croissance, utilisation, dette), et des actionnaires qui plaident pour des politiques différentes provenant de cibles différentes correspondant à des horizons temporels différents. Ce que nous avons montré, c'est que la financiarisation prise comme une contrainte pour des managers engendre une diminution de l'accumulation relativement faible, et peut même conduire à une accumulation constante ou accrue, grâce au report de contrainte, qui s'effectue soit par l'ajustement d'une autre catégorie d'acteurs (plus grande pression sur les salariés, les fournisseurs, les sous-traitants), soit par l'arbitrage entre plusieurs objectifs conflictuels (fragilisation réelle de la firme par accroissement de l'utilisation de ses capacités, fragilisation financière par accroissement de l'endettement). En considérant le cas opposé où les actionnaires président à la destinée de la firme, nous avons trouvé que la réduction de l'accumulation était bien plus importante, même si l'ampleur de la réduction dépend beaucoup de ce que l'on retient comme objectifs et comme horizon temporel pour les actionnaires (plus l'horizon est éloigné, plus le besoin de la croissance se fait sentir). La manière avec laquelle nous avons présenté la financiarisation offre ici une représentation théorique du changement historique dans la gouvernance d'entreprise, « from an orientation towards retention of corporate earnings and reinvestment in corporate growth through the 1970s to one of downsizing of corporate labor forces and distribution of corporate earnings to shareholders over the past two decades » (Lazonick et O'Sullivan, 2000, p. 13).

Les implications microéconomiques de la financiarisation pour la théorie de la firme ont besoin d'être complétées par une macroéconomie de la financiarisation. Contrairement à la vision dominante des profits comme étant la condition nécessaire et suffisante à la maximisation du bien-être social, nous suggérons ici que le montant des profits exigés peut être trop élevé pour la santé d'une économie, à cause des sacrifices impliqués par la réalisation de ces profits (accumulation ralentie, salaires déprimés, montée de l'endettement, fragilité financière). Nos résultats suggèrent une baisse de l'accumulation qui confirme l'hypothèse macroéconomique traditionnelle sur les effets de la financiarisation. Il est prévu que l'investissement global diminue du fait de la financiarisation, et, *toutes choses égales par ailleurs*, cela mènerait à une contraction de l'activité. Le point principal qu'il convient de mentionner concernant le bouclage macroéconomique est que les situations présentées ici ne

peuvent advenir que sous la condition implicite que les firmes réalisent effectivement les taux de profit supérieurs qu'elles avaient anticipés lorsqu'elles ont décidé de réduire leur taux d'accumulation.[126] En effet, le taux de profit microéconomique d'une firme dépend du taux d'accumulation macroéconomique, des autres firmes. Si les autres firmes décident de réduire leurs dépenses d'investissement, la firme individuelle aura des difficultés à atteindre le taux de profit qui avait justifié la réduction de son taux d'accumulation, étant donné que sa frontière d'expansion se sera déplacée vers le bas. Cela ouvre la voie à la fois à une instabilité *réelle* avec des frontières d'expansion qui se déplacent sans cesse vers le bas et des décisions d'investissement toujours réduites, et à une instabilité *financière* avec des charges d'endettement toujours plus grandes et un risque financier de défaut accru. De plus, on doit garder à l'esprit que les positions des deux frontières sont basées sur des facteurs subjectifs, comme l'optimisme des managers sur la rentabilité des investissements (frontière d'expansion), ou l'attitude envers la dette et la sensibilité au risque financier des managers (frontière financière). Il va sans dire que les deux facteurs sont susceptibles de générer des fluctuations cycliques, selon l'optimisme et la prudence qui déplaceront la perception des frontières financière et d'expansion (la prudence jouant à la baisse, l'optimisme jouant à la hausse), modifiant ainsi les espoirs de profit et les décisions d'accumulation, qui en retour rejailliront sur la réalisation de ces profits au niveau macroéconomique.

Mais, concernant la financiarisation, toutes choses ne sont pas égales par ailleurs. En considérant la financiarisation au niveau macroéconomique, la question à poser est de savoir si les effets positifs sur la consommation (versement de dividendes, richesse financière, crédit) dépassent les effets négatifs sur l'investissement. Si la réponse est non, il ne peut y avoir de place pour un capitalisme mené par la finance, qui soit soutenable. Si la réponse est oui, un capitalisme mené par la finance peut émerger avec succès. Pour essayer de nous faire une opinion théorique sur la réponse à apporter à cette question, nous étudierons les implications de la financiarisation au sein de deux modèles macroéconomiques différents dans la seconde partie de cette thèse. Empiriquement, de nombreuses études ont remarqué le divorce entre l'accumulation et la rentabilité qu'ont connu de nombreux pays (van Treeck, 2008a, 2008b, 2009 ; Hein et van Treeck, 2007, 2008). Ces considérations peuvent être

[126] Cette confirmation *ex post* des anticipations *ex ante* n'est plus certaine quand, comme il semble être le cas, les exigences financières se heurtent au « plafond de verre » de la rentabilité (Cordonnier et Van de Velde, 2008).

expliquées par ce que Cordonnier (2006, p. 89) appelle la « loi de Kalecki étendue ». L'accumulation peut ralentir simultanément à une augmentation de la rentabilité, si la consommation des capitalistes augmente (plus grande distribution de dividendes, et augmentation de la propension à les consommer), et si la consommation des ménages augmente également (malgré la modération salariale, mais grâce à la montée de l'endettement). Ces caractéristiques clé de l'économie post-keynésienne fournissent une explication théorique solide aux faits stylisés récents du capitalisme mené par la finance. Elles peuvent aussi fournir une raison à la persistance de la déprime de l'investissement sans dépression globale, comme nous allons le voir dans le chapitre quatre.

La littérature sur la financiarisation étudie souvent les conditions théoriques sous lesquelles une consommation tirée par la finance peut entraîner un rétablissement de la rentabilité. Notre travail dans ce chapitre a consisté à offrir une réévaluation du cadre théorique nécessaire pour analyser un investissement comprimé par la finance, au niveau de la firme. Les débats sur le capitalisme mené par la finance doivent reposer sur la confrontation de ces deux aspects de la financiarisation. Dans cette perspective, ce chapitre a comblé un vide dans le champ microéconomique insuffisamment étudié par les approches traditionnelles de la financiarisation. Mais comme nous l'avons vu dans le premier chapitre, la firme n'est pas seule sur son marché de production. Au-delà des arbitrages qu'elle réalise entre plusieurs alternatives s'offrant à elle, ses décisions engagent d'autres acteurs par effets de report. Lorsque la firme prend une orientation stratégique, un chemin, elle impose cette voie à d'autres, qui devront suivre ou subir les conséquences de cette décision. Afin d'avoir une vue d'ensemble des effets de la financiarisation, il faut donc considérer ces effets de report, et leurs effets en retour sur la firme, et ses objectifs. Pour y parvenir, l'analyse doit monter d'un degré, et passer au niveau macroéconomique.

Deuxième partie :
Macroéconomies post-keynésiennes de la financiarisation

Introduction. Finance, accumulation et structures : le système capitaliste

Après nous être penchés, dans la première partie, sur les interactions entre la finance et l'accumulation au sein de la firme capitaliste, nous abordons, dans cette seconde partie, l'étude des liaisons entre finance et accumulation au niveau du système capitaliste dans son ensemble. La dynamique macroéconomique est contingente d'un environnement institutionnel, de structures sociales et économiques, qui déterminent les variables d'ajustements, fussent-elles des catégories d'acteurs, ou des objectifs dominés. La financiarisation, en modifiant l'accumulation et les structures de l'économie, affecte doublement le fonctionnement et la dynamique du capitalisme.

Concernant la financiarisation au niveau macroéconomique, les deux faits stylisés majeurs, que nous avons rappelés à maintes reprises, concernent le ralentissement de l'accumulation accompagné d'une belle envolée de la rentabilité. Ces deux faits ont suscité de nombreuses interrogations parmi les Post-Keynésiens attachés aux déterminations kaleckiennes de la rentabilité macroéconomique. Conformément aux idées keynésiennes, l'investissement détermine l'épargne. Dans notre cas, c'est l'accumulation qui détermine la rentabilité. Alors que ces deux variables fluctuaient de concert auparavant, la financiarisation a brisé leur liaison en provoquant ce qu'il est convenu désormais d'appeler le divorce entre accumulation et rentabilité. Au niveau macroéconomique, si on s'obstine à ne considérer que ces deux faits, on ne peut les comprendre. Car, si ces deux faits constituent les manifestations majeures de la financiarisation, ils ne sont pas les seuls. Le divorce entre accumulation et rentabilité ne se donne à comprendre qu'en ayant recours à ces autres bouleversements, moins souvent mis en avant. Nous les avons déjà mentionnés à d'autres endroits dans cette thèse, et nous les utiliserons pleinement dans cette seconde partie, plus spécifiquement dans le quatrième chapitre. Le déclin de l'accumulation devait provoquer, toutes choses égales par ailleurs, une chute de la rentabilité, puisque la loi de Kalecki précise que « les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent ». Mais, si la financiarisation a provoqué une chute de l'accumulation, elle a aussi généré une plus grande consommation des capitalistes grâce aux versements de dividendes et un endettement accru à la fois des ménages pour la consommation, et des firmes pour le

versement de dividendes et le rachat d'actions. Ce sont ces moteurs qui expliquent le rétablissement de la rentabilité malgré le ralentissement de l'accumulation du capital.

Les modèles post-keynésiens de croissance accordent tous une grande place à la répartition des revenus (et des richesses) dans la détermination du chemin de croissance. Cette interaction entre croissance et répartition est même la clé de voûte de l'économie keynésienne, aussi bien dans sa microéconomie, comme nous avons pu nous en apercevoir au chapitre deux avec les liens entre finance et investissement au niveau de la firme, que dans sa macroéconomie.

Tout d'abord, rappelons que l'un des messages de politique économique les plus forts de la *Théorie Générale* est l'appui donné à une redistribution des revenus en faveur des classes laborieuses. Cette politique de réduction des inégalités salariales ne se réclame pas d'une légitimité en termes de justice sociale, mais elle s'impose par sa seule efficacité économique chez Keynes (1936). La redistribution favorisera la croissance, car elle alimentera la consommation globale, en transférant du pouvoir d'achat des classes à la propension à consommer la plus faible, vers celles pour lesquelles elle est proche de l'unité.

La répartition du revenu entre salaires et profits s'interprète initialement de la même manière que la réduction des inégalités au sein de la masse salariale globale : si les salaires ont une propension à être dépensés plus importante que les profits (les profits conservés étant par définition intégralement épargnés par les firmes), favoriser un partage de la valeur ajoutée à l'avantage des salariés se justifie par son effet positif sur la croissance. Dans ce second cas, l'effet positif semble néanmoins beaucoup moins systématique que dans le premier cas (la réduction des inégalités salariales), puisque l'investissement, pour certains auteurs suivant l'article de Bhaduri et Marglin (1990), finit par être plus *déterminé* par la rentabilité, que simplement *induit* par elle comme c'était le cas pour Joan Robinson.[127] La dynamique de l'accumulation est alors plus gouvernée par des considérations de rentabilité exigée que par des préoccupations sur l'adaptation de l'utilisation des capacités de production à la demande.

[127] Robinson (1962, [1964, p. 48]) :

> « The first question to be discussed is the relation between the rate of profit *caused* by the rate of accumulation and the rate of accumulation which that rate of profit will *induce* […]. »

D'autre part, dans un régime financiarisé, une répartition du revenu à l'avantage des profits peut aussi constituer une source de croissance par le jeu de la consommation des revenus financiers (dividendes versés et/ou effet richesse dû à l'appréciation des actifs grâce aux profits), venant alimenter la demande et, en retour, l'accumulation. Enfin, dans un environnement économique ouvert à la concurrence internationale, un partage à l'avantage des profits peut aussi stimuler la croissance sous l'effet d'une meilleure compétitivité internationale (qui se fait donc aux dépens des autres pays) et d'une meilleure balance commerciale. L'ensemble de ces considérations sur l'impact de la répartition du revenu entre salaires et profits forme le cadre de référence de la littérature issue des travaux de Bhaduri et Marglin (1990) sur les déterminants de la demande, de la croissance et de la rentabilité.

Nous reviendrons sur ces débats concernant les déterminants de l'accumulation dans le cœur du prochain chapitre, et nous testerons alors les modèles kaleckiens de croissance en leur appliquant une répartition passive de la richesse (passive au sens d'exogène), le partage entre salaires et profits provenant du degré de monopole. Dans un premier temps, nous proposerons une première façon d'aborder la dynamique du système capitaliste financiarisé, en recourant à la modélisation kaleckienne qui permet très simplement d'intégrer la financiarisation par une modification du partage de la valeur ajoutée à l'avantage des profits. Auparavant, un retour plus général sur l'histoire des modèles post-keynésiens de croissance et de distribution sera entrepris. Puis, dans le but de conforter notre choix et de vérifier leur résilience, nous revisiterons les modèles kaleckiens, en les questionnant, par simulation, sur leurs propriétés essentielles de plausibilité et de stabilité de leur équilibre. Cette enquête soulève alors plusieurs paradoxes. Ces modèles kaleckiens sont globalement peu plausibles, et en recoupant les résultats de plausibilité avec les résultats de stabilité, il s'avère que les modèles les plus plausibles sont instables au sens de Keynes (le marché des biens ne tend pas vers l'équilibre). Cette instabilité keynésienne surgit là où on ne l'attendait pas, car l'une des propriétés des modèles kaleckiens était d'avoir éliminé l'instabilité…à la Harrod. Les tentatives d'explication que nous apporterons au manque de plausibilité des modèles conduiront à reconsidérer le statut de leur équilibre. Nos réponses à l'instabilité des modèles se tourneront vers l'instabilité potentielle de la réalité capitaliste : un capitalisme épuré, laissé à lui-même, ne pourrait être qu'instable. Sans force de rappel (présente en réalité mais absente des

modèles), la poursuite rationnelle des intérêts individuels n'emmènerait le système capitaliste que dans des chemins de traverse, instables par nature.

Dans un second temps, le quatrième chapitre apportera une seconde manière d'appréhender la dynamique du système capitaliste financiarisé, en replaçant les analyses en termes de classes, de conflits et d'ajustement au centre du problème macroéconomique. En s'appuyant sur une modélisation stock-flux cohérente initiée par Godley et Lavoie (2001-2, 2007), et en réaffirmant la conflictualité des revendications sur la répartition des revenus, le modèle que nous présentons offre une certaine représentation d'éléments clés de la dynamique du capitalisme de ces trente dernières années. C'est alors dans le conflit que survient la stabilité, certes fragile et imprégnée de domination, de l'équilibre capitaliste. À la différence du chapitre trois où la répartition était passive (exogène), nous étudierons les liens entre croissance et distribution, avec une distribution résolument active, puisque dépendante des rapports de force entre catégories sociales. Nous soulignerons alors les interactions entre croissance et répartition au cœur de la dynamique du capitalisme, en intégrant sous le label « répartition » à la fois la distribution des richesses et le partage des risques (reports de contrainte). Le capitalisme financiarisé nourrit une croissance risquée (instable) et à l'avantage des profits. Mais cette répartition de la valeur ajoutée favorable aux profits n'est pas le reflet d'une prime de risque versée à ceux qui entreprennent, comme pourrait le laisser penser le mythe libéral, le risque ayant été transféré, dans le sens opposé à celui des richesses, sur les catégories d'acteurs dominées (salariés, sous-traitants, pays émergents). Le capitalisme dominé par la finance induit donc une double domination : une domination dans le partage de la richesse et une domination dans le partage des risques.

Chapitre Trois : Actualité des modèles kaleckiens de croissance et de répartition en contexte de financiarisation

3.1. Introduction

Après avoir étudié les conséquences de la financiarisation au niveau de la décision d'accumulation pour la firme individuelle, il nous faut désormais nous tourner vers le champ de l'analyse macroéconomique du capitalisme. Nous venons de voir que, au niveau microéconomique, la financiarisation réduisait l'accumulation du capital et augmentait les exigences de rentabilité. Au niveau macroéconomique, le ralentissement de l'accumulation n'est que l'agrégation de la réduction des investissements décidée par les firmes individuelles. Mais, le redressement de la rentabilité effective ne peut pas être issu de l'agrégation du raffermissement des exigences de rentabilité par les firmes individuelles. Si sur le plan microéconomique, baisse de l'investissement et augmentation des profits sont logiquement compatibles, le rétablissement de la rentabilité du capital concomitant de la chute de l'accumulation constitue bien un paradoxe sur le plan macroéconomique. Ce paradoxe doit être élucidé en mobilisant les moyens par lesquels la rentabilité s'est redressée *malgré* la baisse de l'accumulation. Ce sont ces moyens (consommation des rentiers, endettement des ménages et des firmes) que nous devons analyser sur le plan macroéconomique.

Nous avons envisagé dans un premier temps de mener à bien cette intégration macroéconomique au sein des modèles kaleckiens de croissance. Ces derniers présentent en effet un certain nombre de qualités théoriques et formelles qui en font des instruments intéressants pour « mettre en système » les traits caractéristiques du capitalisme financiarisé. Cependant, il nous est apparu progressivement que ces modèles souffrent d'un défaut qui a fini par nous sembler très gênant : un défaut que l'on peut qualifier de manque de plausibilité. C'est à l'exposé de cette difficulté que ce chapitre est consacré. On devrait mieux comprendre à l'issue de cet examen critique pourquoi nous avons finalement choisi dans le chapitre quatre de procéder à « l'intégration macroéconomique » en choisissant un autre cadre (ou, à tout le moins, une autre méthodologie) : les simulations à l'intérieur de modèles SFC.

Dans un premier temps, ce chapitre s'intéresse aux récents développements qui se sont multipliés autour des modèles kaleckiens de croissance. De nombreux auteurs post-keynésiens se sont réappropriés avec un engouement nouveau ces modèles au cours des vingt dernières années. Ce regain d'intérêt ne semble pas circonscrit à la seule école post-keynésienne, mais il s'inscrit dans un mouvement plus général de redécouverte du thème des modèles de croissance de long terme au sein du champ de l'analyse économique.

Il nous semble cependant que les Kaleckiens ne s'attardent pas suffisamment sur les conditions d'existence et de stabilité de leurs modèles, et qu'ils préfèrent notamment s'interroger sur la caractérisation de la dynamique de la croissance (*wage-led* ou *profit-led*). Nous laissons à d'autres le soin d'étudier les différentes propriétés de ces modèles en aval, pour nous concentrer sur la plausibilité des conditions d'existence en amont. Notre ambition n'est donc pas ici de proposer une nouvelle version de ce que d'aucuns appellent les modèles « néo-kaleckiens » de croissance (Allain, 2009), mais bien plutôt de porter une appréciation critique sur leur pertinence.

Par appréciation critique, nous n'entendons pas une évaluation des causalités mises en œuvre par ces modèles, mais nous confrontons les valeurs obtenues par simulation pour les variables macroéconomiques de long terme avec les valeurs que l'on est en droit d'attendre *a priori* pour ces mêmes variables macroéconomiques au sein d'une économie réelle envisageable. C'est une façon de mettre ces modèles en face de leurs prédictions, et ainsi de vérifier leur pertinence.

La pertinence que nous évaluons n'est pas une pertinence empirique au sens classique du terme : nous ne faisons pas appel à l'économétrie. Il s'agit plutôt d'une pertinence *a priori* ou *ex ante* qui étalonne les modèles par rapport aux ordres de grandeur qui peuvent être acceptables au sein d'une réalité historique. Nous opérons une vérification qui vise à savoir si la modélisation kaleckienne est en mesure d'être descriptive de la réalité économique, pas nécessairement de la réalité telle qu'elle est, mais plutôt de la réalité telle qu'on peut la concevoir, dans la limite d'ordres de grandeur plausibles. Nous réalisons pour ce faire des

tests de plausibilité consistant à déterminer dans quelle mesure les variables macroéconomiques issues de ces modèles se situent au sein de ces ordres de grandeur acceptables.

Le foisonnement de publications dans le domaine de la macroéconomie kaleckienne s'explique en partie par la malléabilité de cette forme de modélisation qui permet l'intégration facile et rapide de thèmes divers. Nous nous demandons dans cette contribution si la modélisation kaleckienne peut aussi être légitimée pour ses qualités en termes de pertinence. Pour ce faire, nous avons étudié différentes formes de modèles kaleckiens parmi les plus employés. Nous proposons également des variantes originales traitant plus particulièrement de la financiarisation de l'économie. Au-delà de la seule évaluation en termes de plausibilité, nous analysons aussi la question de la stabilité de ces modèles. Il s'agit d'un vieux débat qu'il nous semble possible de remettre en avant. En résumé, nous questionnons la plausibilité des modèles kaleckiens et nous questionnons aussi la plausibilité des conditions de stabilité. Ce sont ces deux interrogations qui amènent à reconsidérer l'attirance envers des modèles qui, d'une part peinent à être descriptifs d'une économie capitaliste envisageable, et d'autre part avancent une condition de stabilité peu plausible pour des valeurs raisonnables des paramètres, alors qu'ils érigent le respect de cette condition de stabilité comme un prérequis à toute analyse macroéconomique.

Le chapitre se décompose en trois sections. La première section permettra de faire le point sur ces modèles de croissance kaleckiens, et d'en souligner les principes de fonctionnement. La deuxième section détaillera la méthodologie retenue pour rendre compte de la pertinence de ces modèles, et exposera les résultats de cette enquête en ce qui concerne la plausibilité. Il semble que les modèles kaleckiens de croissance souffrent de certaines lacunes à cet égard. Peu d'entre eux parviennent à générer un nombre satisfaisant de variantes susceptibles d'être descriptives d'une réalité plausible. Dans la troisième section, nous présenterons un réexamen de la question de la stabilité. En particulier, nous verrons que les modèles présentant les meilleures performances du point de vue de la plausibilité sont instables. La persistance de l'instabilité n'est pas sans poser un certain nombre de questions

auxquelles nous tenterons d'apporter des réponses. La dernière section conclura sur les perspectives d'une autre modélisation des dynamiques d'un capitalisme réel.

3.2. Les modèles post-keynésiens de croissance et de distribution

Les premiers modèles de croissance post-keynésiens ont été élaborés dans l'intention d'étendre la *Théorie Générale* de Keynes[128] au long terme. Ce que Keynes avait mis en évidence pour le court terme devait être transposé dans le long terme. Si Keynes ressentait une certaine circonspection pour des perspectives temporelles relativement lointaines[129], il n'en demeure pas moins que l'étude du long terme dans un cadre keynésien était nécessaire, afin d'opposer une alternative complète à la tradition orthodoxe, prompte à se réfugier dans le long terme pour contester toute pertinence aux idées keynésiennes.

3.2.1. Quelques éléments d'une histoire de la macroéconomie post-keynésienne

Avant de rentrer pleinement au cœur du fonctionnement des modèles post-keynésiens de croissance et de distribution, il nous semble utile de présenter quelques éléments d'une histoire de la macroéconomie post-keynésienne. Ce détour historique permettra de mieux appréhender les enjeux des tests que nous effectuerons par la suite. Au sein de cet aperçu historique, nous considérerons dans un premier temps les modèles de croissance post-keynésiens issus des travaux de Joan Robinson d'une part, et de Michal Kalecki d'autre part. Puis, dans un second temps, nous nous attarderons sur les différentes critiques qui ont été adressées à ces modèles.

3.2.1.1. Les modèles de croissance de Joan Robinson

Nous distinguons les modèles d'inspiration robinsonienne des modèles d'inspiration kaleckienne suivant en cela la classification opérée par Lavoie[130]. Joan Robinson propose dès

[128] Cf. Keynes (1936).
[129] Nul besoin ici de s'étendre sur la célèbre sentence keynésienne : « A long terme, nous sommes tous morts ».
[130] Cf. Lavoie (1992) p. 282 et suivantes.

1956[131] une théorie de la croissance de long terme. Il s'agit de la théorie de la croissance passée à la postérité grâce à la fameuse représentation du diagramme « en forme de banane ». De manière schématique, on peut résumer sa pensée, ainsi que celle de Kaldor, par le fait que les dépenses d'investissement des entrepreneurs déterminent leurs profits courants, et que le taux de profit anticipé constitue l'un des principaux facteurs déterminant leurs dépenses d'investissement. On a une sorte de détermination en boucle, qui va du taux de croissance passé au taux de profit présent, puis du taux de profit anticipé au taux de croissance à venir. Le premier maillon de la chaîne n'est qu'une formulation littéraire de l'équation de Cambridge qui fait dépendre en tout temps le taux de profit des entrepreneurs de leurs décisions d'investir. Cette vérité, valable que l'on soit à l'équilibre ou non, se déduit de la seule égalité entre épargne et investissement. Comme Robinson se place dans une économie où les salariés n'épargnent pas, l'égalité entre épargne et investissement s'écrit :

$$s\Pi = I \tag{3.1}$$

où I est le montant des dépenses d'investissement, s la propension à épargner les profits et Π le montant des profits.

Or, en interprétant l'égalité ci-dessus comme une détermination des profits par l'investissement, on obtient bien l'expression traditionnelle de la demande effective, qui devient, en dynamisant (c'est-à-dire en divisant par le stock de capital) :

$$r = \frac{g^i}{s} \tag{3.2}$$

où r est le taux de profit, g^i le taux d'accumulation.

L'équation (3.2) est bien l'équation de Cambridge. C'est l'équation de réalisation des profits, puisqu'elle nous dit bien comment les profits sont générés à partir des dépenses

[131] Cf. Robinson (1956).

d'investissement[132]. Lavoie (2004, pp. 96-7) affirme qu'en inversant l'équation (3.2), il est possible d'écrire une fonction d'épargne :

$$g^s = sr \tag{3.3}$$

où g^s représente l'épargne rapportée au stock de capital.

Si nous sommes parfaitement d'accord avec la forme prise par la fonction d'épargne qu'utilise Lavoie, il nous semble en revanche qu'il ne s'agit en aucun cas d'une inversion de l'équation de Cambridge. Cette dernière porte bien sur la manière dont l'investissement détermine le taux de profit, et pas sur la manière dont est créée l'épargne. Pour obtenir la fonction d'épargne exprimée en (3.3), il faut revenir à l'origine de l'épargne dans cette économie où les salariés ne font que consommer. La seule épargne qui peut être réalisée dans ce type d'économie ne peut provenir que des profits :

$$S = s\Pi \tag{3.4}$$

où S est le montant de l'épargne désirée, s la propension à épargner les profits et Π le montant des profits.

C'est en divisant (3.4) par le stock de capital K que l'on tombe sur l'équation (3.3) qui nous donne la dynamique du désir d'épargne.

Comme dans tous les modèles keynésiens, il faut dès lors ajouter une équation indiquant la dynamique de l'investissement. Robinson affirme que les décisions d'investissement des entrepreneurs dépendent de leurs anticipations de profits. Robinson postulait une relation convexe entre investissement et profits anticipés, dont nous allons ici donner une spécification simple :

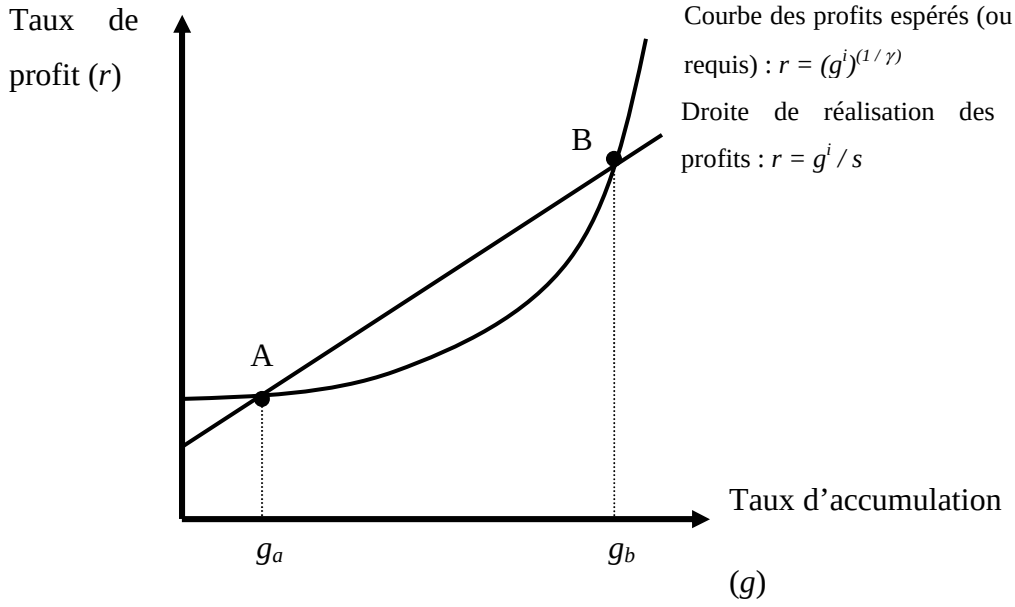
[132] C'est ici la seconde partie du fameux adage attribué à Kalecki (d'autres l'attribuant aussi à Kaldor ou à Robinson), selon lequel : « Les salariés dépensent ce qu'ils gagnent, et les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent ». La seconde partie de l'adage indique le sens de la causalité entre investissement et profits.

$$g^i = (r^a)^\gamma \tag{3.5}$$

où g^i désigne le taux d'accumulation désiré, γ représente la sensibilité de l'investissement à r^a, le taux de profit anticipé.

En égalisant le taux de profit réalisé grâce à g^i (le taux de profit issu du principe de la demande effective, cf. équation 3.2) au taux de profit justifiant g^i (le taux de profit requis, taux de profit que l'on obtient en inversant l'équation 3.5 : quels sont les espoirs de profit nécessaires pour accumuler au taux g^i), on obtient un équilibre de long terme[133], équivalent du résultat keynésien de court terme obtenu à partir de $I = S$. La représentation de ce modèle est passée à la postérité sous la forme du diagramme en forme de banane (Robinson, 1962, [1964, p. 48]) :

Schéma n°3.1 : Le double lien entre accumulation et rentabilité chez Robinson.



La courbe des profits espérés donne, pour chaque taux d'accumulation, le taux de profit attendu qui est juste suffisant pour motiver les firmes à mettre en œuvre ce taux

[133] Le long terme est ici vu comme le temps au bout duquel taux de profit réalisé et taux de profit anticipé sont égaux.

d'accumulation. Afin de faire le lien avec le modèle d'accumulation microéconomique développé dans le chapitre deux, il est possible d'interpréter la courbe des profits espérés comme une courbe des taux de profit requis. Pour chaque taux d'accumulation, la courbe détermine alors un taux de profit minimum pour garantir la sécurité de l'investissement, et entreprendre sa réalisation. Plus les firmes désirent croître à un rythme élevé, plus elles ont besoin de perspectives de profit importantes pour les inciter à investir, à courir le risque d'une immobilisation importante de capital.[134]

La droite de réalisation des profits n'est qu'une autre expression de la relation de Cambridge, qui détermine le taux de profit par le taux d'accumulation, pour une propension à épargner donnée. Plus l'accumulation est rapide, plus la rentabilité augmente. Dans la représentation ci-dessus (qui n'est qu'une reprise de Joan Robinson), il est possible d'identifier deux points d'intersection, correspondant à deux points d'équilibre. Le point A est un équilibre instable, puisque, pour des taux d'accumulation inférieur à g_a, les profits générés par ces investissements seront trop faibles pour les légitimer. S'enclenche alors une dépression de l'investissement, et en retour de la rentabilité. Le point B est un équilibre stable, puisque, que l'accumulation initiale soit comprise entre g_a et g_b (la rentabilité effective est supérieure à la rentabilité espérée, bonne surprise qui pousse à accroître davantage l'accumulation), ou qu'elle soit située au-delà de g_b (la rentabilité effective est inférieure à la rentabilité attendue, déception conduisant à réduire l'accumulation entreprise), les incitations à accumuler issues des réalisations effectives de profit font converger l'accumulation vers le taux g_b.

Sur la base d'un cas très particulier du modèle de Robinson, le modèle de la barrière inflationniste d'un « Bastard Golden Age » (Robinson, 1962 [1964, p. 58-9]), il s'est établi une tradition où un supplément d'épargne conduisait à un supplément d'accumulation.[135] Les caractéristiques du long terme à la Robinson ne recouvrent alors que partiellement les propriétés du court terme keynésien (Lavoie, 1992, pp. 290-3). Pour Robinson, les entreprises fonctionnent à pleine capacité. Dans ce cadre de la pleine utilisation des capacités de

[134] C'est tout le sens des effets d'Eldorado, qui permettent des accumulations très rapides dans l'espoir de bénéficier de retours très élevés durant une phase d'euphorie. Le problème est ensuite bien évidemment la réalisation ou non de ces espoirs, et la confrontation à la réalité, dont il est impossible de s'écarter durablement.
[135] Voir aussi le modèle de Kaldor (1956).

production, un choc positif de demande ne peut être absorbé que par une hausse des prix[136]. Les ajustements ne se font plus par les quantités, mais par les prix, ce qui est contradictoire avec le raisonnement keynésien de court terme où ce sont les variations de la production et de l'utilisation des capacités de production qui équilibrent le marché des biens.[137] On aurait un rôle pour la demande effective passant à court terme par les variations du taux d'utilisation (les quantités), et un rôle à long terme passant par les variations de prix (de marge), i.e. par des variations dans la répartition entre salaires et profits. Cette dichotomie provient de l'hypothèse de fixité du taux d'utilisation, égal à l'unité (cf. Lavoie, 1992, p. 291), qui plonge l'économie dans une perspective classique. Deux relations s'inversent par rapport au court terme keynésien, puisque les liens entre salaire réel et taux de profit d'une part, et salaire réel et taux d'accumulation d'autre part sont tout simplement retournés :

> « The […] consequence of assuming full capacity is that there is a necessary inverse relationship between the real wage rate and the rate of profit. » (Lavoie, 1992, p. 292)

> « A higher rate of accumulation means a lower real-wage rate. » (Robinson, 1962, [1964, p. 58])

Au sein de ce « Bastard Golden Age », Robinson admet que si la croissance est limitée par le taux de salaire réel, alors c'est bien un supplément d'épargne qui engendrera plus d'investissement. Ce n'est plus l'investissement qui fait l'épargne, mais la relation causale est inversée (Lavoie, 1992, p. 293). Par ailleurs, alors que la reconnaissance de l'épargne comme frein à la croissance constitue un résultat keynésien essentiel à court terme, Lavoie (1992, p. 296) souligne un problème d'incohérence court terme – long terme :

> « When the inflation barrier has been reached, higher thriftiness generates a higher rate of accumulation by avoiding monetary restraints. »

Cette incohérence entre court et long terme ne tient que si on suppose l'existence d'une barrière inflationniste, c'est-à-dire si on suppose que l'économie est sur la frontière profits –

[136] Lavoie (1992, ou 1996) parle de la version « *inflationist barrier* » de Joan Robinson.

[137] L'ajustement procède plutôt de la période courante, où les firmes constatent que la demande a été supérieure à ce qu'elles en attendaient. Elles réalisent des profits d'aubaine : elles produisent sur la base d'une anticipation de prix qu'elles égalisent au coût marginal, mais du fait du dynamisme de la demande, elles ont réussi à vendre leur production plus cher que ce qui était prévu (règle de détermination du prix de Cantillon/Smith).

salaires, ou autrement dit, si on suppose que l'économie se situe à long terme à une valeur fixe du taux d'utilisation égale à l'unité ($u = 1$). D'où l'importance de critiquer cette hypothèse. C'est ce que font les modèles kaleckiens. En instaurant un taux d'utilisation endogène capable de s'éloigner de sa valeur unitaire, on évite le problème d'inconsistance entre court et long terme. On réintroduit les idées de Keynes en restaurant le paradoxe de l'épargne. Les premiers modèles que Lavoie appelle néo-keynésiens ont donc été finalement abandonnés par Kaldor et Robinson, qui leur ont préféré par la suite les modèles entrant plus dans la tradition kaleckienne (Lavoie, 1992, p. 296).

3.2.1.2. Les modèles kaleckiens de croissance et de distribution

Les modèles kaleckiens de croissance permettent de conserver dans le long terme des propriétés mises en évidence pour le court terme par Keynes. Alors que nous venons de voir que chez Robinson et Kaldor, le lien positif entre salaire réel et croissance ne joue plus à long terme, les modèles kaleckiens le conservent à une place importante. Les premiers modèles kaleckiens ou néo-kaleckiens sont issus des travaux de Rowthorn (1981) ou Dutt (1984). Lavoie (1992, p. 297) indique trois caractéristiques requises pour recevoir l'appellation kaleckienne : il faut que le modèle comporte une fonction d'investissement avec accélérateur, il faut que les prix soient dépendants de forces conventionnelles (*mark-up*) et non de forces de marché, et enfin il faut que le taux d'utilisation des capacités soit inférieur à la pleine utilisation (excès de capacité permanent : $u < 1$). Au niveau des déterminants de l'investissement, il est possible de noter une inflexion particulière quant à la place accordée à la demande au travers de la présence du taux d'utilisation au sein de la fonction d'investissement :

$$g^i = \gamma_0 + \gamma_u u \tag{3.6}$$

où γ_0 représente une composante autonome de l'investissement, γ_u une forme de l'accélérateur keynésien, et u le taux d'utilisation des capacités de production.

Chez Robinson et Kaldor, nous l'avons vu, c'est bien la profitabilité escomptée qui influence l'investissement. Chez Kalecki, on retrouve bien l'accent mis sur la demande à travers le taux d'utilisation des capacités productives. Mais, comme nous venons également de le faire remarquer, les Kaleckiens présupposent une sous-utilisation structurelle de ces capacités, là où Robinson et Kaldor, dans leurs premiers modèles, postulaient la pleine utilisation. C'est sur cette troisième caractéristique constitutive de l'héritage kaleckien que se fait la différence avec la tradition précédente, car pour Kalecki, il s'agit là d'une caractéristique essentielle du capitalisme :

> « The reserve of capital equipment and the reserve army of the unemployed are typical features of capitalist economy […] » (Kalecki, 1971, p. 137, repris par Lavoie, 1992, p. 297)

Keynes était en désaccord avec Kalecki sur ce point, car il affirmait qu'un raisonnement qui se veut de long terme et qui suppose que les entreprises ne fonctionnent pas à pleine capacité est un raisonnement qui ne se fait pas *réellement* sur le long terme. Soit les entreprises produisent à pleine capacité ($u = 1$) et alors on discute bien du long terme, soit elles fonctionnent en-dessous de la pleine capacité ($u < 1$) et dans ce cas la discussion ne porte plus sur le long terme. Les cambridgiens (Kaldoriens et Robinsoniens) sont restés fidèles à Keynes quant à sa conception du long terme, d'autres se sont rangés derrière Kalecki, ce qui permettait de préserver d'autres propriétés keynésiennes comme le lien positif entre salaire réel et croissance.

Par la suite, la notion de taux normal d'utilisation des capacités (u_s) a été introduite afin de mieux rendre compte de la volonté des entreprises de se situer structurellement en deçà de la pleine utilisation de leurs capacités ($u_s < 1$). L'introduction d'un taux normal d'utilisation visait aussi à ne pas laisser le taux d'utilisation flotter dans le vide : si les entreprises n'opèrent pas à pleine utilisation des capacités de production ($u = 1$), elles ne sont cependant pas prêtes à accepter n'importe quel niveau d'utilisation de leurs équipements et visent une utilisation normale de leurs capacités de production. Le long terme fut alors redéfini comme l'horizon au bout duquel les entreprises atteignaient leur taux cible d'utilisation des capacités ($u = u_s$). On distingue alors trois périodes temporelles :

- Tout d'abord, on commence avec la période courante (très court terme), au cours de laquelle les décisions de production, de consommation et d'investissement sont prises, sans être nécessairement compatibles. À la fin de la période courante, la confrontation des décisions de production et de dépense des agents occasionne des pertes imprévues ou des profits d'aubaine pour les entreprises.
- La seconde temporalité est le court terme, période au cours de laquelle les décisions de production sont modifiées pour éliminer la part d'imprévu des profits et arriver progressivement à l'équilibre de la demande effective, c'est-à-dire l'équilibre entre les désirs d'investir et les désirs d'épargne. L'ajustement se fait ici par le taux d'utilisation des capacités de production.
- La dernière temporalité est le long terme, période au cours de laquelle les entreprises modifient non plus l'utilisation de leurs capacités de production, mais leurs capacités de production elles-mêmes. Le long terme est donc la période au cours de laquelle les firmes modifient les décisions d'investir (et donc de prix) dans le but d'adapter leurs capacités de production à la demande.

À la fin de la longue période, les capacités de production sont utilisées à un taux normal, supposé optimal ($u = u_s$). Ce raisonnement introduit donc une nouvelle fonction d'investissement selon laquelle, quand il existe un décalage entre le taux d'utilisation effectif et le taux cible, les entreprises augmentent ou réduisent leurs efforts d'investissement, suivant que leurs capacités de production sont sur- ou sous-utilisées, afin de ramener la normalité de l'utilisation de leurs capacités[138] :

$$g^i = \gamma_0 + \gamma_u (u - u_s) \tag{3.7}$$

où γ_0 représente la croissance tendancielle de l'économie, γ_u désigne la vitesse d'ajustement des entrepreneurs à un décalage entre le taux d'utilisation effectif u et leur taux cible, u_s.

[138] Rien ne permet cependant d'affirmer avec certitude que ce mécanisme de réaction des firmes entraînera effectivement le retour du taux d'utilisation effectif à sa valeur normale. C'est tout l'enjeu de l'instabilité harrodienne de montrer que ces réactions, au lieu de combler le décalage initial, l'entretiennent.

Mais concevoir l'équilibre de long terme de la sorte attirait de nouveau l'économie vers un comportement classique où l'insistance keynésienne sur la demande globale n'avait plus sa place. Si à long terme le taux d'utilisation prend une valeur fixe, que celle-ci soit égale à l'unité comme chez Keynes et les cambridgiens, ou égale à une valeur cible comme ici, cela ne modifie pas le mode d'ajustement prévalant à long terme. Si le taux d'utilisation perd son rôle de variable accommodante, l'ajustement se réalise par les prix (marge), par la répartition entre salaires et profits.

Lavoie (1992 et 1995) et Dutt (1997) ont, chacun à leur manière, insisté sur l'endogénéité du taux normal d'utilisation des capacités à long terme. Autrement dit, le taux normal dépend du taux effectif chez ces deux auteurs, de sorte que l'égalité entre taux normal et taux effectif est soit toujours repoussée, soit elle n'empêche pas le taux d'utilisation effectif de jouer un rôle de variable d'ajustement ($u = u_s$, mais u_s change).

C'est dans ce cadre que l'on peut situer le débat sur la nature du long terme initié par Chick et Caserta (1997). Ils proposent en effet de traiter des phénomènes économiques non plus dans le long terme, mais dans une sorte de moyen terme. Ces auteurs refusent d'analyser les phénomènes économiques sous l'angle d'équilibres pleinement ajustés ($u = u_s$). À ces équilibres finaux, ils préfèrent l'utilisation d'équilibres « provisionnels » (ou provisoires), plus à même, selon eux, de rendre compte de la complexité d'une réalité économique marquée par l'incertitude planant au-dessus des acteurs et de leurs décisions. Dès lors, l'analyse ne se déroule plus dans un long terme hypothétique dont la réalité se dérobe à nos facultés d'abstraction et au ressenti des acteurs, mais bel et bien dans une sorte de moyen terme plus aisément concevable. Il semble possible de dresser un pont entre les approches de Lavoie et Dutt d'une part, et de Chick et Caserta d'autre part. Alors que Lavoie et Dutt prétendent que le taux d'utilisation effectif demeure une variable d'ajustement car le taux normal n'est pas fixe, Chick et Caserta se situent dans une perspective temporelle raccourcie qui empêche l'ajustement entre taux effectif et taux cible d'avoir lieu. À chaque fois, le taux d'utilisation reste une variable libre, soit parce que le taux normal vers lequel il doit tendre est variable (Lavoie et Dutt), soit parce que le raisonnement économique ne doit pas s'étendre au long

terme, et que par conséquent, le taux d'utilisation effectif n'a pas à égaliser une quelconque variable cible (Chick et Caserta).

3.2.1.3. Les modèles à la Bhaduri et Marglin

Devant le succès rencontré par ces modèles post-keynésiens, et face à la simplicité d'accès à cette forme de modélisation, qui plus est, aisément modifiable, certains auteurs hétérodoxes se sont appropriés ces modèles. C'est le cas de Bhaduri et Marglin (1990). Ces auteurs d'origine marxistes proposent de modifier la spécification de la fonction d'investissement kaleckienne. Ils plaident pour une prise en compte différente de la profitabilité attendue de l'investissement. Alors qu'auparavant la profitabilité escomptée était saisie au travers du taux de profit *r*, Bhaduri et Marglin estiment que la part des profits dans la valeur ajoutée π permet de séparer les effets dus à la marge de profit de ceux dus au taux d'utilisation :

$$g^i = \gamma_0 + \gamma_\pi \pi + \gamma_u u \tag{3.8}$$

où γ_0 représente la croissance tendancielle de l'économie, γ_π la sensibilité de l'investissement à la profitabilité attendue des projets estimée par π, la part des profits dans la valeur ajoutée, γ_u l'effet accélérateur, u le taux d'utilisation.

Ils montrent également que cette modification de la fonction d'investissement affaiblit un effet accélérateur qu'ils jugent exagéré car doublé dans les spécifications dominantes (du fait de la double prise en compte du taux d'utilisation, une fois en tant que tel dans la fonction d'investissement et une fois comme composante du taux de profit). Cette simple modification autorise la réémergence des résultats classiques dans le long terme, et évite que seule ne puisse survenir une croissance tirée par les salaires, comme dans les modèles kaleckiens de base. Ainsi, selon la valeur des paramètres, le modèle pourra donner naissance à des régimes de croissance diamétralement opposés : c'est la fameuse discussion sur la croissance *wage-led* ou *profit-led*. Toutes choses égales par ailleurs, une croissance des salaires réels (diminution de la part des profits) aura un effet positif sur la consommation et donc sur le taux d'utilisation, mais elle aura un effet négatif sur la marge de profit qui pèse à la baisse de

l'investissement. L'effet global sur l'investissement de la hausse des salaires dépend alors de la confrontation de ces deux effets.

À la suite de leur article fondateur, toute une littérature s'est emparée de leur cadre théorique afin d'analyser les conditions pour qu'une économie soit tirée par les salaires ou les profits à long terme. Mais aussi et surtout, de nombreuses études ont cherché à prouver que nos économies étaient effectivement prises dans l'un ou l'autre régime. Le régime *profit-led* semble en réalité une possibilité assez peu probable au sein d'une économie fermée (Bowles et Boyer, 1995 ; Blecker, 2002 ; Firmin, 2008). Pour obtenir ce résultat, il faudrait en effet supposer une trop forte sensibilité de l'investissement à la marge de profit. L'ouverture internationale de l'économie rend le résultat plus plausible du fait des effets de compétitivité, sans le rendre véritablement probable pour autant.

Si les possibilités offertes par leur modèle sont stimulantes, il nous semble cependant que le bouillonnement de publications autour de ce thème ne doit pas masquer le côté artificiel de la modification analytique opérée par Bhaduri et Marglin. En incorporant la part des profits comme déterminant de l'investissement en lieu et place du taux de profit, ils stipulent que les entrepreneurs sont intéressés par des objectifs en terme de part des profits dans la valeur ajoutée. Cela nous paraît relever d'une conception erronée des objectifs des entrepreneurs. Le taux de profit nous semble plus adapté pour bien signifier que les entrepreneurs ont un objectif de réussite de leur entreprise.[139]

Dans les modèles post-keynésiens, l'investissement détermine la dynamique de la croissance et, pour des comportements d'épargne donnés, l'accumulation détermine la rentabilité. Voilà le cœur commun à ces différents modèles de croissance. Les nuances entre modèles ne sont alors imputables qu'au(x) facteur(s) mis en avant dans la détermination de l'accumulation : profits anticipés, taux d'utilisation des capacités, partage de la valeur ajoutée. Les divergences entre traditions ont pour origine la vision du long terme, et du chemin pour y

[139] Pour d'autres critiques kaleckiennes à la spécification de Bhaduri et Marglin, voir Mott et Slattery (1994) ou Blecker (2002).

parvenir.[140] Après cette brève revue des différents développements afférents à la modélisation post-keynésienne, nous allons présenter l'architecture d'un modèle kaleckien, basique, de croissance et de distribution.

3.2.2. Le socle commun des modèles post-keynésiens de croissance et de distribution

Avant de nous intéresser à notre simulation, il convient de présenter un exemple des modèles que nous allons tester par la suite. Nous détaillerons donc ici l'architecture commune à tous les modèles kaleckiens de croissance et de distribution. Pour cela, nous nous appuierons sur les présentations de Lavoie (1992, pp. 282-371) et de Blecker (2002) notamment.

L'équilibre se construit en deux temps. Dans une première étape, il faut faire apparaître la contrainte de demande effective en égalisant l'épargne et l'investissement. Il s'agit de faire apparaître le taux de profit qui résulte de la contrainte de demande effective.

Dans un deuxième temps, afin d'obtenir l'équilibre, on égalise l'équation de comportements et d'objectifs des firmes avec l'expression précédente (contrainte de demande effective), de sorte que le taux de profit constaté par les entrepreneurs recoupe leur objectif. De manière moins littéraire et en utilisant des fonctions couramment reprises[141], nous présentons dans les lignes à venir l'articulation du raisonnement pour un exemple concret de modèle kaleckien :

$$g^s = sr \tag{3.9}$$

$$r^{co} = \frac{\pi u_s}{v} \tag{3.10}$$

$$g^i = \gamma_0 + \gamma_u u + \gamma_r r \tag{3.11}$$

[140] Remplit-on le chemin séparant le court terme du long terme par un grand bond en avant, ou par une suite de petits pas ? Pour le dire autrement, le long terme a-t-il une existence propre, ou n'est-il, comme le pense Kalecki, qu'une succession de courts termes?

[141] Cf. Rowthorn (1981), Lavoie (1995), Blecker (1989) et (2002), Missaglia (2007), …

où g^s désigne l'épargne rapportée au capital, s la propension à épargner sur les profits[142], r le taux de profit, r^{co} l'objectif des entrepreneurs en termes de taux de profit, π la part des profits dans la valeur ajoutée telle qu'elle découle d'un comportement de prix (de marge) des firmes, v le coefficient technique de capital, u_s le taux d'utilisation standard, g^i le taux de croissance du stock de capital, γ_0 une composante « autonome » de l'investissement, γ_u le coefficient accélérateur, et γ_r la sensibilité de l'investissement au taux de profit.

Nous retrouvons les trois piliers des modèles kaleckiens : une fonction d'épargne, une fonction d'investissement et une fonction de comportements et d'objectifs des firmes[143]. Nous présentons ici les trois piliers, alors que certains auteurs n'en présentent que deux.

Ce choix de présentation en deux piliers uniquement nous semble pouvoir être critiqué. Il s'agit pour ceux qui procèdent ainsi de modifier la fonction d'épargne en y remplaçant le taux de profit par sa valeur dans l'équation de comportements et d'objectifs des firmes. Puis d'égaliser l'investissement à l'épargne pour obtenir l'équilibre. Mais, quand ils remplacent le taux de profit dans l'équation d'épargne, ils opèrent un glissement dangereux modifiant le statut de l'équation (3.10). Ce glissement est accompli en remplaçant le taux d'utilisation standard qui devrait figurer dans (3.10), par le taux d'utilisation effectif. Alors que l'équation (3.10) est souvent introduite en parlant d'une simple décomposition comptable du taux de profit (du fait du remplacement du taux standard par le taux effectif), il serait plus juste de la présenter comme une décomposition comptable du taux de profit *issue* de la réalisation des objectifs des firmes.

Le taux de profit r^{co} donne bien le taux de profit que les firmes peuvent espérer quand elles fixent une marge de profit θ (une part des profits π)[144] et qu'elles réussissent à opérer à utilisation standard de leurs capacités de production. Sans cette référence à un taux d'utilisation standard des capacités, l'équation de r^{co} est une équation déterminant le taux de

[142] On admet qu'il n'y a pas d'épargne sur les salaires et que l'épargne sur les profits, déterminé par le comportement de distribution des profits des entreprises et la propension à épargner des rentiers, est fixe.
[143] L'équation d'objectifs des entrepreneurs (*corporate objectives*) est dérivée d'un comportement des firmes en matière de prix. Ici il s'agit d'un comportement de type *mark-up pricing*. Cf. ci-dessous pour une présentation plus détaillée des équations de comportements et d'objectifs des firmes.
[144] Les firmes fixent un taux de *mark-up* θ qui est lié directement à π : $\pi = \theta / (1 + \theta)$.

profit réalisé par les entreprises quand elles fixent une marge de profit θ, et cela pour la valeur réalisée du taux d'utilisation. Ce taux de profit exprime alors une certaine fatalité des firmes devant l'utilisation de leurs capacités et la rentabilité de leur capital, et non plus un objectif visé de rentabilité. Cet aspect de taux de profit désiré est absent de la plupart des présentations que nous avons pu rencontrer. En ne reprenant pas un taux d'utilisation standard dans l'expression de r^{co}, elles font comme si l'objectif visé des firmes était une part des profits dans la valeur ajoutée. Or, cette part des profits est déterminée en dehors du modèle par le degré de monopole. Le modèle ne détermine pas l'équilibre, puisque celui-ci est postulé dès le départ par la réalisation de la part des profits à la fois ciblée *et* mise en œuvre par les firmes : les firmes font les prix et les marges, et donc elles obtiennent nécessairement la part des profits qu'elles ciblent. Dès lors, le modèle ne sert qu'à déterminer la valeur du taux d'utilisation qui équilibre le marché des biens, puis le taux d'accumulation et le taux de profit qui résultent de cette mise à l'équilibre.

Il nous semble que ces présentations posent de réels problèmes de pertinence pour les modèles kaleckiens. Aussi, nous testerons par la suite leurs propriétés de plausibilité et de stabilité. Mais auparavant, nous exposons une présentation qui nous semble plus conforme à ce que devraient être les modèles kaleckiens. À la différence des présentations traditionnelles, nous conservons l'équation de profit désiré par les firmes (équation 3.10) sans la vider de sa substance pour en faire une décomposition comptable, par substitution du taux d'utilisation effectif au taux standard. Dès lors, la construction de l'équilibre, comme pour les présentations traditionnelles des modèles kaleckiens, peut se faire soit en une seule étape, soit en deux étapes.

Pour le raisonnement en une seule étape, il faut d'abord utiliser la fonction d'épargne et remplacer le taux de profit r par sa valeur désirée par les firmes. En substituant dans l'équation d'épargne (3.9) r par l'expression de r^{co}, la fonction d'épargne devient :

$$g^s = s\left(\frac{\pi u_s}{v}\right) \tag{3.9'}$$

Ainsi, alors que l'équation (3.9) nous donnait une expression de l'épargne courante, la fonction (3.9') nous donne l'expression de l'épargne désirée. Dès lors, la détermination de l'équilibre est immédiate : en égalisant le désir d'épargne à la volonté d'accumuler, c'est-à-dire en égalisant (3.9') et (3.11), on aboutit à la valeur d'équilibre du taux d'utilisation u^*.

Nous préférons une présentation différente, en deux étapes, mettant plus en avant le rôle de la demande effective et la place du comportement des firmes. Cette présentation permet selon nous d'éviter l'écueil d'une lecture uniquement comptable de l'équation (3.10), et de rester fidèle à une interprétation en termes de comportements de prix et d'objectifs des firmes. L'égalité (3.9) = (3.11) n'est rien d'autre que la nécessaire égalité entre épargne et investissement, et elle exprime la contrainte de demande effective, en précisant le taux de profit qui en résulte (l'apurement du marché des biens)[145]. Nous obtenons ainsi r^{de} le taux de profit réalisé, un taux de profit mis dans le siège du passager (déterminé par l'investissement et la propension à épargner) :

$$r^{de} = \left(\frac{\gamma_0 + \gamma_u u}{s - \gamma_r} \right) \tag{3.12}$$

Cette équation (3.12) ne nous livre pas une expression d'un taux de profit d'équilibre. Il ne s'agit que de l'expression d'un taux de profit subi par les firmes à l'apurement du marché des biens (équilibre de très court terme). Si l'on veut déterminer une situation d'équilibre long (équilibre des entrepreneurs comme investisseurs, et non comme simples producteurs sur le marché des biens), il faut faire appel aux objectifs des firmes. C'est bien la confrontation de la situation effective avec la situation désirée qui donne naissance selon nous à l'équilibre. Cette dimension du cheminement vers l'équilibre est masquée si l'on adopte la présentation à laquelle ont souvent recours les Kaleckiens, puisque tout s'y passe en une seule étape. Cette présentation que nous proposons s'organise bien en deux étapes : la confrontation de l'épargne et de l'investissement détermine la contrainte de la demande effective, puis la confrontation entre les objectifs des firmes et la contrainte à laquelle elles sont soumises détermine l'équilibre de long terme (les entrepreneurs comme investisseurs). C'est bien cette

[145] Lavoie (2004, p. 104) parle de « taux de profit vu sous l'angle de la contrainte de la demande effective ».

seconde étape qui permet de parler d'équilibre de long terme pour les firmes, et non la seule égalité entre épargne et investissement. Concrètement, dans notre seconde étape, l'égalité entre le taux de profit constaté par les entrepreneurs (r^{de}) et le taux de profit désiré par eux (r^{co}) nous livre l'équilibre de « long terme »[146]. Cet équilibre est caractérisé par un taux d'utilisation u^*, un taux de profit r^*, un taux d'accumulation g^* et une part des profits π^* :

$$u^* = \frac{(s-\gamma_r)\left(\frac{\pi u_s}{v}\right)-\gamma_0}{\gamma_u} \tag{3.13}$$

$$r^* = r^{co} \tag{3.14}$$

$$g^* = sr^{co} \tag{3.15}$$

$$\pi^* = \frac{(r^{co})(v)(\gamma_u)}{(s-\gamma_r)r^{co}-\gamma_0} \tag{3.16}$$

Puisque rien ne permet de garantir que le taux d'utilisation d'équilibre u^* soit égal à sa valeur standard u_s, atteindre le taux de profit cible r^{co} nécessite la part des profits π^*. Compte tenu du taux d'utilisation d'équilibre u^*, les entreprises doivent adapter leur taux de marge pour atteindre leur taux de profit cible. Au final, il semble qu'il soit impossible d'avoir un équilibre complet ($r^* = r^{co}$; $u^* = u_s$; $g^i = g^s$) avec une part des profits donnée, car l'équilibre du marché des biens ($g^i = g^s$) n'assure pas le plein ajustement sur le taux d'utilisation ($u^* = u_s$). Les Kaleckiens, traditionnellement, s'accommodent de l'absence de plein ajustement sur le taux d'utilisation et le taux de profit en conservant une part des profits exogène. Dans la présentation que nous venons de faire, le plein ajustement sur le taux de profit est possible, malgré l'absence de plein ajustement sur le taux d'utilisation, grâce à la variabilité de la part des profits. Dans le quatrième chapitre, nous proposerons une interprétation plus longue de ces phénomènes, et nous expliquerons les mécanismes par lesquels un plein ajustement du

[146] Cet équilibre de long terme ainsi obtenu nous semble relever du moyen terme, ou autrement dit, il correspond à ce que Chick et Caserta (1997) appellent un « *provisional equilibrium* ». Nous sommes sur ce point comme sur beaucoup d'autres en parfait accord avec Blecker (2002, p. 131) :

> « [T]hese are not models of fully adjusted, long-run equilibrium positions. Although the models in this chapter may be considered as merely 'short-run', static analyses, it is also possible to view them as models of 'medium-run' or 'provisional' equilibria in the sense of Chick and Caserta (1997) ».

taux de profit *nécessitera* l'absence de plein ajustement sur le taux d'utilisation, *à cause* d'une variabilité de la marge de profit issue du conflit distributif.

Cette présentation du fonctionnement des modèles kaleckiens n'est pas celle couramment reprise. Aussi, afin de discuter avec la littérature kaleckienne, il convient d'adopter ses propres cadres. Nous exposons donc ici cette version canonique du modèle kaleckien. Cette version se base sur les mêmes équations, à une lettre près. Nous retrouvons la fonction d'épargne de l'équation (3.9), la fonction d'investissement de l'équation (3.11), mais la fonction censée représentée l'objectif des firmes se voit remplacée par l'équation (3.10'), dont nous avons déjà souligné les limites plus haut :

$$r^{co} = \frac{\pi u}{v} \tag{3.10'}$$

Le modèle se résout et détermine son « équilibre » soit par la méthode courte de l'égalisation de l'épargne « désirée » (remplacement de r par le r^{co} de 3.10') à l'investissement, soit par la méthode longue, de l'égalisation de l'épargne à l'investissement pour faire apparaître la contrainte de demande effective (r^{de} de 3.12), puis par égalisation de cette contrainte avec « l'objectif » des entreprises (3.10'). Les nouvelles variables d'équilibre pour le taux d'utilisation, le taux de profit et le taux d'accumulation sont données par les formules suivantes, mais il est très difficile de les voir comme de véritables valeurs d'équilibre puisque rien n'impose que le taux d'utilisation soit à sa valeur standard (comme dans 3.13) ou que le taux de profit ne corresponde à un objectif de rentabilité disposant d'un peu plus d'épaisseur qu'une simple adaptation au taux d'utilisation courant, compte tenu d'une part des profits satisfaisante :

$$u^* = \frac{\gamma_0}{(s-\gamma_r)\left(\frac{\pi}{v}\right)-\gamma_u} \tag{3.17}$$

$$r^* = \frac{\pi u^*}{v} = \frac{\gamma_0}{(s-\gamma_r)-\gamma_u\left(\frac{v}{\pi}\right)} \tag{3.18}$$

$$g^* = sr^* = \frac{s\gamma_0}{(s-\gamma_r)-\gamma_u\left(\frac{v}{\pi}\right)} \tag{3.19}$$

Arrivés à ce stade, traditionnellement, les Kaleckiens précisent les conditions d'existence de l'équilibre de ces modèles. Bien évidemment, il convient que les valeurs d'équilibre soient positives, et donc il faut que numérateur et dénominateur soient du même signe. C'est généralement la seule condition de plausibilité que l'on peut trouver dans la littérature. Par contre, les conditions de stabilité, qui sont quasiment systématiquement évoquées, ne sont jamais vraiment discutées du point de vue de leur plausibilité. La stabilité sera garantie si la réaction de l'épargne à une variation du taux d'utilisation est plus importante que la réaction de l'investissement.

La présentation que nous venons de réaliser pour une variante des modèles kaleckiens de croissance et de distribution permet de mieux appréhender l'attrait que peut susciter cette forme de modélisation. En effet, la structure du modèle est relativement simple. Il ne faut spécifier qu'une fonction d'épargne plus ou moins strictement kaldorienne (avec une propension à épargner qui dépend du taux de distribution des profits et de la propension à épargner des rentiers, et éventuellement de la propension à épargner des salariés), un mode de détermination des prix ou plutôt des marges de profit, et enfin, une fonction d'investissement qui peut faire preuve de beaucoup de flexibilité. Cette modélisation permet donc d'incorporer toute une série de problématiques différentes, et cela de manière extrêmement rapide : une simple modification de la fonction d'investissement soulignera davantage telle ou telle considération désirée. Les interprétations permises par ces modèles peuvent rapidement être mises en évidence à partir des variables d'équilibre dans un cadre de statique comparative. Selon que l'on s'intéresse, par exemple, aux conséquences des évolutions du taux d'intérêt (Hein, 2006), à l'importance sur la croissance et la distribution de l'existence de différentes classes socioéconomiques (Lavoie, 2006), il sera possible de modifier des éléments du modèle kaleckien de base, sans remettre en cause sa structure.

3.2.3. Quelques manipulations d'usage

Ces modèles kaleckiens fonctionnent, comme nous venons de le voir, sur la base d'un modèle à trois équations. Nous venons de voir comment ces équations sont liées l'une à l'autre pour déterminer l'équilibre de ces modèles. Nous allons désormais analyser un certain nombre des propriétés de cet équilibre, en nous livrant à un exercice de statique comparative.

Les modèles kaleckiens de croissance et de distribution visent à étendre les résultats keynésiens de la courte à la longue période. Quand on parle de résultats keynésiens, il faut comprendre que l'on parle principalement de deux paradoxes : le paradoxe des coûts et le paradoxe de l'épargne (Lavoie, 1992). Selon le paradoxe des coûts, une augmentation des salaires réels (i.e., à productivité du travail donnée, de la part des salaires dans la valeur ajoutée), si elle pèse sur les coûts des entreprises au niveau microéconomique, stimule la demande par la solvabilisation de pouvoir d'achat, et la consommation des salaires, de sorte que les profits macroéconomiques sont augmentés, et non réduits par l'augmentation des salaires réels. Une baisse des marges des entreprises[147] amène une augmentation de leur rentabilité.

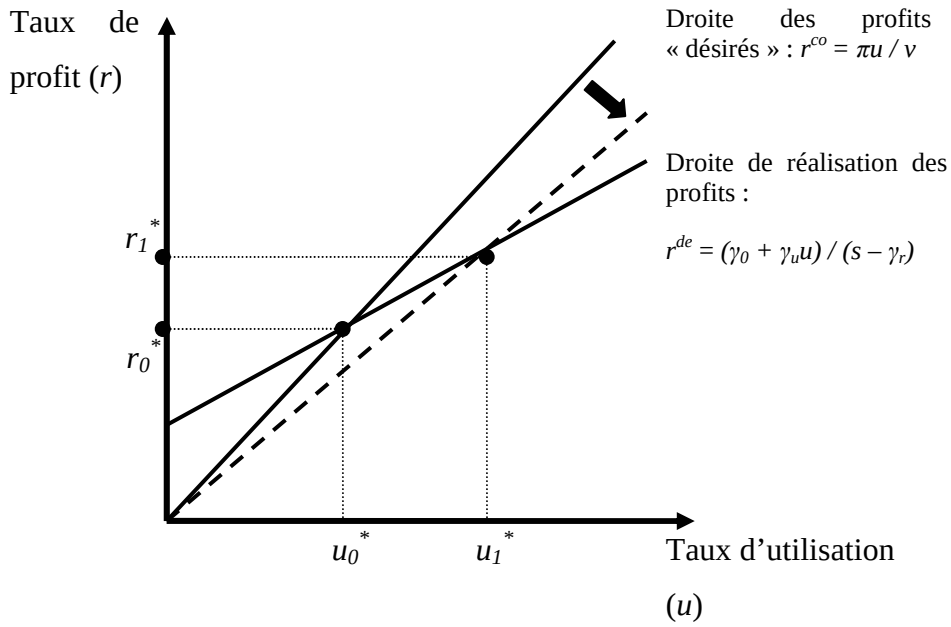
Le paradoxe de l'épargne signifie quant à lui qu'une baisse de la propension à épargner sera favorable à la croissance, à l'encontre de ce qui est tenu pour acquis par de nombreux auteurs de l'économie du développement suivant lesquels l'épargne doit être stimulée pour favoriser la croissance. Ainsi, dans le cas d'une baisse de la propension à épargner, la demande va être stimulée grâce à une consommation accrue. Cette consommation accrue va augmenter le niveau de l'activité (le taux d'utilisation des capacités), et accroître le montant des profits. À l'arrivée, le taux de croissance de l'économie et son taux d'épargne (l'épargne rapportée au stock de capital) s'établiront à un niveau plus élevé.

Graphiquement, il est possible de représenter ces deux paradoxes sur des repères liant le taux d'utilisation au taux de rentabilité ou au taux d'accumulation. Le paradoxe des coûts indique

[147] Nous nous plaçons ici dans un cas simplifié où augmentation des salaires réels et augmentation de la part des salaires dans la valeur ajoutée sont synonymes, et où une baisse de la part des profits conduit nécessairement, compte tenu de l'absence de coûts indirects, à une baisse des marges unitaires des firmes.

comment une hausse du salaire réel provoque une augmentation de la rentabilité des firmes. Vu à l'inverse, il indique comment une augmentation des marges des entreprises amène à une baisse de leur rentabilité. C'est au travers de cette expression que nous allons exposer graphiquement le paradoxe des coûts. La baisse de la marge s'apparente à une baisse de la part des profits dans la valeur ajoutée π, au sein de l'expression de r^{co} (cf. l'équation 3.10')[148]. Cela conduit à un déplacement vers la droite de la courbe r^{co} sur la partie droite du schéma 3.2 : les entreprises voient leur « objectif » (ou leur capacité à imposer cet objectif) de marge de profit se réduire.[149] La seconde droite présente sur ce graphique est la droite représentant la contrainte de demande effective, c'est-à-dire la droite des profits réalisés issue de l'égalisation entre épargne et investissement (r^{ed}).

Schéma n°3.2 : Le paradoxe des coûts.



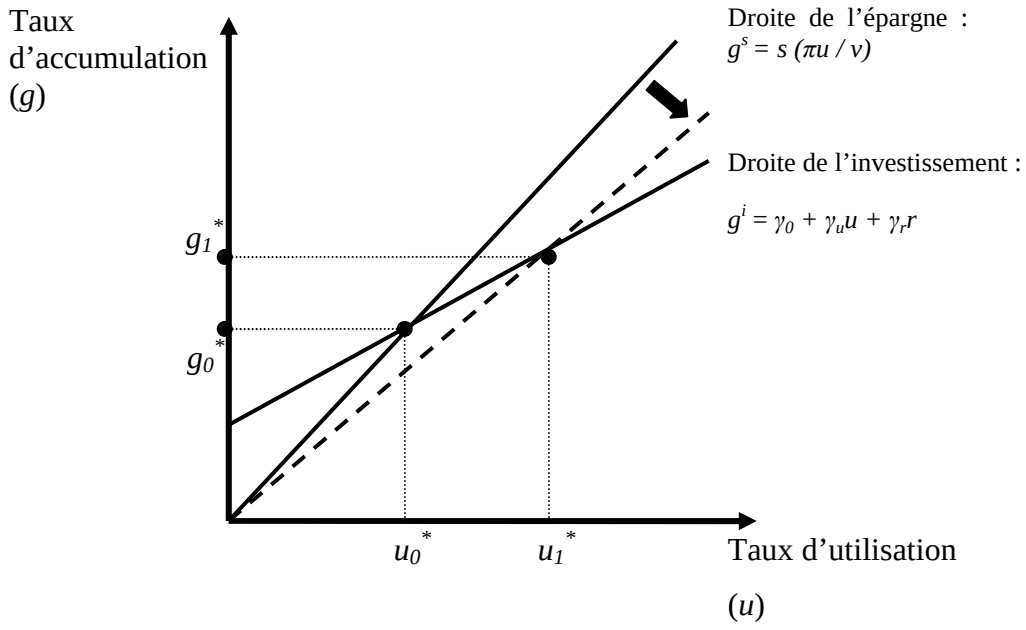
[148] À ce titre, une première évaluation de la financiarisation dans les modèles kaleckiens de croissance et de distribution serait un changement dans le partage de la valeur ajoutée, à l'avantage des profits et au détriment des salariés. Nous aurions alors le cas exactement opposé à celui présenté ici pour illustrer le paradoxe des coûts : la financiarisation implique une volonté de réduire les coûts qui finit par nuire à la rentabilité des firmes. Autrement dit, la financiarisation s'interpréterait alors graphiquement comme un déplacement vers la gauche de la droite des profits réalisés (r^{de}), et donc par une réduction des taux d'utilisation, de profit et d'accumulation d'équilibre.

[149] Nous rappelons ici nos doutes sur la pertinence de cette expression comme représentant un objectif pour les firmes.

Le déplacement de la courbe pousse à l'augmentation des taux d'utilisation et de profit, et finalement, à une augmentation du taux d'accumulation.[150] Suite à la baisse de la marge de profit, les entreprises, à taux d'utilisation donné, devraient réaliser moins de profit. Mais, la baisse de la marge de profit redistribue des revenus aux salariés qui ont une propension à dépenser leur salaire plus élevée que la propension à dépenser les profits. La demande augmente et pousse le taux d'utilisation à la hausse, permettant le maintien du taux de profit. Dans un second temps, le taux d'utilisation plus élevé pousse les firmes à investir davantage, ce qui induit encore plus de profits au niveau macroéconomique. Au final, la baisse de la marge de profit a provoqué une augmentation de la rentabilité.

Le paradoxe de l'épargne peut aussi être représenté à l'aide d'un schéma de ce type. Mais cette fois, nous allons le représenter dans un repère avec le taux d'utilisation en abscisse et le taux de profit en ordonnée. Nous ne partons plus des expressions de r^{de} (taux de profit issu de la contrainte de demande effective) et de r^{co} (taux de profit « désirés » par les firmes). Nous nous appuyons sur la confrontation de l'épargne et de l'investissement.

Schéma n°3.3 : Le paradoxe de l'épargne.

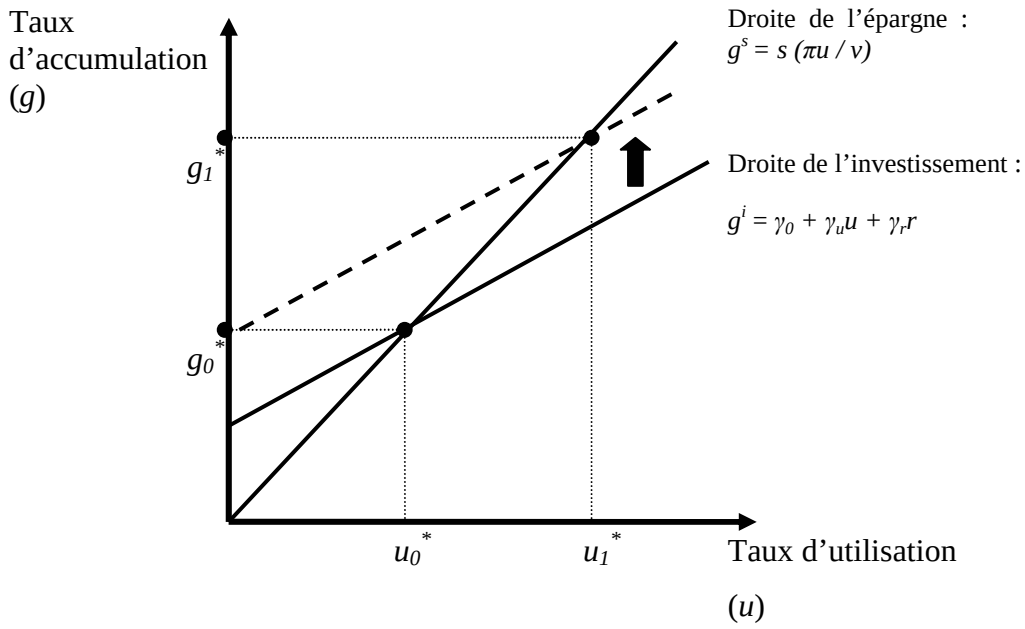


[150] À la condition que le modèle soit stable, c'est-à-dire que $s > \gamma_r$.

Selon notre représentation graphique, la diminution de la propension à épargner conduit à une rotation vers le bas de la droite de l'épargne. Cette baisse de la propension à épargner pousse à une augmentation de la consommation, de l'utilisation des capacités, donc de la rentabilité. Ce redressement conjoint de l'utilisation des capacités et de la rentabilité pousse à investir, et c'est bien le sens de l'accélération de l'accumulation observée sur le schéma.

Enfin, et ce sera le dernier exercice que nous proposons dans cette section, il convient de remarquer l'importance capitale des « esprits animaux » au cœur de ce modèle d'accumulation et de répartition. Dans le modèle, un renforcement de l'optimisme des entrepreneurs, toutes choses égales par ailleurs, conduit à une accélération de l'investissement (équation 3.11), une augmentation de l'utilisation des capacités (équation 3.17), une amélioration de la rentabilité (équation 3.18), et finalement, une pérennisation de la croissance à un niveau supérieur (équation 3.19). Nous pouvons retrouver ces différents effets sur le schéma 3.4.

Schéma n°3.4 : Le renforcement des « esprits animaux ».



Après être revenus sur l'histoire des modèles post-keynésiens de croissance, nous nous sommes arrêtés sur les modèles kaleckiens, aujourd'hui dominants dans le champ post-

keynésien. Nous en avons ensuite présenté les rouages, les mécanismes, ainsi que les propriétés qui s'en dégagent. Les modèles kaleckiens de croissance et de distribution permettent de nombreuses manipulations, qu'il est aisé d'inclure dans les équations du modèle et de représenter graphiquement. Cette grande malléabilité est extrêmement intéressante pour offrir un modèle de base servant de cadre de référence aux discussions entre écoles de pensée (Lavoie, 2005). Mais avant d'envisager ce genre de discussion, nous allons d'abord revisiter ces modèles, et évaluer leur pertinence. Le but d'une telle procédure de test est de vérifier si le modèle est capable de produire des résultats pour ses variables endogènes qui corroborent une réalité imaginable. Car, comme cela a été indiqué lors de notre présentation des modèles kaleckiens, il existe un doute sur la nature de l'objectif des firmes (part des profits) et donc sur la nature de l'équilibre retenu.

3.3. Un défaut de plausibilité des modèles comme signe d'une inadéquation à la réalité ?

3.3.1. Méthodologie de la simulation

Dans cette troisième section, nous allons présenter la procédure qui nous a permis de confronter les modèles post-keynésiens de croissance aux grandeurs économiques telles qu'il nous est possible de les imaginer. Notre questionnement consiste donc à déterminer dans quelle mesure les modèles macroéconomiques post-keynésiens fournissent des résultats « plausibles » ou pertinents par rapport à ce qu'il est convenu d'attendre lorsqu'ils sont calibrés sur la base de valeurs plausibles. La démarche qui est la nôtre est de vérifier si les conclusions de ces modèles présentent un certain degré de réalisme.

Nous avons entrepris des simulations en multipliant les applications numériques fondées sur ce que l'on pourrait appeler un diagnostic économique bien pesé. En tant qu' « économiste », nous nous sommes autorisés à attribuer des valeurs certaines à une série de paramètres entrant dans la formulation des modèles testés. Selon ce que représentent ces paramètres, nous

sommes capables de déterminer leur valeur, ou de donner un « intervalle d'expertise »[151] à l'intérieur duquel il est raisonnable de la situer. Chaque modèle a donc vu ses paramètres calibrés de cette manière. Suite à ce « calibrage », nous avons calculé les valeurs des variables endogènes à l'équilibre.

Nos variables endogènes seront ici toujours les mêmes : il s'agit du taux d'utilisation des capacités productives (u^*), du taux de profit (r^*) et enfin du taux d'accumulation (g^*). Lorsque l'on est économiste, un minimum de « sens de la situation » et de connaissance des ordres de grandeur nous permet de situer chacune de ces variables dans un certain « intervalle de plausibilité »[152]. Une économie, pour être imaginable, doit avoir des valeurs pour ces variables comprises au sein de ces intervalles de plausibilité. Nous avons retenu une définition de la plausibilité pour u^* telle que, pour être dit « plausible », une variante d'un modèle doit déboucher sur une valeur du taux d'utilisation à l'équilibre comprise entre 60 et 120%. Les valeurs observées dans nos économies indiquent généralement que le taux d'utilisation se situe aux alentours de 85-90%. Nous avons donc toléré des possibilités d'éloignement importantes autour de cette valeur de manière à assumer des écarts imputables à tout travail de modélisation, et l'aspect relativement frustre de nos ordres de grandeur. Il ne s'agit pas pour nous d'affirmer qu'un taux d'utilisation de 120% est plausible dans la réalité, mais de dire qu'un modèle produisant un taux d'utilisation de 120% est relativement plausible. De même, nous postulons qu'un taux de profit plausible se situe entre 5 et 30%[153] et qu'un taux d'accumulation[154] plausible est compris entre 5 et 20%.

Nous ne représenterons pas à chaque fois la structure du modèle kaleckien étudié. Il suffit de se reporter à ce qui en a été dit lors de la section précédente. Dans la suite de ce chapitre, nous employons la structure kaleckienne en mettant à l'épreuve huit fonctions d'investissement

[151] L'expression intervalle d'expertise (à défaut de mieux) ne renvoie pas à un intervalle de confiance au sens statistique (aucune procédure statistique n'a été utilisée), mais à un intervalle dégagé par l'exercice d'une expertise économique.

[152] On parle cette fois d'intervalle de plausibilité pour bien désigner l'éventail des valeurs plausibles de nos variables d'équilibre.

[153] Pour Hein et Krämer (1997, p. 20), le taux de profit est en moyenne de 15,1% en France entre 1984 et 1993, et de 13,9% en Allemagne entre 1983 et 1993. Aglietta (2006, p. 9) situe lui le taux de profit en France à 9,9% en 1982 contre 14,8% en 1997, contre 10,2% et 15% en Allemagne aux mêmes dates.

[154] Le taux d'accumulation n'est pas identique ici au taux de croissance, car il s'agit du taux d'accumulation brut, qui incorpore donc, en plus de l'augmentation du stock de capital, le remplacement du capital obsolète. Il s'agit du rapport entre investissement brut et stock de capital (I / K) qui se situe historiquement aux alentours de 10%.

différentes ainsi que deux équations de prix différentes. Mais nous gardons toujours la même fonction d'épargne. Ce qui fait qu'en pratique nous allons mettre à l'épreuve seize modèles différents. Nous déterminons à chaque fois la contrainte de demande effective représentée par l'équation des profits réalisés (r^{de}) obtenue par l'intermédiaire de l'égalité entre les différents g^i et l'expression de g^s. Puis, nous rapprochons ces équations de réalisation des profits des deux équations possibles rendant compte des objectifs des firmes en terme de taux de profits (r^{co}). En effet, si le taux de profit issu du marché est égal au taux de profit visé par les firmes, nous sommes bien dans une situation de comportements volontaires et « stables »[155], situation qui décrit l'équilibre de moyen terme tel que nous l'avons défini. Les valeurs des variables à l'équilibre sont déterminées en cascade : dans un premier temps, on obtient la valeur du taux d'utilisation de long terme (u^*), puis dans un deuxième temps on obtient la valeur du taux de profit (r^*) avant d'obtenir finalement la valeur du taux d'accumulation (g^*) :

$$g^i = g^s \Rightarrow r^{de} \tag{3.20}$$

$$r^{de} = r^{co} \Rightarrow u^* \tag{3.21}$$

$$r^{co}(u^*) \Rightarrow r^* \tag{3.22}$$

$$g^s(r^*) \Rightarrow g^* \tag{3.23}$$

C'est à ce stade que l'on s'intéresse à la plausibilité des modèles. Néanmoins, en ce qui concerne notre étude, nous avons opté pour une évaluation de la plausibilité sur le seul taux d'utilisation, étant donné que, si u^* est plausible, alors r^* et g^* le seront également, pour des valeurs des paramètres comprises dans nos intervalles d'expertise. La plausibilité telle que nous l'évaluons se mesure à l'inclusion ou non du taux d'utilisation d'équilibre d'un modèle au sein de notre intervalle de plausibilité. Un modèle sera donc dit plausible si son taux d'utilisation d'équilibre est compris entre 60 et 120%.

Nous avons testé huit fonctions d'investissement, fonctions qui seront couplées une fois dans un modèle de type *mark-up pricing* et une fois dans un modèle de type *target-return pricing*.

[155] La stabilité évoquée ici est bien une stabilité comportementale, et non une stabilité du modèle. Les comportements sont dits stables dans la mesure où ils ne sont pas appelés à être modifiés toutes choses égales par ailleurs.

Au total, nous aurons bien seize modèles différents testés sur leur plausibilité, c'est-à-dire sur leur capacité à générer un taux d'utilisation compris au sein d'un intervalle pertinent. Pour chacun de ces modèles, nous avons établi des intervalles d'expertise pour l'ensemble de leurs paramètres, c'est-à-dire des valeurs entre lesquelles nous pouvons raisonnablement penser, en tant qu'économiste, que se situe chacun des paramètres. Pour chaque paramètre, nous divisons ensuite l'intervalle d'expertise en dix parties égales, de manière à prendre onze valeurs pour ce paramètre. Ensuite nous testons, pour toutes les combinaisons possibles des valeurs des paramètres, la plausibilité du taux d'utilisation obtenu dans le cadre de la résolution du modèle pour chacune de ces variantes[156].

Afin de se faire une meilleure idée de la méthodologie employée, nous présentons, dans le reste de cette section, les équations de prix et l'estimation non économétrique de leurs paramètres. Les deux expressions de l'équation du taux de profit vu du côté de l'offre diffèrent selon que les entreprises sont supposées déterminer leur prix avec la méthode du *mark-up pricing* ou avec celle du *target-return pricing*. Nous avons déjà mentionné avec l'équation (3.10) l'expression du comportement des firmes en *mark-up pricing*:

$$r^{co} = \frac{\pi u}{v} \tag{3.10}$$

Ici les firmes sont supposées déterminer leurs prix en fixant un taux de marge sur leurs coûts. Il s'agit d'une décision forte, basée sur le long terme. La marge ayant vocation à pérenniser l'entreprise (pour le financement de l'investissement notamment, Wood, 1975), elle ne va pas être remise en cause dans le court terme face aux fluctuations de la demande. Ensuite, les entreprises produisent autant que le marché peut absorber à ces prix. Les firmes visent un taux de marge (θ), auquel correspond, pour le théoricien, une part des profits dans la valeur ajoutée (π). L'équation ci-dessus signifie que les firmes dégageront un taux de profit (r^{co}), compte tenu de cette part des profits visée (π), de leur capacité à vendre leurs produits (u) et pour des conditions techniques données (v).

[156] Une variante est donc une version du modèle représentée par une combinaison possible de valeurs pour chaque paramètre. Chaque variante donne naissance à des valeurs d'équilibre pour u^*, r^* et g^*.

Les paramètres π et v doivent être évalués par un intervalle d'expertise. En ce qui concerne la part des profits dans la valeur ajoutée (π), on peut la situer sans trop se tromper aux alentours de 30%. L'histoire montre que la distribution de la valeur ajoutée entre profits et salaires a connu une évolution marquée au cours des années 80 (cf. graphique n°1.4 dans le chapitre premier). Alors que cette part des profits avait été affectée par une évolution favorable aux salariés au cours des Trente Glorieuses[157], l'avènement d'un capitalisme financiarisé a profondément modifié le partage des richesses. De nombreuses études[158] montrent que la part des profits dans la valeur ajoutée est passée d'un niveau proche de 25% pour les années antérieures à la financiarisation, à un niveau plus proche des 35% au cours des dernières années[159]. Dans le cadre de nos simulations, nous avons donc retenu une valeur de 25% pour les économies non financiarisées et une valeur de 35% pour les économies financiarisées. Pour l'intervalle d'expertise du coefficient technique de capital v, les valeurs seront comprises entre 1,8 et 2,2. Ce paramètre semble plutôt se situer aux alentours de 2[160], et non de 4 comme Keynes le pensait à son époque sans l'outil comptable et statistique dont on dispose aujourd'hui.

La méthode du *target-return pricing* implique une équation de comportements et d'objectifs des firmes différente de celle que nous venons de voir. Ici le taux de marge est déterminé par les firmes de sorte que l'utilisation standard des capacités leur fournisse un taux de profit visé. Comparer à l'équation de prix propre au *mark-up pricing*, cette procédure semble beaucoup plus pertinente pour représenter le comportement des firmes. Les firmes visent bien un taux de profit r_s et c'est l'utilisation standard de leurs capacités de production qui leur permettra de réaliser cet objectif. Les firmes ne s'accommodent plus d'un taux de profit quelconque, compte tenu d'un taux d'utilisation des capacités quelconque lui aussi :

[157] D'autres parlent de l'Âge d'Or du capitalisme. Cf. Marglin et Schor (1990) pour une analyse de cette période.
[158] Cf. par exemple Askénazy (2003) ou Artus et Cohen (1997).
[159] Pour Plihon (2004, p. 53), la part des salaires dans la valeur ajoutée est ainsi passée pour l'Union Européenne des 15 de 74,6% en moyenne sur la période 1971-1980 à 68,4% en 2001-2002. Il va sans dire que cette baisse de la part des salaires est le reflet comptable de la hausse de la part des profits.
[160] Le coefficient de capital est relativement difficile à estimer. Il est admis qu'il se situe aux alentours de 2. Chiffre que l'on peut retrouver en opérant une décomposition comptable du coefficient de capital :

$$v \equiv \frac{K}{Y} = \frac{K}{I}\frac{I}{Y}$$

Or on connaît mieux (I / K) et (I / Y) : le premier rapport est proche de 0,1 comme on l'a déjà mentionné, et le second rapport se situe autour de 0,2. Au final, il semble bien que v soit proche de 2.

$$r^{co} = \frac{u}{u_s} r_s \tag{3.24}$$

où r_s et u_s représentent respectivement le taux de profit standard et le taux d'utilisation standard.

On propose une valeur pour le taux d'utilisation cible, ou standard, de 85%. Cette sous-utilisation constante des capacités de production s'explique parfaitement dans une perspective post-keynésienne. On peut arguer par exemple que les entreprises, même à long terme, sont confrontées à l'incertitude, ce qui les pousse à conserver des réserves de production en cas de hausse de demande inattendue ou de mise au rebus d'une partie de leurs capacités de production (pannes, casses).

Le taux de profit standard est intimement lié aux hypothèses relatives à la financiarisation. En l'absence d'un environnement financiarisé, le taux de profit standard semble pouvoir s'établir autour de 10%. La cible de taux de profit que se fixent des managers relativement autonomes par rapport à leur actionnariat n'excède pas ce taux raisonnable qu'on a pu constater historiquement. Le capitalisme financiarisé est caractérisé par une plus grande exigence de rentabilité, et par un taux de profit cible plus élevé. On retiendra ici la valeur de 20% qui rend compte de cette plus grande pression actionnariale en faveur de la rentabilité[161].

Notre approche des modèles kaleckiens par la simulation aborde la financiarisation selon deux angles différents, propres à la politique de prix considérée.

- Si les firmes adoptent une procédure de fixation des prix basée sur la méthode du *mark-up*, la financiarisation sera introduite au travers de la déformation du partage de la valeur ajoutée à l'avantage des profits (passant de 25% à 35%).

[161] Cette croissance de la pression actionnariale peut se retrouver au travers de la tendance à la hausse du ratio de Return On Equity (ROE) qui mesure la rentabilité financière des firmes, et indirectement l'*exigence* de rentabilité. Plihon (2002, p. 88) :

> « Du début des années cinquante jusqu'au premier choc pétrolier, le ROE se situe autour de 10 à 12% ; […] durant les années quatre-vingt-dix il s'accroît […] en atteignant en moyenne période de 15 à 20% ».

- Si les firmes suivent une règle de fixation des prix basée sur le taux de rendement cible (*target return*), la financiarisation sera introduite dans le modèle par l'intermédiaire d'une plus grande gourmandise actionnariale en matière de taux de profit cible (passant de 10% à 20%).

Ces deux approches seront les premières entreprises dans la perspective d'une intégration macroéconomique de la financiarisation au sein d'un capitalisme modélisé. Nous aborderons d'autres chemins, sans doute plus appropriés et plus complets, pour approcher la financiarisation et le type de capitalisme qui en découle, dans le quatrième chapitre. Mais, pour la question qui nous occupe ici – l'évaluation de la plausibilité des modèles kaleckiens de croissance et de distribution –, cette introduction semble suffisante.

3.3.2. Présentation des différentes fonctions d'investissement

Après cet aperçu de notre méthodologie et cette description des deux fonctions de comportements et d'objectifs des firmes,[162] il faut à présent étudier le cas des différentes fonctions d'investissement utilisées, et préciser pour chacune d'entre elles les intervalles d'expertise pour les paramètres qui y apparaissent. La financiarisation, par l'immixtion croissante des actionnaires dans la gouvernance des entreprises, se focalise sur la variable r_s au sein de nos fonctions d'investissement. Cela permet selon nous de rendre compte de la meilleure manière possible des modifications induites par une plus grande implication des actionnaires dans l'élaboration des décisions relatives à l'orientation générale des firmes, et donc de nos économies. Nous avons repris des formes basiques des fonctions d'investissement dans les modèles traditionnels de croissance post-keynésiens,[163] et nous avons, en plus, construit des versions plus personnelles censées intégrer de manière plus appropriée la financiarisation.

La première d'entre elles, que nous avions déjà mentionnée lors de notre rappel historique sur les modèles post-keynésiens de croissance dans la section précédente, peut être rencontrée en

[162] Ces fonctions de prix sont appelées fonctions de comportement et d'objectifs (r^{co}) pour montrer qu'elles relèvent plutôt d'un comportement pour le cas du *mark-up pricing* et plutôt d'un objectif pour le cas du *target return pricing*.

[163] La plupart de ces fonctions d'investissement figurent dans Lavoie (1996, p. 118).

particulier chez Lavoie (2004)[164], mais aussi chez des auteurs marxistes comme Duménil et Lévy (1999), et elle donne naissance au modèle qu'on appellera par la suite modèle A :

$$g^i = \gamma_0 + \gamma_u (u - u_s) \tag{3.7}$$

où g^i est le taux de croissance du stock de capital, γ_0 représente le taux de croissance tendanciel de l'économie, γ_u est un paramètre de la vitesse d'ajustement des entreprises à un écart entre leur taux d'utilisation effectif et leur taux cible.

Si les entreprises sont à leur taux d'utilisation cible des capacités de production ($u = u_s$), elles n'augmenteront ces dernières que dans la stricte mesure de l'augmentation anticipée de la demande qui leur sera adressée, augmentation à laquelle il faut ajouter le renouvellement de la partie du stock de capital arrivée hors d'usage du fait de l'effet du temps, de la dépréciation technologique,…. En combinant ces deux composantes de la croissance tendancielle de l'investissement, on en déduit que l'intervalle d'expertise pour le paramètre γ_0 sera centré sur 10%[165], et que ses bornes seront 6 et 14%. Pour appréhender la valeur de γ_u, il faut s'intéresser à la signification de ce paramètre. Il s'agit de l'ajustement annuel des capacités de production à un décalage entre cible du taux d'utilisation et taux effectif. Les entreprises plongées dans un monde d'incertitude réagissent progressivement, et elles ne réajustent que petit à petit les écarts constatés avec leur objectif sur le taux d'utilisation. Avancer que les entrepreneurs comblent environ 20 à 50% des écarts par période semble une hypothèse réaliste.

Le travail que nous venons de faire concernant le modèle A, nous l'avons effectué pour chacun des modèles étudiés. En particulier, nous l'avons fait pour le modèle B déjà abordé lors de la section précédente. Ce modèle qui peut être retrouvé en particulier chez Lavoie (2002) présente une forme très consensuelle de la fonction d'investissement. Le postulat de

[164] Présentation elle-même issue d'une première formulation par Amadeo (1986).

[165] La croissance tendancielle de l'investissement peut être approchée par la croissance historique de l'investissement et le rapport (I / K) déjà évoqué : on obtient donc en moyenne 10% pour γ_0.

départ est relativement intuitif : l'investissement dépend positivement du taux d'utilisation (représentant la dynamique de la demande) et du taux de profit[166] :

$$g^i = \gamma_0 + \gamma_u u + \gamma_r r \tag{3.11}$$

Compte tenu de ces considérations, il est plus aisé de déterminer les intervalles d'expertise pour ces paramètres. γ_0 représente une composante « autonome » de l'investissement. Il s'agit des dépenses d'investissement indépendantes du taux d'utilisation ou de la profitabilité des projets d'investissement. Il sera relativement fluctuant selon l'humeur des entrepreneurs, mais on peut raisonnablement le situer à long terme comme étant compris en moyenne entre 3 et 7%. γ_u se situera entre 0 et 2%[167]. Nous laissons donc la place ici à un effet d'accélérateur nul. γ_r verra son éventail de valeurs s'étendre de 0,2 à 0,6. Cela signifie qu'1% de taux de profit en plus entraîne une augmentation de 0,2 à 0,6% de l'investissement.

Suite à la publication de l'article de Bhaduri et Marglin (1990), une controverse est née quant au choix des facteurs à intégrer au sein des fonctions d'investissement. Bhaduri et Marglin affirment que ce n'est pas le taux de profit (r), mais la part des profits dans la valeur ajoutée (π) qui doit être intégrée dans les fonctions d'investissement[168]. À leur suite, de nombreux Post-Keynésiens[169] ont opéré la substitution désirée par Bhaduri et Marglin (modèle C) :

$$g^i = \gamma_0 + \gamma_u u + \gamma_\pi \pi \tag{3.8}$$

Pour les intervalles de plausibilité choisis pour ces paramètres, ainsi que pour ceux des modèles suivants, on se réfèrera aux tableaux n^{os}3.1 et 3.2, étant donné que le mode de raisonnement qui leur donne naissance a déjà été exposé pour les modèles A et B.

[166] Etant entendu que le taux de profit est une incitation à investir par le simple fait que le profit est une source de financement des futurs investissements, et que le taux de profit peut être perçu comme une approximation du rendement de ces mêmes projets futurs.
[167] Van Treeck (2009) prend pour ses simulations une valeur pour γ_u de 1,5% et une valeur pour γ_r de 0,4.
[168] Nous ne discuterons pas ici de l'opportunité que représente une telle modification. Pour une présentation critique, voir Lavoie (1995, p. 797 et suivantes).
[169] En particulier Van Treeck (2009) ou encore Hein et Krämer (1997).

En plus de ces modèles plus récents, nous avons également testé des fonctions d'investissement plus traditionnelles et s'inscrivant dans la droite ligne de celles utilisées par Robinson et Kalecki eux-mêmes dans leur modèle de croissance. Mais ici, nous avons intégré leur fonction d'investissement au sein de la structure de modèles de croissance résolument kaleckiens. Afin de présenter la version robinsonienne (modèle D), nous nous appuierons sur la fonction d'investissement suivante :

$$g^i = \gamma_0 + \gamma_r r \tag{3.25}$$

Si l'on veut coller au plus près possible de la tradition robinsonienne, il faut préciser ici que le taux de profit présent dans l'équation (3.25) est bien le taux de profit anticipé. Mais pour le cadre théorique qui nous intéresse, il est possible d'affirmer que ce taux de profit anticipé est fortement corrélé au taux de profit courant, du fait de la répétition des périodes dans le long terme. Les entrepreneurs, immergés dans un temps historique et au sein d'un environnement incertain, auront tendance à prendre le taux de profit passé comme une approximation du taux de profit futur. Afin de présenter la version kaleckienne[170] (modèle E), nous utiliserons la fonction d'investissement suivante :

$$g^i = \gamma_0 + \gamma_u u \tag{3.6}$$

Afin d'étudier les impacts de la financiarisation au sein des modèles kaleckiens de croissance et de distribution[171], nous avons « créé » plusieurs fonctions d'investissement qui s'efforcent de rendre compte des effets récessifs sur l'accumulation des plus grandes exigences actionnariales en matière de taux de profit. Nous présenterons donc brièvement ces trois fonctions d'investissement largement conçues à partir des versions déjà détaillées ci-dessus. Le modèle F1 développe la première forme de fonction d'investissement « financiarisée » :

$$g^i = \gamma_0 + \gamma_u u + \gamma_r (r - r_s) \tag{3.26}$$

[170] Lavoie (1996, p. 118) préfère voir cette fonction d'investissement comme d'inspiration « steindlienne », plutôt que kaleckienne.

[171] Hein et Van Treeck (2007, 2008), Van Treeck (2008a) et (2009) ou Skott et Ryoo (2008) intègrent aussi la financiarisation au sein des modèles kaleckiens.

où γ_0 représente une composante « autonome » de l'investissement, γ_u l'effet accélérateur, et où γ_r rend compte d'un effet profitabilité de l'investissement qui est conditionné par la comparaison entre le taux de profit effectif (r) et le taux de profit standard exigé du fait de la financiarisation (r_s).

Cette fonction d'investissement essaie de tenir compte à la fois d'un effet keynésien traditionnel du taux d'utilisation, mais aussi d'introduire la financiarisation par l'intermédiaire de la variable r_s. Le sens de cette fonction est bien d'affirmer qu'il existe un effet profitabilité de l'investissement, mais seulement au-dessus d'une norme de profitabilité qui agit comme un seuil de rentabilité pour tout projet d'investissement (Boyer, 2000). Autrement dit, nous formalisons l'existence d'un effet de sélection sur les projets d'investissement.

La deuxième forme de ces fonctions d'investissement (modèle F2) est une légère modification de la fonction utilisée pour le modèle A :

$$g^i = \gamma_0 + \gamma_u (u - u_s) - \tau r_s \tag{3.27}$$

où τ introduit directement l'effet dépressif sur l'accumulation de la norme de rentabilité r_s (on peut comprendre cette introduction comme une tentative de linéariser la frontière d'expansion de la théorie post-keynésienne de la firme).

Si la notation précédente de la fonction d'investissement a le mérite de souligner l'héritage de Lavoie ou Amadeo, elle fausse l'interprétation des différents paramètres. Il serait en effet plus juste de la réécrire sous la forme suivante :

$$g^i = (\gamma_0 - \tau r_s) + \gamma_u (u - u_s) \tag{3.27'}$$

Ici, il apparaît plus clairement que c'est bien l'ensemble de la première parenthèse qui décrit les esprits animaux des entrepreneurs. Ces esprits animaux sont contraints par l'exigence de rentabilité. Dans le cadre de notre simulation, nous avons opté pour un calibrage « lié » de γ_0 et de τr_s, de manière à bien souligner qu'il s'agit d'un seul comportement décrit par plusieurs

paramètres, et que c'est donc la fonction ($\gamma_0 - \tau r_s$) qui doit faire l'objet d'un intervalle d'expertise. Nous avons légèrement modifié les valeurs pour γ_0[172] et nous avons pris des valeurs pour τ comprises entre 0,1 et 0,5. Ainsi, en combinant ces intervalles d'expertise avec les valeurs de r_s, on aboutit à des résultats dotés d'une bonne performance empirique collant à différents régimes d'accumulation. Si r_s est nul (pas d'exigence de rentabilité dans la fonction d'investissement), alors le taux d'accumulation brut sera de l'ordre de 20%, avec des esprits animaux optimistes. Si r_s est égal à 20%, alors on aura un taux d'accumulation brut aux environs de 6%, avec des esprits animaux pessimistes. D'un côté se dessine le boom chinois, de l'autre apparaît une croissance molle, débouchant potentiellement sur une désaccumulation nette.

La troisième fonction utilisée (modèle F3) combine deux fonctions déjà vues en une seule :

$$g^i = (\gamma_0 - \tau r_s) + \gamma_u u \tag{3.28}$$

Cette fonction est donc similaire à la précédente, mais elle introduit un effet accélérateur sur le taux d'utilisation qui ne dépend pas du taux d'utilisation normal. L'intervalle d'expertise pour γ_u est donc le même que dans le modèle B.

Nous venons de présenter l'ensemble des spécifications retenues pour chacune des trois équations fondamentales du modèle kaleckien (g^i, g^s et r^{co}), ainsi que la signification associée à l'estimation de chacun des paramètres entrant dans la formulation de ces différentes équations. Nous sommes désormais en mesure de détailler nos simulations et leurs résultats.

3.3.3. Des modèles qui manquent de plausibilité

Notre questionnement porte maintenant sur la confrontation entre ce que nous obtenons comme valeurs d'équilibre pour ces modèles, et ce que nous savons être les valeurs

[172] Nous avons pris des valeurs comprises entre 0,08 et 0,2, contre 0,06 et 0,14 précédemment pour le modèle A.

d'équilibre plausibles pour ces variables. Si les valeurs des variables d'équilibre simulées sont comprises dans ce que nous avons déterminé comme étant un intervalle des valeurs plausibles, tout va bien en somme, et les modèles kaleckiens de croissance sortent renforcés de cette évaluation. Si au contraire, les valeurs des variables d'équilibre simulées n'entrent pas dans les bornes de la plausibilité, nous faisons alors face à un problème préoccupant. En effet, si en partant de valeurs plausibles pour les paramètres utilisés dans les différentes variantes des modèles testés on n'obtient pas des valeurs d'équilibre plausibles, soit nous avons mal spécifié la plausibilité des valeurs de nos paramètres au départ, soit nous avons mal évalué ce qu'était la plausibilité pour les valeurs des variables à l'équilibre, soit enfin, nous sommes contraints d'admettre que la construction des modèles kaleckiens est défaillante. Avant de trancher cette épineuse question, il faut considérer quels sont les résultats obtenus par les simulations menées.

L'ensemble des résultats est synthétisé dans deux tableaux. Le tableau n°3.1 rend compte des « scores » de plausibilité pour chaque modèle quand les entrepreneurs fixent leurs prix selon la règle du *mark-up*. Le tableau n°3.2 est l'équivalent du tableau n°3.1 dans le cas où les entreprises déterminent leurs prix selon la méthode du *target-return pricing*. Ces deux tableaux traitent de la plausibilité des modèles au sein d'une économie non-financiarisée, au sens où le taux de profit exigée n'est « que » de 10% (ou la part, exigée et obtenue, des profits dans la valeur ajoutée n'est que de 25%)[173]. La financiarisation est introduite par une augmentation significative de ces deux paramètres : une économie sera dite financiarisée si son taux de profit exigé passe à 20% ou si la part des profits dans la valeur ajoutée passe à 35%. L'utilisation d'un taux de profit exigé fait appel à ce que d'autres avant nous ont appelé une norme de rentabilité financière[174]. La financiarisation est alors vue sous l'angle d'une plus grande gourmandise actionnariale infléchissant notoirement les orientations des firmes au regard de leur politique d'investissement et de distribution des profits[175]. Dans ces modèles, cette nouvelle orientation actionnariale ne se verra que dans les décisions de prix et

[173] La financiarisation est introduite par le taux de profit exigé (r_s) ou par la part des profits dans la valeur ajoutée (π) selon la présence de l'une ou l'autre des variables à l'intérieur des modèles considérés. Nous utilisons de préférence r_s comme signe de la financiarisation, mais quand il est absent des modèles, nous utilisons une mesure par π, comme c'est le cas pour la plupart des modèles en *mark-up pricing*.
[174] Cf. Boyer (2000), Plihon (2002), Aglietta et Rebérioux (2004).
[175] Passage d'une politique de « *retain and invest* » à une politique de « *downsize and distribute* ». Cf. Lazonick et O'Sullivan (2000).

d'investissement (la distribution de dividendes n'est pas prise en compte). L'utilisation de la part des profits dans la valeur ajoutée comme indicateur de la financiarisation vise plutôt à mettre en évidence les aspects redistributifs qu'il est possible d'observer au cours de l'histoire : la croissance tendancielle de cet indicateur concomitante avec l'émergence des marchés financiers et d'un nouvel environnement institutionnel.

Nous rappelons que le critère de plausibilité retenu pour juger la « performance » des différents modèles est que le taux d'utilisation d'équilibre doit être compris entre 60 et 120%. Il s'agit là de bornes extrêmement larges, et nous devrons donc être d'autant moins tolérants avec les scores des différents modèles que le critère d'évaluation retenu est large. Comme tous les modèles testés ne se réfèrent pas aux mêmes équations, ils ne disposent pas tous du même nombre de paramètres. Le nombre de variantes testées est donc différent d'un modèle à l'autre selon le nombre de paramètres qu'il a fallu faire varier au sein des intervalles d'expertise. Par ailleurs, nous n'avons pas pris d'intervalles d'expertise pour chacun des paramètres, étant entendu que certains d'entre eux ont une valeur relativement certaine[176].

[176] C'est le cas de la propension à épargner les profits (0,5) ou du taux d'utilisation normal (85%). Bowles et Boyer (1995, p. 154) estiment une valeur de 0,5 pour la différence entre la propension à épargner les profits et la propension à épargner les salaires, qui est nulle ici.

Tableau n°3.1 : Résultats de plausibilité pour les modèles de *mark-up pricing.*

	g^i	Variables fixées	Variables expertisées	Nombre de variantes	u*	% de plausibilité
modèle A	$\gamma_0 + \gamma_u(u - u_s)$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $v = 2$ $\pi_1 = 0,25$ $\pi_2 = 0,35$	$\gamma_0 = [0,06 ; 0,14]$ $\gamma_u = [0,2 ; 0,5]$	$11^2 = 121$	$(\gamma_0 - \gamma_u.u_s) /$ $[(s.\pi/v) - \gamma_u]$	76,03% ($\pi_1 = 0,25$) 86,78% ($\pi_2 = 0,35$)
modèle B	$\gamma_0 + \gamma_u.u + \gamma_r.r$	$s = 0,5$ $v = 2$ $\pi_1 = 0,25$ $\pi_2 = 0,35$	$\gamma_0 = [0,03 ; 0,07]$ $\gamma_u = [0 ; 0,02]$ $\gamma_r = [0,2 ;0,6]$	$11^3 = 1331$	$\gamma_0 /$ $[(s - \gamma_r)(\pi/v) - \gamma_u]$	2,03% ($\pi_1 = 0,25$) 9,62% ($\pi_2 = 0,35$)
modèle C	$\gamma_0 + \gamma_u.u + \gamma_\pi.\pi$	$s = 0,5$ $v = 2$ $\pi_1 = 0,25$ $\pi_2 = 0,35$	$\gamma_0 = [0,03 ; 0,07]$ $\gamma_u = [0 ;0,02]$ $\gamma_\pi = [0 ; 0,2]$	$11^3 = 1331$	$(\gamma_0 + \gamma_\pi.\pi) /$ $(s.\pi/v - \gamma_u)$	29% ($\pi_1 = 0,25$) 52,9% ($\pi_2 = 0,35$)
modèle D	$\gamma_0 + \gamma_r.r$	$s = 0,5$ $v = 2$ $\pi_1 = 0,25$ $\pi_2 = 0,35$	$\gamma_0 = [0,04 ; 0,08]$ $\gamma_r = [0,2 ; 0,6]$	$11^2 = 121$	$\gamma_0 /$ $[(s - \gamma_r)(\pi/v)]$	1,65% ($\pi_1 = 0,25$) 9,91% ($\pi_2 = 0,35$)
modèle E	$\gamma_0 + \gamma_u.u$	$s = 0,5$ $v = 2$ $\pi_1 = 0,25$ $\pi_2 = 0,35$	$\gamma_0 = [0,06 ; 0,1]$ $\gamma_u = [0 ; 0,02]$	$11^2 = 121$	$\gamma_0 /$ $(s.\pi/v - \gamma_u)$	14,05% ($\pi_1 = 0,25$) 79,34% ($\pi_2 = 0,35$)
modèle F1	$\gamma_0 + \gamma_u.u + \gamma_r(r - r_s)$	$s = 0,5$ $\pi = 0,3$ $v = 2$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,06 ; 0,1]$ $\gamma_r = [0 ; 0,2]$ $\gamma_u = [0 ; 0,02]$	$11^3 = 1331$	$(\gamma_0 - \gamma_r.r_s) /$ $[(s - \gamma_r)(\pi/v) - \gamma_u]$	28,02% ($r_{s1} = 0,1$) 48,16% ($r_{s2} = 0,2$)
modèle F2	$(\gamma_0 - \tau.r_s) + \gamma_u(u - u_s)$	$s = 0,5$ $\pi = 0,3$ $v = 2$ $u_s = 0,85$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,08 ; 0,2]$ $\tau = [0,1 ; 0,5]$ $\gamma_u = [0,2 ; 0,5]$	$11^2 = 121$	$(\gamma_0 - \tau.r_s - \gamma_u.u_s) /$ $[(s.\pi/v) - \gamma_u]$	71,9% ($r_{s1} = 0,1$) 98,3% ($r_{s2} = 0,2$)
modèle F3	$(\gamma_0 - \tau.r_s) + \gamma_u.u$	$s = 0,5$ $\pi = 0,3$ $v = 2$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,08 ; 0,2]$ $\tau = [0,1 ; 0,5]$ $\gamma_u = [0 ; 0,02]$	$11^2 = 121$	$(\gamma_0 - \tau.r_s) /$ $[(s.\pi/v) - \gamma_u]$	13,22% ($r_{s1} = 0,1$) 45,45% ($r_{s2} = 0,2$)

Tableau n°3.2 : Résultats de plausibilité pour les modèles de *target-return pricing*.

	g^i	Variables fixées	Variables expertisées	Nombre de variantes	u*	% de plausibilité
modèle A	$\gamma_0 + \gamma_u(u - u_s)$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,06 ; 0,14]$ $\gamma_u = [0,2 ; 0,5]$	$11^2 = 121$	$(\gamma_0 - \gamma_u.u_s) / [(s.r_s/u_s) - \gamma_u]$	72,73% ($r_{s1} = 0,1$) 92,56% ($r_{s2} = 0,2$)
modèle B	$\gamma_0 + \gamma_u.u + \gamma_r.r$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,03 ; 0,07]$ $\gamma_u = [0 ; 0,02]$ $\gamma_r = [0,2 ;0,6]$	$11^3 = 1331$	$\gamma_0 / [(s - \gamma_r)(r_s/u_s) - \gamma_u]$	1,42% ($r_{s1} = 0,1$) 20,51% ($r_{s2} = 0,2$)
modèle C	$\gamma_0 + \gamma_u.u + \gamma_\pi.\pi$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $\pi = 0,3$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,03 ; 0,07]$ $\gamma_u = [0 ;0,02]$ $\gamma_\pi = [0 ; 0,2]$	$11^3 = 1331$	$(\gamma_0 + \gamma_\pi.\pi) / (s.r_s/u_s - \gamma_u)$	19,83% ($r_{s1} = 0,1$) 61,46% ($r_{s2} = 0,2$)
modèle D	$\gamma_0 + \gamma_r.r$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,04 ; 0,08]$ $\gamma_r = [0,2 ; 0,6]$	$11^2 = 121$	$\gamma_0 / [(s - \gamma_r)(r_s/u_s)]$	0,83% ($r_{s1} = 0,1$) 23,14% ($r_{s2} = 0,2$)
modèle E	$\gamma_0 + \gamma_u.u$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,06 ; 0,1]$ $\gamma_u = [0 ; 0,02]$	$11^2 = 121$	$\gamma_0 / (s.r_s/u_s - \gamma_u)$	8,26% ($r_{s1} = 0,1$) 85,12% ($r_{s2} = 0,2$)
modèle F1	$\gamma_0 + \gamma_u.u + \gamma_r(r - r_s)$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,06 ; 0,1]$ $\gamma_r = [0 ; 0,2]$ $\gamma_u = [0 ; 0,02]$	$11^3 = 1331$	$(\gamma_0 - \gamma_r.r_s) / [(s - \gamma_r)(r_s/u_s) - \gamma_u]$	4,36% ($r_{s1} = 0,1$) 71,52% ($r_{s2} = 0,2$)
modèle F2	$(\gamma_0 - \tau.r_s) + \gamma_u(u - u_s)$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,08 ; 0,2]$ $\tau = [0,1 ; 0,5]$ $\gamma_u = [0,2 ; 0,5]$	$11^2 = 121$	$(\gamma_0 - \tau.r_s - \gamma_u.u_s) / [(s.r_s/u_s) - \gamma_u]$	62,81% ($r_{s1} = 0,1$) 96,69% ($r_{s2} = 0,2$)
modèle F3	$(\gamma_0 - \tau.r_s) + \gamma_u.u$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,08 ; 0,2]$ $\tau = [0,1 ; 0,5]$ $\gamma_u = [0 ; 0,02]$	$11^2 = 121$	$(\gamma_0 - \tau.r_s) / [(s.r_s/u_s) - \gamma_u]$	0,82% ($r_{s1} = 0,1$) 85,12% ($r_{s2} = 0,2$)

Quelles sont les conclusions à tirer de ces résultats en terme de plausibilité ? Déjà, il est remarquable de noter que les performances sont très inégales d'un modèle à l'autre, et qu'elles sont aussi très inégales selon que le cadre de référence renvoie à une économie financiarisée ou pas.

En ce qui concerne les économies non financiarisées, les performances sont médiocres dans l'ensemble. Certes, les modèles A et F2 aboutissent à des scores de performance de plus de 60%, mais, tous les autres obtiennent une plausibilité inférieure à 30%, et cela quel que soit le mode de détermination des prix considéré. Il semble difficilement défendable de se satisfaire d'un tel niveau de pertinence *a priori*, où la conformité avec un ordre de grandeur descriptif d'une réalité imaginable n'est atteinte que pour moins d'une application numérique sur trois. Les modèles kaleckiens ne parviennent pas en général à être fidèles à la description d'une réalité possible pour une économie non financiarisée. C'est là un grave défaut de pertinence quand on s'autorise à redonner de l'épaisseur à l'histoire, et qu'on replace les caractéristiques de nos économies dans le temps. La financiarisation n'étant qu'une phase extrêmement récente du capitalisme, les modèles kaleckiens se devraient d'être en mesure de coller à des économies non financiarisées.

Par ailleurs, dès lors que la financiarisation est intégrée, on se rend compte que la plausibilité augmente spectaculairement pour tous les modèles. Quand on constate un écart important entre les pourcentages de plausibilité entre r_{s1} et r_{s2} (ou π_1 et π_2), cela prouve que les modèles en question ne sont pas très robustes, dans le sens où ils sont trop sensibles à une variation des paramètres. Le cas du modèle F3 en *target-return pricing* est à ce titre très éloquent : alors que seules 0,82% de ses variantes sont plausibles dans le cadre d'une économie non financiarisée, la plausibilité grimpe à 85,12% quand on intègre la financiarisation ! Si certains modèles présentent des pourcentages de plausibilité très satisfaisants, la plupart d'entre eux souffre encore de graves lacunes, puisque pour les modèles B, C, D, F1 et F3 en *mark-up pricing* et pour les modèles B, C et D en *target-return pricing*, moins des deux tiers de leurs variantes sont plausibles, y compris en économie financiarisée. Doit-on en conclure que les modèles kaleckiens sont relativement aptes à décrire des économies financiarisées alors qu'ils sont profondément incapables dans l'ensemble de décrire des économies dont le fonctionnement n'est pas régi par la finance ? Il nous semble plutôt qu'il faut en conclure que les modèles kaleckiens ne sont capables de décrire des économies imaginables que pour des valeurs très particulières des paramètres. Ainsi, nous avons pu faire l'expérience de la fragilité des résultats de plausibilité en modifiant à la marge la valeur de certains paramètres. Si on

bouge légèrement les bornes de l'intervalle d'expertise de γ_0, on note très rapidement de fortes variations dans l'évaluation de la plausibilité des modèles[177].

Outre ce constat sur la sensibilité des tests de plausibilité à des variations marginales des paramètres, ceci laisse entendre, en ce qui concerne le paramètre γ_0, que la théorie de la croissance issue de ces modèles est en partie tautologique : la croissance provient de la croissance ! Autrement dit, cette dépendance vis-à-vis de ce paramètre (γ_0) amène à reconsidérer la force d'explication de la croissance par ces modèles de croissance. En faisant jouer à γ_0 le rôle principal dans la détermination de l'équilibre, ces modèles livrent une théorie de la croissance quasi-exogène, puisque la croissance est expliquée par ce qu'on n'a pas réussi à expliquer autrement qu'en faisant appel aux esprits animaux keynésiens, ou à la croissance tendancielle de l'investissement, ou encore à ce qu'on a appelé la composante « autonome » de la fonction d'investissement. Ces modèles sont insuffisamment explicatifs, mais c'est le lot des modèles keynésiens que d'être soumis au caractère erratique de l'investissement. Nous retrouvons ici un résultat déjà connu des Keynésiens quant à la difficulté de formaliser la décision d'investir[178].

3.4. De l'instabilité de l'équilibre à l'équilibre de l'instabilité

Nous venons de voir que la plausibilité n'est pas une qualité répandue parmi les modèles kaleckiens. Nous avons aussi vu qu'elle était volatile et dépendante de la valeur d'un paramètre en particulier (γ_0). Néanmoins, pour qui voudrait se raccrocher à la bonne tenue en termes de plausibilité des modèles A et F2, nous proposons d'aller plus avant dans l'analyse des modèles kaleckiens, en étudiant leur stabilité, et plus spécialement celle de ces deux modèles. À l'origine, il nous semble que les modèles kaleckiens ont été développés pour évacuer l'instabilité à la Harrod. Cet objectif, s'il n'est pas explicitement mentionné par les

[177] En faisant passer γ_0 d'un intervalle de [0,06 ; 0,14] à un intervalle de [0,08 ; 0,2] la plausibilité passe de 76,03% à 38,01% pour le modèle A en *mark-up pricing*.

[178] Heye (1995, p. 197) :

> « Few economics enterprises are at once as important and as poorly understood as the process of capital investment ».

Heye entreprend d'expliquer l'investissement par l'état de la confiance des affaires, état au travers duquel transparaissent les esprits animaux. Stockhammer (2004b, p. 33) rappelle que certains Keynésiens comme Shackle ou Vickers tiennent pour acquis que l'investissement est tout bonnement imprévisible, et qu'il est impossible de décrire son comportement au sein d'une équation « déterminable ».

auteurs de ces modèles, n'en demeure pas moins à nos yeux la principale motivation dans l'utilisation de cette modélisation. Pour s'en convaincre, il suffit de regarder avec quel empressement la condition de stabilité est souvent avancée, à défaut d'être réellement questionnée, dans les publications concernées. Dans cette section, nous présenterons, dans un premier temps, l'enjeu de la stabilité des modèles kaleckiens, et nous énoncerons la condition de la stabilité de leur équilibre. Dans une seconde étape, nous évaluerons la plausibilité de cette condition de stabilité. La dernière sous-section s'essaiera à une analyse comparée de l'instabilité des modèles, et de la relative stabilité de la réalité capitaliste.

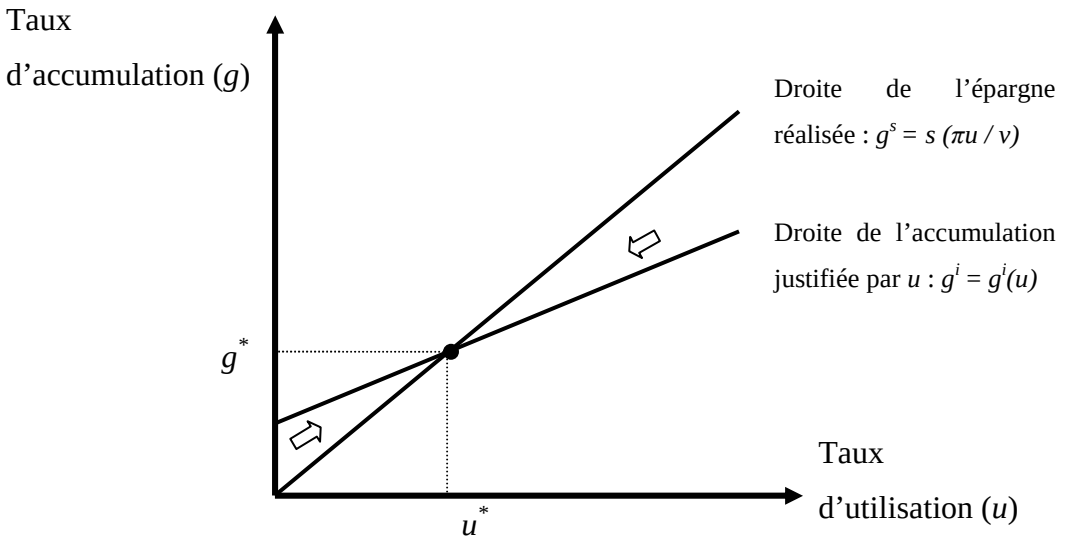
3.4.1. Les conditions de stabilité de l'équilibre kaleckien

Après nous être intéressés à l'étude de la plausibilité des différentes versions des modèles kaleckiens de croissance, nous nous penchons ici sur l'étude de leur stabilité. En agissant dans cet ordre, nous suivons un ordre inverse de celui suivi par les auteurs post-keynésiens. En effet, comme nous l'avons déjà noté en amorce de cette section, il est clair que les auteurs post-keynésiens mettent l'accent sur la stabilité[179]. Il s'agit souvent d'une condition préliminaire à l'étude de leur modèle. Nous préférons adopter un ordre des priorités différent, et ne pas éliminer les possibilités d'instabilité de ces modèles. Si les modèles kaleckiens sont rarement illustrés par des applications numériques de manière à les confronter avec une réalité imaginable et à évaluer leur plausibilité, ils sont tout aussi peu nombreux à voir tester les implications de leur condition de stabilité.

La condition de stabilité de ces modèles est la même pour tous, dans son principe : il faut que la réaction de la fonction d'investissement à une modification du taux d'utilisation soit plus faible que celle de l'épargne[180]. Autrement dit, il faut que la dérivée de g^i par rapport à u soit inférieure à la dérivée de g^s par rapport à u, ce qui, graphiquement, s'illustre par le fait que la courbe représentative de g^s coupe la courbe de g^i par le bas (cf. schéma 3.5).

[179] À l'exception notable de la tradition de Goodwin, représentée notamment par Peter Skott (1989), pour laquelle les conditions de stabilité ne sont pas respectées à court terme.
[180] Cf. Lavoie (2004, p. 104).

Schéma n°3.5 : La stabilité du modèle kaleckien.

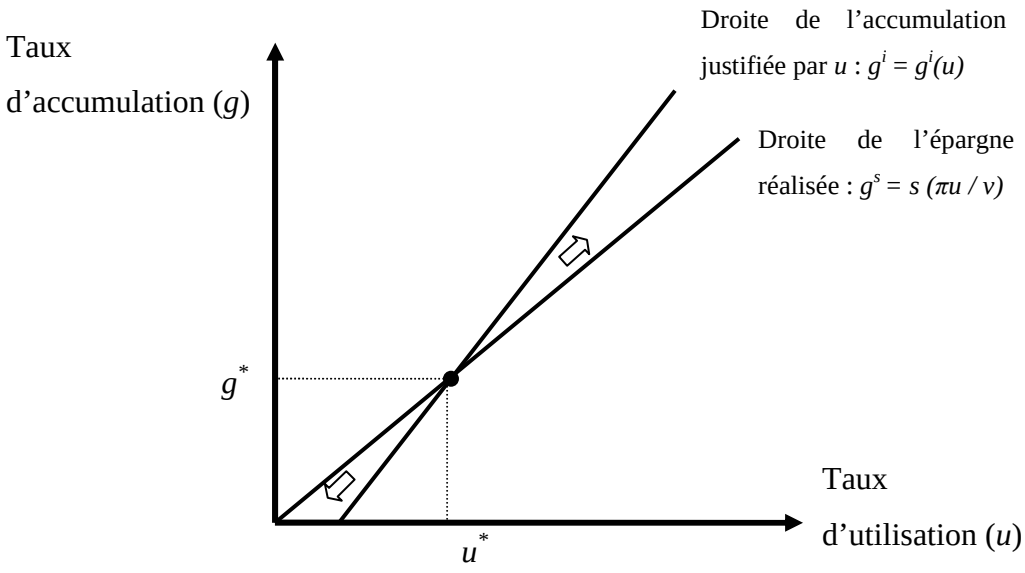


Initialement, nous supposons que les entreprises décident un taux d'accumulation supérieur à g^*. Suite à cette décision, la droite de l'épargne réalisée indique le taux d'utilisation effectif, qui découle du montant des profits réalisés (loi de Kalecki : l'investissement détermine les profits) et de la marge de profit qui est fixe. Or, les entrepreneurs auraient dû atteindre un taux d'utilisation supérieur pour légitimer leur politique d'accumulation. Les entrepreneurs ont en quelque sorte investi trop en comptant sur une demande qui n'est pas venue, et ce manque de demande a généré un taux d'utilisation (et un taux de profit) plus faible que celui qui avait été anticipé par les entrepreneurs. La réaction logique des firmes est alors de revoir à la baisse leurs prévisions sur la demande, et leurs décisions d'investir.

Par rapport au diagramme de la firme post-keynésienne du chapitre deux, les firmes révisent à la baisse leur perception de la frontière d'expansion. En diminuant le rythme de leurs investissements, les firmes diminuent la demande et l'épargne réalisée (les profits), mais ils diminuent le taux d'utilisation (taux de profit) nécessaire pour justifier leur politique encore plus vite. Le mécanisme d'ajustement ramène vers l'équilibre de manière symétrique si le point de départ est une décision d'accumulation inférieure à l'accumulation d'équilibre.

L'instabilité de l'équilibre provient d'une réaction de l'investissement, face à une modification du taux d'utilisation, qui sera plus forte que celle de l'épargne. La réaction de l'investissement au taux d'utilisation se comprend comme une sensibilité de l'accumulation à la demande. Si cette sensibilité est élevée, le système aura tendance à être instable. Cette sensibilité, c'est l'effet accélérateur. Face à une demande plus importante, les tensions sur l'utilisation des capacités poussent les firmes à accroître nettement leurs dépenses d'investissement afin de contrer, en augmentant leurs capacités de production significativement, une éventuelle sur-utilisation. Mais l'augmentation franche des dépenses d'investissement nourrit en retour la demande, de manière plus marquée que les capacités de production, accroissant ainsi les tensions sur l'utilisation. Au final, les variations du taux d'utilisation affectent l'investissement, et la rentabilité effective, plus fortement qu'elles n'affectent les désirs de profits et d'épargne. Une politique d'accumulation plus forte que l'accumulation d'équilibre entraîne la réalisation d'un taux d'utilisation (taux de profit) supérieur au taux qui justifiait cette politique (la demande a été supérieure à ce qu'on attendait). La réaction des firmes est alors d'accroître leur effort d'investissement pour essayer de diminuer les tensions sur le taux d'utilisation. Mais cet accroissement de l'accumulation génère encore un supplément de demande et un taux d'utilisation (et un taux de profit) supérieur, de sorte qu'on s'éloigne de l'équilibre (cf. schéma 3.6).

Schéma n°3.6 : L'instabilité du modèle kaleckien.



La plupart des auteurs kaleckiens postulent la stabilité de l'équilibre, avant d'analyser plus en détails la dynamique de leur modèle. Dans la tradition des modèles de Richard Goodwin, des auteurs post-keynésiens, comme Skott (1989, 2008a, 2008b, 2008c) ou Flaschel, Franke et Semmler (1997), s'intéressent à des modèles instables. Mais ils sont quasiment les seuls. Il semble que les Kaleckiens aient abandonné l'étude des modèles instables. L'argument pour cet abandon, ou ce manque d'attrait, est que la réalité capitaliste semble s'inscrire dans un univers stable. Comme le disait Keynes (1936, [2005, p. 255]) :

> « c'est une caractéristique marquante du système économique où nous vivons qu'il n'est pas violemment instable, tout en étant sujet en ce qui concerne la production et l'emploi à des fluctuations sévères. »

L'instabilité est alors refoulée, et uniquement analysée au travers des cycles, des circonstances exceptionnelles. Mais, si le capitalisme peut souffrir d'accès de fièvre, il n'est pas marqué par une instabilité intrinsèque. Avant de voir ce qu'il en est pour la réalité capitaliste, nous examinons dans la prochaine section la stabilité des modèles censés la représenter.

3.4.2. Une facétieuse stabilité

Si, dans les modèles kaleckiens de croissance, la formalisation de la condition de stabilité est systématiquement présente, la vérification de cette condition en terme numérique est systématiquement oubliée. Or, il s'avère que, si on applique des valeurs plausibles aux paramètres, la propriété de stabilité des modèles se défausse, ou du moins, elle n'est plus aussi certaine.

Outre les analyses répétées de Skott (1989, 2008a, 2008b, 2008c), ce constat d'une instabilité persistante constitue une extension des résultats de Hein et Ochsen (2003). En effet, ces auteurs observent que la condition de stabilité n'est pas très assurée selon des estimations réalisées pour plusieurs pays de l'OCDE sur différentes périodes[181]. Leurs résultats concernant l'instabilité du modèle ne sont pas mis en avant dans l'article, qui s'intéresse à un

[181] Hein et Ochsen (2003, p. 430) concluent à l'instabilité dans 8 cas sur 12.

tout autre sujet, puisque c'est en annexe qu'il faut aller les chercher. Leurs estimations s'effectuent à partir d'une spécification à la Bhaduri-Marglin de la fonction d'investissement, à laquelle est intégrée la problématique des taux d'intérêt, alors que nous proposons des tests de stabilité pour une plus grande variété de spécifications de la fonction d'investissement. Hein et Ochsen (2003) étaient en quelque sorte « tombés » sur cette instabilité, sans chercher à l'analyser. Nous nous proposons d'étendre l'évaluation de la stabilité des modèles kaleckiens à d'autres fonctions d'investissement. Il ne s'agit pas d'un questionnement empirique, basé sur des données d'enquête, mais plutôt, conformément à la méthodologie déployée pour les tests de plausibilité, d'une enquête sur la stabilité *a priori* de ces modèles. C'est finalement la plausibilité de la condition de stabilité qui est l'objet de l'investigation qui suit.

L'étude des modèles les plus plausibles (A et F2) révèle qu'ils sont instables. Et inversement, les modèles les moins plausibles sont stables. Les résultats sont résumés dans les tableaux n^{os}3.3 et 3.4. Rappelons l'expression générale de la condition de stabilité pour chacun des modes de détermination des prix. En *mark-up pricing*, il est possible d'écrire g^s comme une fonction du taux d'utilisation en reprenant l'équation (3.9') :

$$g^s = s\left(\frac{\pi u}{v}\right) \tag{3.9'}$$

La dérivée de g^s par rapport à u se déduit immédiatement de l'équation (3.9'). Symétriquement il est possible d'écrire g^s en fonction du taux d'utilisation pour les modèles où les prix sont déterminés par la procédure du *target-return pricing*. Pour cela, il suffit de combiner les équations (3.9) et (3.19), et ici aussi, la dérivée de g^s par rapport à u sera obtenue presque immédiatement :

$$g^s = s\left(\frac{u}{u_s} r_s\right) \tag{3.9''}$$

Par ailleurs, les dérivées des différentes fonctions d'investissement (A, C, E, F2 et F3) par rapport à ce même taux d'utilisation aboutissent toutes[182] au même paramètre γ_u, même si ce dernier n'a pas la même signification dans tous les modèles, selon qu'il s'agisse d'une fonction d'investissement où γ_u représente l'effet accélérateur[183], ou selon qu'il représente un paramètre de la vitesse d'ajustement des entreprises à un décalage entre leur taux d'utilisation effectif et leur taux cible[184]. Il ne prendra donc pas la même valeur, et cela aura bien évidemment des implications importantes quant à la propriété de stabilité des modèles. On a déjà observé que les modèles avec un γ_u « vitesse d'ajustement » étaient plus plausibles que les modèles avec un γ_u « effet accélérateur ». Mais du point de vue de la stabilité, c'est l'inverse. Comme nous l'avons déjà noté concernant la plausibilité des modèles, le paramètre de la croissance autonome (ou croissance tendancielle) pose aussi problème ici. La question de son ajustement est centrale pour la stabilité de l'équilibre (Lavoie, 1995, 1996 ; Skott, 1989). Ici, ce paramètre sera constant. La stabilité sera donc déterminée par la sensibilité de l'investissement à une modification du taux d'utilisation. En guise d'exemple, le modèle A en *mark-up pricing* sera stable si :

$$\frac{\partial g^s}{\partial u} > \frac{\partial g^i}{\partial u} \Leftrightarrow s\frac{\pi}{v} > \gamma_u \tag{3.29}$$

Le modèle F1 en *target return pricing* sera stable si :

$$\frac{\partial g^s}{\partial u} > \frac{\partial g^i}{\partial u} \Leftrightarrow \frac{sr_s}{u_s} > \gamma_u + \gamma_r \frac{\pi}{v} \tag{3.30}$$

[182] Pour le modèle D, il faut raisonner à partir de la variable endogène r^*, et non à partir de u^*. La condition de stabilité est alors $s > \gamma_r$.
Pour les modèles B et F1, la dérivée de la fonction d'investissement par rapport à u est : $\gamma_u + \gamma_r (\pi / v)$.
[183] Il s'agit des modèles B, C, E, F1 et F3.
[184] Il s'agit ici des modèles A et F2.

Tableau n°3.3 : Résultats de stabilité pour les modèles de *mark-up pricing*.

	g^i	Variables fixées	Variables expertisées	% de plausibilité	$\delta g^s / \delta u$ (1)	$\delta g^i / \delta u$ (2)	Stabilité (1) > (2)
modèle A	$\gamma_0 + \gamma_u(u - u_s)$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $v = 2$ $\pi_1 = 0,25$ $\pi_2 = 0,35$	$\gamma_0 = [0,06 ; 0,14]$ $\gamma_u = [0,2 ; 0,5]$	76,03% ($\pi_1 = 0,25$) 86,78% ($\pi_2 = 0,35$)	0,0625 ($\pi_1 = 0,25$) 0,0875 ($\pi_2 = 0,35$)	[0,2 ; 0,5]	non
modèle B	$\gamma_0 + \gamma_u.u + \gamma_r.r$	$s = 0,5$ $v = 2$ $\pi_1 = 0,25$ $\pi_2 = 0,35$	$\gamma_0 = [0,03 ; 0,07]$ $\gamma_u = [0 ; 0,02]$ $\gamma_r = [0,2 ;0,6]$	2,03% ($\pi_1 = 0,25$) 9,62% ($\pi_2 = 0,35$)	0,0625 ($\pi_1 = 0,25$) 0,0875 ($\pi_2 = 0,35$)	[0,025 ; 0,095]	oui/non
modèle C	$\gamma_0 + \gamma_u.u + \gamma_\pi.\pi$	$s = 0,5$ $v = 2$ $\pi_1 = 0,25$ $\pi_2 = 0,35$	$\gamma_0 = [0,03 ; 0,07]$ $\gamma_u = [0 ;0,02]$ $\gamma_\pi = [0 ; 0,2]$	29% ($\pi_1 = 0,25$) 52,9% ($\pi_2 = 0,35$)	0,0625 ($\pi_1 = 0,25$) 0,0875 ($\pi_2 = 0,35$)	[0 ;0,02]	oui
modèle D	$\gamma_0 + \gamma_r.r$	$s = 0,5$ $v = 2$ $\pi_1 = 0,25$ $\pi_2 = 0,35$	$\gamma_0 = [0,04 ; 0,08]$ $\gamma_r = [0,2 ; 0,6]$	1,65% ($\pi_1 = 0,25$) 9,91% ($\pi_2 = 0,35$)	0,5	[0,2 ; 0,6]	oui/non
modèle E	$\gamma_0 + \gamma_u.u$	$s = 0,5$ $v = 2$ $\pi_1 = 0,25$ $\pi_2 = 0,35$	$\gamma_0 = [0,06 ; 0,1]$ $\gamma_u = [0 ; 0,02]$	14,05% ($\pi_1 = 0,25$) 79,34% ($\pi_2 = 0,35$)	0,0625 ($\pi_1 = 0,25$) 0,0875 ($\pi_2 = 0,35$)	[0 ; 0,02]	oui
modèle F1	$\gamma_0 + \gamma_u.u + \gamma_r(r - r_s)$	$s = 0,5$ $\pi = 0,3$ $v = 2$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,06 ; 0,1]$ $\gamma_r = [0 ; 0,2]$ $\gamma_u = [0 ; 0,02]$	28,02% ($r_{s1} = 0,1$) 48,16% ($r_{s2} = 0,2$)	0,075	[0 ; 0,05]	oui
modèle F2	$(\gamma_0 - \tau.r_s) + \gamma_u(u - u_s)$	$s = 0,5$ $\pi = 0,3$ $v = 2$ $u_s = 0,85$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,08 ; 0,2]$ $\tau = [0,1 ; 0,5]$ $\gamma_u = [0,2 ; 0,5]$	71,9% ($r_{s1} = 0,1$) 98,3% ($r_{s2} = 0,2$)	0,075	[0,2 ; 0,5]	non
modèle F3	$(\gamma_0 - \tau.r_s) + \gamma_u.u$	$s = 0,5$ $\pi = 0,3$ $v = 2$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,08 ; 0,2]$ $\tau = [0,1 ; 0,5]$ $\gamma_u = [0 ; 0,02]$	13,22% ($r_{s1} = 0,1$) 45,45% ($r_{s2} = 0,2$)	0,075	[0 ; 0,02]	oui

Tableau n°3.4 : Résultats de stabilité pour les modèles de *target-return pricing.*

	g^i	Variables fixées	Variables expertisées	% de plausibilité	$\delta g^s / \delta u$ (1)	$\delta g^i / \delta u$ (2)	Stabilité (1 > 2)
modèle A	$\gamma_0 + \gamma_u(u - u_s)$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,06 ; 0,14]$ $\gamma_u = [0,2 ; 0,5]$	72,73% ($r_{s1} = 0,1$) 92,56% ($r_{s2} = 0,2$)	0,059 ($r_{s1} = 0,1$) 0,118 ($r_{s2} = 0,2$)	[0,2 ; 0,5]	non
modèle B	$\gamma_0 + \gamma_u.u + \gamma_r.r$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$ $\pi = 0,3$ $v = 2$	$\gamma_0 = [0,03 ; 0,07]$ $\gamma_u = [0 ; 0,02]$ $\gamma_r = [0,2 ;0,6]$	1,42% ($r_{s1} = 0,1$) 20,51% ($r_{s2} = 0,2$)	0,059 ($r_{s1} = 0,1$) 0,118 ($r_{s2} = 0,2$)	[0,03 ; 0,11]	oui/non
modèle C	$\gamma_0 + \gamma_u.u + \gamma_\pi.\pi$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $\pi = 0,3$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,03 ; 0,07]$ $\gamma_u = [0 ;0,02]$ $\gamma_\pi = [0 ; 0,2]$	19,83% ($r_{s1} = 0,1$) 61,46% ($r_{s2} = 0,2$)	0,059 ($r_{s1} = 0,1$) 0,118 ($r_{s2} = 0,2$)	[0 ; 0,02]	oui
modèle D	$\gamma_0 + \gamma_r.r$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,04 ; 0,08]$ $\gamma_r = [0,2 ; 0,6]$	0,83% ($r_{s1} = 0,1$) 23,14% ($r_{s2} = 0,2$)	0,5	[0,2 ; 0,6]	oui/non
modèle E	$\gamma_0 + \gamma_u.u$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,06 ; 0,1]$ $\gamma_u = [0 ; 0,02]$	8,26% ($r_{s1} = 0,1$) 85,12% ($r_{s2} = 0,2$)	0,059 ($r_{s1} = 0,1$) 0,118 ($r_{s2} = 0,2$)	[0 ; 0,02]	oui
modèle F1	$\gamma_0 + \gamma_u.u + \gamma_r(r - r_s)$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$ $\pi = 0,3$ $v = 2$	$\gamma_0 = [0,06 ; 0,1]$ $\gamma_r = [0 ; 0,2]$ $\gamma_u = [0 ; 0,02]$	4,36% ($r_{s1} = 0,1$) 71,52% ($r_{s2} = 0,2$)	0,059 ($r_{s1} = 0,1$) 0,118 ($r_{s2} = 0,2$)	[0 ; 0,05]	oui
modèle F2	$(\gamma_0 - \tau.r_s) + \gamma_u(u - u_s)$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,08 ; 0,2]$ $\tau = [0,1 ; 0,5]$ $\gamma_u = [0,2 ; 0,5]$	62,81% ($r_{s1} = 0,1$) 96,69% ($r_{s2} = 0,2$)	0,059 ($r_{s1} = 0,1$) 0,118 ($r_{s2} = 0,2$)	[0,2 ; 0,5]	non
modèle F3	$(\gamma_0 - \tau.r_s) + \gamma_u.u$	$s = 0,5$ $u_s = 0,85$ $r_{s1} = 0,1$ $r_{s2} = 0,2$	$\gamma_0 = [0,08 ; 0,2]$ $\tau = [0,1 ; 0,5]$ $\gamma_u = [0 ; 0,02]$	0,82% ($r_{s1} = 0,1$) 85,12% ($r_{s2} = 0,2$)	0,059 ($r_{s1} = 0,1$) 0,118 ($r_{s2} = 0,2$)	[0 ; 0,02]	oui

À la lecture de ces tableaux, il apparaît que les modèles A et F2 qui offrent le plus de garantie au niveau de la plausibilité sont associés à une instabilité aussi inévitable qu'indésirable. C'est ici une certaine ironie du sort dont sait nous gratifier l'histoire de la pensée économique,

puisque c'est bien l'effort visant à évacuer l'instabilité à la Harrod qui est à l'origine du développement des nouveaux modèles post-keynésiens de croissance par Kaldor (1956) ou Robinson (1962). Ces modèles avaient réglé le problème de l'instabilité en prenant des ajustements par la répartition du revenu, et non plus par le taux d'utilisation des capacités de production qu'ils considéraient égal à l'unité. Cet ajustement par les marges de profit permettait de contrebalancer les effets potentiellement déstabilisants de l'investissement en modifiant la propension à épargner de la société dans le sens adéquat. Mais l'hypothèse de fixité du taux d'utilisation avait sacrifié certains résultats keynésiens essentiels, comme le paradoxe des coûts. Les modèles kaleckiens, en rétablissant un degré de liberté pour le taux d'utilisation, lequel peut s'écarter durablement du taux cible sans force de rappel, ont retrouvé ce paradoxe des coûts. Or, nos résultats suggèrent que les auteurs post-keynésiens, après avoir perdu l'instabilité et le paradoxe des coûts, ont bien retrouvé le paradoxe…mais ils ont aussi réarmé une instabilité qui semble indissociable du paradoxe des coûts. À moins de faire le sacrifice de la plausibilité et de s'engager dans une modélisation de ce qui n'est plus une réalité imaginable, mais bel et bien une fiction pure et simple, où paradoxe des coûts et stabilité cohabiteraient.

L'instabilité que nous rencontrons ici n'est cependant pas une instabilité à la Harrod, mais une instabilité à la Keynes (Hein, Lavoie et van Treeck, 2008 ; Lavoie, 2008). L'instabilité à la Harrod survient quand, confrontées à un écart entre le taux d'utilisation qui équilibre le marché des biens (u^*) et le taux d'utilisation désiré par les firmes (u_s), les modifications des décisions d'investissement censées rétablir l'équilibre l'aggravent. Cette instabilité procède selon les mécanismes suivants :

- Si les entreprises rencontrent un taux d'utilisation effectif inférieur à leur taux cible ($u^* < u_s$), elles s'efforceront de ralentir leurs investissements de capacité, afin de ne pas générer une trop grande surcapacité productive. Ainsi, elles escomptent revenir à leur taux d'utilisation cible, l'accroissement de leurs capacités se faisant à un rythme inférieur à celui de l'augmentation de la demande. Les firmes son censées recouvrir leur taux cible grâce à un dynamisme de la demande supérieur aux augmentations de capacités productives. Si, au niveau microéconomique ce raisonnement peut se tenir, il

en est toute autre chose au niveau macroéconomique. En effet, en diminuant leurs dépenses d'investissement, les firmes déprime la demande globale qui leur est adressée, et par là elles diminuent également leur taux d'utilisation. Alors que les firmes visaient le retour de u^* vers u_s en diminuant leurs investissements, la diminution de ces investissements diminue davantage u^* et empêche le retour à u_s : l'économie entre en dépression.

- Inversement, si le taux effectif est supérieur au taux cible, les firmes auront tendance à augmenter leurs dépenses d'investissement afin de rétablir l'égalité entre taux cible et taux effectif, mais en augmentant leurs investissements, elles alimentent la demande et accroissent le déséquilibre de sur-utilisation des capacités : l'économie connaît alors un boom économique.

Les firmes essaient d'anticiper la croissance tendancielle de l'économie, et veulent corriger l'utilisation de leurs capacités de production en adaptant leur rythme d'accumulation (à la hausse ou à la baisse selon qu'elles sont en situation de sur- ou de sous-utilisation). Le problème est alors qu'en augmentant (diminuant) leur accumulation au-delà (en deçà) du taux de croissance tendanciel qu'elles anticipaient pour l'économie, elles augmentent (réduisent) ce taux de croissance et la dépense macroéconomique, et aggravent la sur-utilisation (sous-utilisation) qu'elles désiraient combattre. Soit l'équilibre du marché des biens correspond initialement, par un heureux hasard, au plein ajustement, c'est-à-dire à l'objectif des firmes ; soit l'équilibre du marché des biens ne convergera jamais vers le plein ajustement, vers l'atteinte de l'objectif de taux d'utilisation des firmes. L'instabilité à la Harrod survient finalement quand la sensibilité du taux d'utilisation à l'investissement est élevée (i.e., quand l'effet demande de l'investissement est supérieur à l'effet capacité).[185]

La stabilité à la Keynes relève d'une logique similaire, mais elle s'inscrit dans une autre temporalité. Quand il existe un décalage entre le taux d'utilisation effectif (u) et le taux d'utilisation d'équilibre sur le marché des biens (u^*), chez Keynes, l'équilibre est rétabli par modification de la production, c'est-à-dire par modification du taux d'utilisation, à taux

[185] La manière de contenir l'instabilité à la Harrod pour les auteurs cambridgiens (Robinson, 1962 ; Kaldor, 1956) est de dire que les firmes ne vont pas réagir à une sur- ou une sous-utilisation de leurs capacités de production par modification de l'investissement mais par modification de leur prix, et de leur marge de profit. En cas de sur-utilisation, l'augmentation des prix permet le retour à l'équilibre alors que l'augmentation de l'investissement aurait conduit à accroître la déviation de l'équilibre.

d'accumulation constant (on est bien dans le court terme). Cette modification de la production amène petit à petit l'épargne volontaire au niveau de l'investissement.

Notre appellation de la stabilité à la Keynes s'éloigne légèrement de ce cadre keynésien, puisque l'investissement varie. Ce sont alors les réactions de l'épargne *et* de l'investissement qui sont censées permettre le retour à l'équilibre, l'épargne devant réagir plus que l'investissement (chez Keynes, à court terme, l'investissement ne réagissant pas, la stabilité est assurée). L'instabilité à la Keynes survient quand la sensibilité de l'investissement au taux d'utilisation est élevée. Soit le marché des biens, par le heureux hasard d'une coordination *ex ante* des plans de tous les acteurs, est initialement à l'équilibre ; soit le marché des biens ne sera jamais équilibré, l'investissement réagissant trop rapidement au déséquilibre du marché des biens (là où chez Keynes, c'était la production, donc le taux d'utilisation, qui réagissait au déséquilibre).

Au lieu de fuir les modèles instables et de se concentrer sur des modèles stables, mais peu plausibles, nous proposons une réévaluation de l'instabilité qui ne devrait plus être conçue comme une maladie condamnant un modèle, mais comme une issue probable de tout travail de modélisation. Il est vrai que cette tendance à l'instabilité n'est pas aisément observable dans la réalité, mais cela peut être imputé à l'existence d'institutions régulatrices qui permettent d'amortir les soubresauts structurels, et l'inexistence de l'instabilité ne doit pas être déduite trop hâtivement à partir du constat de sa discrétion. Par ailleurs, l'instabilité constatée pour les modèles simplifiés est probablement atténuée dès que sont introduits des éléments comme l'épargne sur les salaires, l'ouverture internationale, une activité économique de l'Etat, ou des coûts en travail fixe.

Au-delà de la concomitance de l'instabilité et de la plausibilité, il convient de noter une propriété extrêmement intéressante pour les modèles les plus plausibles. Ils souffrent d'une certaine manière de ce que nous pourrions appeler une « instabilité existentielle ». Une forme plus large de la plausibilité peut être définie par ce que nous appellerons une condition d'existence. La plausibilité d'une variante requerrait que le taux d'utilisation d'équilibre de cette variante se situe entre 60 et 120%. La condition d'existence sera remplie ici quand le

taux d'utilisation des capacités sera positif. L'existence est alors une forme faible de plausibilité. L'expression du taux d'utilisation d'équilibre pour le modèle A, avec une procédure de fixation des prix de type *mark-up*,[186] est donnée par l'équation 3.31 :

$$u^* = \frac{\gamma_0 - \gamma_u u_s}{s\frac{\pi}{v} - \gamma_u} \tag{3.31}$$

Pour des valeurs plausibles des paramètres, le numérateur de l'expression du taux d'utilisation d'équilibre est négatif. Afin d'obtenir un taux d'utilisation positif, il convient que le dénominateur de l'équation 3.31 soit également négatif. Autrement dit, pour que le taux d'utilisation d'équilibre « existe » (ou soit positif), il faut que la condition de stabilité soit violée. La négativité du dénominateur dans l'équation 3.31 n'est rien d'autre que le non-respect de la condition de stabilité (cf. tableau 3.3). Plus qu'une concomitance entre plausibilité et instabilité, c'est l'existence même qui implique l'instabilité.

En plus de l'élimination de l'instabilité comme mobile présumé pour le développement de la littérature concernant les nouveaux modèles de croissance, l'insistance avec laquelle est rappelée dans chaque modèle la condition de stabilité montre bien un attachement particulier à la stabilité. Pour trouver de la stabilité dans ces modèles de croissance, il faut abandonner la plausibilité. Parmi les modèles testés, il faut en quelque sorte faire le choix entre la stabilité ou la plausibilité : si vous voulez un modèle stable, vous ne décrivez plus une réalité imaginable ; et inversement, si vous désirez décrire une réalité imaginable, alors il vous faut accepter l'instabilité du modèle. L'ironie de l'histoire est que les modèles kaleckiens, qui voulaient se prémunir d'une instabilité à la Harrod en autorisant le taux d'utilisation d'équilibre (u^*) à diverger de son taux cible (u_s), ont greffé une instabilité à la Keynes là où il n'y en avait pas chez Keynes !

[186] Le même travail peut être effectué pour le modèle F2, et avec la procédure de fixation des prix de type *target return*.

3.4.3. Dynamique comparée des modèles et de la réalité

Il faut ici rappeler que les modèles que nous avons testés sont extrêmement rudimentaires. Ils n'incorporent pas de nombreuses caractéristiques du système économique que nous connaissons. Cette abstraction de la réalité sera atténuée ici. Nous allons essayer de revenir sur certaines caractéristiques des économies capitalistes, qui peuvent expliquer la moindre instabilité du capitalisme réel, par rapport au capitalisme tel qu'il est représenté par les modèles kaleckiens présentés auparavant. Autrement dit, nous essayons d'expliquer comment nous passons d'une théorie de l'instabilité de l'équilibre à une réalité de « l'équilibre de l'instabilité » où la répartition du revenu peut stabiliser l'économie.

Les modèles précédents sont des modèles qui fonctionnent en économie fermée, sans État, et avec des comportements financiers rudimentaires. Il pourrait dès lors nous être opposé que de pareils modèles ne représentent que très partiellement les économies capitalistes. Auquel cas, le manque de plausibilité et l'instabilité ne seraient que deux caractéristiques de modèles très spécifiques. Concernant l'explication du manque de plausibilité, le modèle serait donc juste, mais mal spécifié (valeurs des paramètres incorrectes et simplifications excessives). D'autre part, concernant la présence de l'instabilité, l'instabilité serait une propriété de ce modèle simplifié, et non le reflet d'une instabilité du capitalisme. Selon nous, ces deux oppositions doivent être en partie rejetées.

Premièrement, concernant le manque de plausibilité, un modèle est une abstraction de la réalité. Il se concentre sur certains points jugés essentiels par le modélisateur, en écartant de nombreux phénomènes d'importances inégales pour le sujet en jeu. Mais, même en élaguant certaines caractéristiques de la réalité, le modèle doit rester en lien étroit avec cette réalité. Ainsi, le modèle canonique du multiplicateur keynésien se plie à cette exigence de pertinence *ex ante*. En économie fermée, sans État, et avec une propension à consommer de 0,8, il est possible d'obtenir un multiplicateur de 5, et une part de l'investissement dans la production nationale de 20%. Personne ne soutiendrait sérieusement que cette économie est réaliste, mais il s'avère que l'investissement dans la production nationale représente bien les 20% du modèle, même sans secteur public et ouverture internationale. Un modèle « frustre » peut

donc être plausible. Par ailleurs, en employant notre méthodologie sur l'évaluation de la plausibilité des « appartements » du modèle kaleckien (i.e., les trois fonctions d'épargne, d'investissement et de prix), nous avons pu contrôler la bonne plausibilité de ces parties prises séparément. Ce qui pose problème, ce ne sont donc pas les parties du modèle, ou le choix des paramètres. Ce qui fait défaut, c'est bien la construction du modèle. En particulier, nous avions souligné précédemment dans ce chapitre les doutes que nous ressentions sur les présentations usuelles du modèle. Le statut de l'équation de prix en *mark-up pricing* est le plus délicat à suivre. Il semble que l'objectif des entreprises est une part des profits dans la valeur ajoutée, quand bien même elles décident de cette part des profits, puisqu'elles fixent elles-mêmes la marge de profit. L'équilibre ainsi obtenu est sujet à caution.[187] L'absence de référence à un objectif de taux d'utilisation standard rendait l'interprétation de cette équation très peu aisée. Si le seul problème des modèles kaleckiens résidait dans cette version où le prix est fixé selon la procédure du *mark-up*, les modèles fonctionnant avec la règle du *target return pricing* devraient afficher une meilleure plausibilité. Or, il n'en est rien. Le problème n'est donc pas (que) dans les équations de prix. Nous ne prétendons pas expliquer ces résultats inquiétants d'une faible plausibilité pour de nombreux modèles. Mais, dans l'attente de cette explication, il nous faut capitaliser sur les certitudes acquises ici, et n'intégrer dans nos modèles que les fonctions d'investissement plausibles, puisque les écarts de plausibilité sont bien issus de différences dans les fonctions d'investissement.

Deuxièmement, à notre sens, l'instabilité du modèle suggère qu'une forme de capitalisme pur est instable, mais que le capitalisme que nous connaissons dispose d'amortisseurs efficaces pour contenir cette instabilité. En particulier, l'introduction d'une épargne sur salaires conduit à modifier l'expression de la dynamique de l'épargne (cf. équation 3.31), ainsi que la sensibilité de l'épargne à des variations dans le taux d'utilisation (cf. équation 3.32).

$$\begin{aligned} & S = s_\pi \Pi + s_W W \\ & \Leftrightarrow \frac{S}{Y}\frac{Y}{Y^*}\frac{Y^*}{K} = g^s = s_\pi \frac{\pi u}{v} + s_W \frac{(1-\pi)u}{v} \end{aligned} \tag{3.32}$$

[187] Quel est le sens d'un équilibre où les acteurs ont un objectif nécessairement atteint puisque mis en œuvre par eux-mêmes ?

$$\frac{\partial g^s}{\partial u} = \frac{s_\pi \pi}{v} + \frac{s_w(1-\pi)}{v} \tag{3.33}$$

Par rapport à la situation précédente où l'intégralité des revenus salariaux était consommée, l'épargne répondra plus fortement à des variations du taux d'utilisation. Si cet accroissement de la propension à épargner de la société détend la condition de stabilité, il ne permet pas, en ce qui concerne le modèle A en *mark-up pricing*, l'élimination de l'instabilité. En prenant une propension à épargner les salaires de 0,2, ce qui est relativement élevé, la réaction de l'épargne à une modification du taux d'utilisation reste inférieure à la réaction de l'investissement à une telle modification.

Cette discrétion de l'instabilité dans la réalité du capitalisme a surtout beaucoup à voir avec les variations dans la répartition du revenu. Dans nos estimations, les parts des profits et des salaires sont fixes, et ne prennent des valeurs différentes que lorsque nous passons d'une économie non financiarisée à une économie financiarisée. Or, cette fixité dans la répartition empêche de considérer le mécanisme stabilisateur cambridgien : la modification de la propension à épargner de la société par modification de la répartition des revenus. La dynamique de l'accumulation capitaliste serait intrinsèquement instable, mais la dynamique de la répartition permettrait de la stabiliser. En effet, en cas de tendance déstabilisatrice à la hausse (sur-utilisation des capacités et augmentation de l'investissement), l'économie pourra être maintenue en équilibre par la redistribution à l'avantage des profits et des classes aisées, dont la plus faible propension à dépenser les revenus augmente la propension à épargner de la société, et calme les poussées expansionnistes. Le mécanisme inverse s'enclenche en cas de tendance déstabilisatrice à la baisse (sous-utilisation et diminution de l'investissement) : la redistribution en faveur des salaires peut augmenter la propension à dépenser suffisamment pour contrebalancer la dépression. Les modèles kaleckiens que nous avons présentés ont une répartition fixe, car à l'inverse des modèles cambridgiens (Pasinetti, 1962), ce n'est pas la croissance qui détermine la répartition dans les modèles kaleckiens. Dans un cadre kaleckien, il reste cependant possible d'intégrer des variations de la part des profits, soit grâce à Wood (1975) et sa théorie qui lie le comportement de marge au comportement d'investissement, soit grâce à Steindl (1952) et sa théorie de la diminution tendancielle de la concurrence en période

de croissance favorisant les profits au détriment des salariés/consommateurs, soit grâce à Kalecki (1971) et à l'inflation conflictuelle qui modifie la répartition selon le pouvoir de négociation des salariés (pouvoir qui dépendra de la croissance). Au final, si les mécanismes de Wood et de Steindl sont stabilisateurs,[188] l'inflation conflictuelle semble déstabilisatrice (car elle alimente les salaires en période de croissance).

Nos résultats en termes d'instabilité peuvent être rapprochés du questionnement de Bhaduri et Marglin (1990) sur les régimes de croissance et de distribution.[189] Nous allons, dans la fin de cette sous-section, essayer de réaliser un tel lien. En particulier, après avoir présenté brièvement leur cadre théorique, nous allons montrer comment nos résultats débouchent sur des liaisons originales entre dynamique de l'instabilité et dynamique du capitalisme, en particulier celle du capitalisme financiarisé.

Dans leur article fondateur, Bhaduri et Marglin (1990) renouvellent l'analyse des modèles kaleckiens, en établissant une typologie de régimes macroéconomique selon la sensibilité de la demande, de la rentabilité et de la croissance à la répartition des richesses. Ainsi si le taux d'utilisation des capacités de production est porté par une distribution en faveur des salaires, le régime de demande sera dit « stagnationiste ». Cette appellation fait référence aux travaux de Josef Steindl (1952), pour qui l'évolution de nos économies capitalistes, en favorisant l'émergence et le développement de grands monopoles, finirait par conduire à une stagnation économique, du fait de la compression de la demande et des salaires par les pouvoirs des grandes firmes. Dans le cas où le taux d'utilisation est négativement affecté par une augmentation de la part du revenu national allant aux salaires, le régime sera dit « exhilarationiste ».

Bhaduri et Marglin (1990) s'intéressent aussi aux effets sur la rentabilité de la répartition du revenu. Si la rentabilité augmente du fait d'un partage plus favorable aux salariés, le régime sera dit « coopératif ». Cette appellation souligne la communauté d'intérêts qui peut exister

[188] Pour Wood, le supplément d'investissement nécessite un supplément de marge, et donc déprime la demande et permet la stabilité. Pour Steindl, la croissance augmente la concentration des firmes, donc leur pouvoir sur les marges et les profits, ce qui déprime aussi la demande.
[189] Voir la revue de la littérature sur les modèles inspirés par Bhaduri et Marglin dans Blecker (2002).

entre classes sociales *ex post*.[190] Les firmes, qui pouvaient regretter une distribution à l'avantage des salaires et au détriment des profits, au bout du compte, tirent avantage, au niveau de la rentabilité, de ce partage du revenu qu'elles estimaient en leur défaveur. Si la rentabilité, à l'inverse, se détériore sous l'effet d'une répartition du revenu à l'avantage des salariés, le régime sera dit « conflictuel », les intérêts des salariés et des firmes n'étant pas réconciliables *ex post*.

Enfin, en se basant sur ces différents régimes, Bhaduri et Marglin (1990) distinguent aussi deux cas de figure selon que la croissance économique sera tirée par les salaires ou les profits. La possibilité d'une croissance qui ne soit pas menée par les salaires mais par les profits est une grande nouveauté pour des économistes keynésiens. Cela va à l'encontre du paradoxe des coûts, cher aux Kaleckiens. Selon la valeur des paramètres de la fonction d'investissement et les comportements d'épargne, Bhaduri et Marglin (1990) offrent donc la possibilité d'analyser nos économies sous différents angles. La répartition du revenu national peut alors mener à un régime stagnationiste, coopératif et *wage-led*, si la demande (taux d'utilisation), la rentabilité (taux de profit) et la croissance (taux d'accumulation) sont tirées par les salaires ; à l'opposé, le régime macroéconomique pourra être exhilarationiste, conflictuel et *profit-led*, si la demande, la rentabilité et la croissance sont menées par les profits. Entre ces deux extrêmes, de multiples combinaisons alternatives se présentent.

De très nombreuses études économétriques ont cherché à situer le régime macroéconomique de différents pays à l'intérieur de ces classifications (Hein et Vogel, 2008 ; Stockhammer, Onaran et Ederer, 2009). Les conclusions de ces études ne sont pas toujours très tranchées. Elles s'accordent néanmoins sur certaines caractéristiques-clé. Une petite économie ouverte aurait ainsi tendance à voir sa dynamique macroéconomique gouvernée par les profits, et les exigences de rentabilité. Une grande économie fermée verrait sa dépendance à la rentabilité réduite, autorisant alors une dynamique macroéconomique portée par les salaires.

Nous ne nous insérerons pas directement dans ces débats ici. Notre questionnement théorique ne porte pas sur une évaluation particulière d'un ensemble économique précis, mais sur les

[190] Le régime reste conflictuel *ex ante* dans la mesure où les différentes catégories d'acteurs ne se rendent pas nécessairement compte de leur communauté d'intérêt.

conditions générales d'une économie plausible. Nous venons de voir que cette généralité n'était pas vraiment respectée par nos modèles dont la plausibilité, telle que nous l'avons mesurée, fait défaut. En nous recentrant sur les seuls modèles plausibles, nous avons constaté leur instabilité. Nous allons ici tester leur dynamique macroéconomique et leurs liens entre croissance et répartition, selon l'approche de Bhaduri et Marglin (1990). Pour cela, nous devons exprimer les valeurs des variables endogènes à l'équilibre. Nous avions déjà donné l'expression du taux d'utilisation d'équilibre (cf. équation 3.31). Nous devons donc simplement donner les expressions du taux de profit (équation 3.34) et du taux d'accumulation à l'équilibre (équation 3.35).

$$u^* = \frac{\gamma_0 - \gamma_u u_s}{s\frac{\pi}{v} - \gamma_u} \tag{3.31}$$

$$r^* = \frac{\pi u^*}{v} = \frac{\gamma_0 - \gamma_u u_s}{s - \gamma_u \frac{v}{\pi}} \tag{3.34}$$

$$g^* = sr^* = \frac{s(\gamma_0 - \gamma_u u_s)}{s - \gamma_u \frac{v}{\pi}} \tag{3.35}$$

Afin de déterminer le régime macroéconomique de ce modèle, il nous faut examiner les dérivées de ces variables d'équilibre par rapport à la variable de distribution, c'est-à-dire par rapport à la part des profits dans la valeur ajoutée. La dérivée du taux d'utilisation par rapport à la part des profits permettra de dire si le régime est stagnationiste ou exhilarationiste (équation 3.36) ; la dérivée du taux de profit par rapport à la part des profits permettra de déterminer si le régime est coopératif ou conflictuel (équation 3.37) ; la dérivée du taux d'accumulation par rapport à la part des profits indiquera finalement si le régime de croissance est tiré par les profits ou par les salaires (équation 3.38).

$$\frac{\partial u^*}{\partial \pi} = \frac{-\frac{s}{v}(\gamma_0 - \gamma_u u_s)}{\left[s\frac{\pi}{v} - \gamma_u\right]^2} = \frac{-\frac{s}{v}u^*}{s\frac{\pi}{v} - \gamma_u} \tag{3.36}$$

$$\frac{\partial r^*}{\partial \pi} = \frac{-\frac{\gamma_u v}{\pi^2}(\gamma_0 - \gamma_u u_s)}{\left[s - \gamma_u\frac{v}{\pi}\right]^2} = \frac{-\frac{\gamma_u}{\pi}r^*}{s\frac{\pi}{v} - \gamma_u} \tag{3.37}$$

$$\frac{\partial g^*}{\partial \pi} = \frac{-\frac{\gamma_u v}{\pi^2}[s(\gamma_0 - \gamma_u u_s)]}{\left[s - \gamma_u\frac{v}{\pi}\right]^2} = \frac{-\frac{\gamma_u}{\pi}g^*}{s\frac{\pi}{v} - \gamma_u} \tag{3.38}$$

Afin de déterminer le signe de ces dérivées, nous nous appuyons sur nos données déjà utilisées pour traiter de la plausibilité et de la stabilité de ces modèles. Ainsi, il s'avère que le dénominateur des équations 3.36, 3.37 et 3.38 sont toujours négatifs. En effet, pour des valeurs plausibles des paramètres, nous avons vu que le modèle était instable, et que l'épargne réagissait moins vite que l'investissement à des variations du taux d'utilisation. Ce résultat nous avait été donné en analysant les dérivées comparées de l'épargne et de l'investissement par rapport au taux d'utilisation. Ce qui nous avait permis de conclure à l'instabilité du modèle, c'est bien que $s\frac{\pi}{v}$ était inférieur à γ_u (cf. tableau 3.3). Cette propriété conduit finalement à ce que le régime macroéconomique du modèle soit exhilarationiste ($\frac{\partial u^*}{\partial \pi} > 0$), conflictuel ($\frac{\partial r^*}{\partial \pi} > 0$) et *profit-led* ($\frac{\partial g^*}{\partial \pi} > 0$). Ces particularités s'inverseraient si le modèle était stable, puisque le signe du dénominateur et de la dérivée changerait.

À défaut de stabilité, il nous semble alors que le modèle est particulièrement pertinent pour parler de financiarisation. Le régime macroéconomique de la financiarisation semble en effet être d'une part un régime fondamentalement instable, et d'autre part un régime *i)* où la

demande est nourrie par les profits, sous la forme de consommation de richesses financières, *ii)* où le caractère conflictuel du capitalisme est réaffirmé avec une force renouvelée, les intérêts des firmes et des salariés n'étant pas réconciliables *ex post*, *iii)* où les profits favorisent la croissance, avec des investissements gouvernés par l'exigence de rentabilité et une consommation alimentée par la réalisation de profits financiers.

3.5. Conclusion

Au cours des deux dernières décennies, les modèles kaleckiens de croissance et de distribution ont connu un vif regain d'intérêt. Ces modèles ont été si utilisés que nous en sommes venus à nous demander si cet engouement reposait sur leur capacité à générer des valeurs pour les variables macroéconomiques d'équilibre situées dans un ordre de grandeur plausible. Alors que les Kaleckiens produisent de nombreuses discussions quant aux caractéristiques *wage-led* ou *profit-led* de leurs modèles, notre travail se situe en amont de ces questions, car nous nous interrogeons sur les propriétés d'existence de l'équilibre de leurs modèles. Nous avons mené une série de simulations fondées sur un modèle basique à trois équations : une fonction d'investissement, une fonction d'épargne et une équation de prix pour les objectifs des firmes. En estimant, sans faire appel à l'économétrie mais au moyen d'un « diagnostic » économique les paramètres intervenant dans ces différentes fonctions, et en précisant *a priori* un ordre de grandeur pour la variable d'équilibre, nous avons testé la capacité de ces modèles à produire des résultats plausibles. Nous avons aussi testé la plausibilité de la propriété de stabilité de ces modèles. Bien que la stabilité soit souvent avancée comme une exigence préalable à l'étude de ces modèles, la question de la plausibilité de cette condition de stabilité est rarement soulevée dans la littérature kaleckienne.

Après avoir présenté les modèles de croissance et de distribution post-keynésiens, nous avons, dans ce chapitre, réalisé des simulations de manière à savoir, dans quelle mesure ces modèles pouvaient apporter des éclairages sur le fonctionnement effectif des économies capitalistes telles que nous pouvons les imaginer, et telles que nous les connaissons. Nous pensons avoir montré que ces modèles souffrent de certaines lacunes.

Dans un premier temps, nous avons mis en évidence un défaut de plausibilité général de ces modèles. Nous ne remettons pas en cause leur intérêt pédagogique, ou leur malléabilité les rendant particulièrement utiles pour intégrer toute une série de variables. Cependant, nous estimons pouvoir attendre davantage de « pertinence *ex ante* » de la part de modèles qui sont à la base de notre représentation théorique de la macroéconomie.

Dans un second temps, nous nous sommes efforcés de souligner l'existence de ce qui apparaît bien comme un paradoxe au cœur de l'histoire de ces modèles : trouver de l'instabilité au sein de modèles bâtis pour se prémunir de cette même instabilité est un curieux retournement des choses. Notre conclusion est alors que le modèle kaleckien dans sa version la plus épurée serait intrinsèquement instable, tandis que ses versions plus complètes seraient plus stables et rendraient compte de la relative discrétion de l'instabilité en réalité. À l'image de ces modèles, le capitalisme serait bien un système instable dans l'absolu, mais un certain nombre de particularités permettraient de le stabiliser. Ce résultat n'est pas sans conséquence quant aux politiques économiques à mener dans une perspective post-keynésienne. Savoir identifier les stabilisateurs qui contiennent cette tendance à l'instabilité, et manier avec précaution les leviers d'action sont alors deux tâches essentielles pour quiconque vise à conduire la politique économique.

Nos résultats suggèrent finalement le besoin d'une reconsidération de ces modèles, de leurs fonctions d'investissement, et plus particulièrement de certains des paramètres entrant dans ces fonctions. Toutes les fonctions d'investissement ne se valent pas, et nous avons démontré que les fonctions les plus plausibles étaient celles faisant appel à un ajustement des décisions d'investir par rapport au décalage entre taux d'utilisation effectif et taux d'utilisation standard. En comparant les performances relatives des modèles en termes de stabilité et de plausibilité, nous sommes capables d'établir une propriété intéressante : les modèles les plus plausibles sont instables. Le bilan que nous pouvons dresser à la sortie de ce chapitre est que les modèles kaleckiens présentent certes un certain nombre d'avantages, mais qu'ils souffrent aussi de faiblesses conséquentes. Du côté des avantages, les modèles permettent d'endogénéiser les variables pertinentes pour le système capitaliste (u^*, r^*, g^*). Ces modèles établissent aussi un lien entre le court et le long terme. Ils sont par ailleurs simples et malléables. Du côté des

inconvénients, ces modèles sont peu plausibles dans l'ensemble. Ils souffrent aussi d'une instabilité à la Keynes. Et finalement, leur notion d'équilibre est soumise à caution, puisque l'objectif précis des entreprises n'est pas clair pour les modèles en *mark-up pricing* (part des profits ?) et, pour les modèles en *target return pricing*, la réussite de l'objectif des entreprises (taux de profit cible) n'est pas une condition de l'équilibre (u^* peut être différent de u_s, amenant alors une différence entre r^* et r_s, à part des profits donnée).

Dans le prochain chapitre, nous allons utiliser la méthodologie stock-flux cohérente qui permettra d'apporter une solution que nous espérons convaincante à certains de ces inconvénients. En complétant le modèle d'un nombre conséquent de variables, nous obtiendrons une bien meilleure plausibilité. L'instabilité du modèle sera aussi évitée grâce aux béquilles de l'endettement (financiarisation)[191] et aux variations dans la répartition du revenu qui sont introduites par un modèle d'inflation conflictuelle (fordisme)[192]. Et finalement, le concept d'équilibre retrouvera de l'épaisseur puisque nous montrerons comment l'introduction de conflits entre catégories d'acteurs et entre objectifs pour une même catégorie d'acteurs aboutit à l'explicitation d'une situation où, à l'équilibre, le taux d'utilisation effectif diffère du taux standard, tout en permettant la réalisation de la cible de rentabilité des firmes.

La financiarisation exacerbe l'instabilité et la conflictualité du système capitaliste. Dans ce chapitre, nous avons étudié davantage les modèles macroéconomiques post-keynésiens que la financiarisation elle-même. Le prochain chapitre s'attache à rattraper ce retard d'analyse. Mais, le détour que nous venons d'emprunter nous servira à mieux caractériser l'équilibre et sa stabilité dans le chapitre quatre. Nous y verrons les mécanismes d'ajustement induits par la domination de la finance et, au lieu de voir les seules propriétés de l'équilibre, nous suivrons l'ensemble du chemin parcouru en donnant au temps une réelle épaisseur historique. Mais avant d'entrer plus en avant dans une analyse complète de la

[191] Dans le régime financiarisé, le relèvement des objectifs de rentabilité par les actionnaires conduit lors de la négociation salariale à un partage du revenu à l'avantage des profits. Ce nouveau partage de la richesse pourrait mener à une dépression de la demande, de la croissance et de la rentabilité, mais l'endettement permettra d'éviter l'instabilité à la baisse. Cf. chapitre quatre.

[192] Dans le régime fordiste, l'évolution du partage du revenu à l'avantage des salariés pourrait enclencher une spirale de demande, de croissance et de rentabilité à la hausse menant à l'instabilité. Mais l'ajustement des objectifs de croissance et de rentabilité des managers limite la déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur des salariés et permet d'éviter les tendances à l'instabilité. Cf. chapitre quatre.

financiarisation et des interactions, mécanismes de report et réalisations conflictuelles d'objectifs entre acteurs, il nous fallait revenir sur les modèles post-keynésiens de croissance et de distribution. Ce retour a permis de prendre conscience d'un certain nombre de « poussières dissimulées sous le tapis ». À condition que notre démonstration ait emporté l'adhésion, il faut alors essayer de comprendre pourquoi l'instabilité théorique de ces modèles ne se retrouve pas dans le fonctionnement de nos économies réelles. Nous avons déjà apporté un certain nombre d'éléments de réponses dans ce chapitre, en rappelant le caractère stabilisateur d'institutions exclues de la présente modélisation. Dans le prochain chapitre, nous proposerons une autre explication, qui reposera cette fois sur les satisfactions d'objectifs et les relations de pouvoir entre catégories d'acteurs. La réalité de l'instabilité serait mise hors de portée de notre vue par la persistance de conflits (sur la répartition du revenu, sur les objectifs à suivre), qui, mis en « équilibre », contrarient, temporairement au moins (par la dette notamment), la dynamique déstabilisatrice du capitalisme.

Chapitre Quatre : Croissance et répartition au sein d'un modèle macroéconomique stock-flux cohérent (SFC) de la financiarisation[193]

4.1. Introduction

Dans le chapitre précédent, avec les modèles kaleckiens, nous nous sommes approprié l'une des méthodes les plus utilisées en macroéconomie post-keynésienne. Après en avoir souligné un certain nombre de limites, nous proposons ici d'utiliser la seconde méthode la plus répandue chez les Post-Keynésiens pour parler réellement de la financiarisation. À la sortie du dernier chapitre, nous avions souligné que les modèles kaleckiens de croissance et de répartition les plus plausibles exhibaient plusieurs caractéristiques dignes d'intérêt concernant la financiarisation : ces modèles étaient instables, « exhilarationiste », « profit-led », et « conflictuel » selon la typologie de Bhaduri et Marglin (1990). Ces propriétés font référence à la position finale de l'économie. Nous désirons ici donner à voir le chemin qui conduit à cette position finale. En bref, nous ne voulons pas seulement indiquer les effets finaux de la financiarisation, mais plutôt les différentes trajectoires suivies par l'économie avant d'atteindre sa position de long terme. La méthodologie dite Stock-Flux Cohérente (SFC) permet de distinguer les différentes temporalités, et c'est dans cette perspective que nous l'employons ici.

Cette méthode repose sur un principe de bon sens : tout flux doit partir de quelque part pour aller quelque part. La comptabilisation systématique de toutes les opérations dans les bilans de toutes les catégories d'agent participant à la transaction est ce qui donne son fondement à l'approche SFC. Cette méthode impose des contraintes de modélisation très strictes. Le revers de cette discipline est qu'il est rapidement impossible de traiter des questions par la seule voie de la résolution analytique. Il faut alors entrer dans un travail de simulation, en appliquant des valeurs aux paramètres du modèle. La résolution par simulation a cependant l'avantage de mettre en relief les chemins menant à l'équilibre. Ainsi, la trajectoire suivie par le système

[193] Le modèle contenu dans ce chapitre est basé sur un travail commun avec Till van Treeck, travail qui a débouché sur la publication d'un article dans la *Review of Political Economy*.

capitaliste apparaîtra avec les éventuelles différences dynamiques entre les effets de court terme et les effets long terme. Ce décalage dans la temporalité des effets émerge de la discipline imposée par la méthodologie suivie : avec une prise en compte systématique des flux et des stocks, il se peut qu'à un moment donné au cours du temps, les flux induits par des comportements d'acteurs puissent être insoutenables pour les stocks considérés. La dynamique est alors modifiée par le changement de comportement et la modification de l'ajustement macroéconomique.

Si la méthodologie SFC permet de prendre au sérieux le temps, elle permet aussi d'intégrer pleinement un espace social diversifié. Dans notre chapitre précédent, nous n'avions pas introduit une large variété d'acteurs, à l'opposé de la composition du marché de production telle que nous l'envisagions, comme un marché tripartite, dans le premier chapitre. Cette insuffisance d'épaisseur sociale est ici réparée. La méthodologie adoptée permet la modélisation d'une multitude de catégories socio-économiques différentes, selon leurs comportements et la composition de leurs revenus et de leurs richesses. Il nous est possible de modéliser des changements de rapports de force, des reports de contrainte, comme évoqués au chapitre deux. L'ajustement macroéconomique du système est alors historiquement et socialement situé, au sens où il dépend d'un temps résolument historique et d'un environnement social façonné par les institutions et les rapports de pouvoir prévalant à un moment donné. Cela nous permet d'introduire une répartition des richesses endogène, alors qu'elle était auparavant considérée comme exogène dans le chapitre trois, conformément au cadre kaleckien de base. Avec une prise en compte réelle du temps et une répartition endogène, les dynamiques de croissance et de répartition seront au cœur du modèle.

Dans ce chapitre, nous aurons un double objectif, l'un plus théorique, l'autre plus historique. Dans un premier temps, nous revisitons le débat ancien, mais toujours vivace parmi les Post-Keynésiens, au sujet des « positions pleinement ajustées » (*fully-adjusted positions*), positions définies par l'égalité à long terme entre taux d'utilisation standard et effectif. L'une des propositions essentielles de ce chapitre est que, dans un monde où différentes catégories

d'acteurs, à l'intérieur et à l'extérieur des firmes,[194] ont des objectifs différents, l'égalité entre taux d'utilisation standard et taux effectif ne doit pas être considérée comme la (seule) condition de l'équilibre de long terme. Poursuivant les travaux de Lavoie (2002, 2003), notre argument est développé dans un modèle où les prix sont fixés selon la procédure des taux de rendement cible (*target return pricing*), et où l'inflation résulte de conflits entre salariés et firmes sur la répartition réelle du produit (*conflict inflation*). Un « langage commun » est élaboré en termes de taux de profit cible pour les exigences respectives des actionnaires, des managers ou des salariés. Il est alors établi que ces revendications contradictoires peuvent être partiellement réconciliées par l'intermédiaire de variations du taux d'utilisation. L' « équilibre » atteint n'est plus réellement instable, mais l'instabilité est tenue en équilibre par l'affrontement des différentes catégories sociales et des différents objectifs. Ce cadre théorique fournit une nouvelle explication de la discrétion de l'instabilité au sein du capitalisme réel (cf. chapitre précédent).

Nous arrivons alors à la seconde dimension, historique, de ce chapitre. L'analyse que nous menons unifie l'histoire et l'équilibre, au sens où *la nature de* et *l'ajustement vers* la position de l'équilibre final dépendent des objectifs poursuivis par les groupes sociaux dominants. Nous distinguons en particulier un régime « fordiste » et un régime « financiarisé ». Notre étude essaie alors d'expliquer le passage d'un régime à l'autre par le changement de rapports de force. L'évolution de l'équilibre des pouvoirs modifie l'équilibre économique et la trajectoire du système capitaliste, en modifiant les objectifs poursuivis par les « unités actives » (Perroux, 1973), impulsant la dynamique et les ajustements macroéconomiques. Afin d'illustrer le changement de régime, nous fournissons des résultats de simulations effectuées grâce à un modèle stock-flux cohérent. Comme on le verra, ces résultats sont largement cohérents avec les faits stylisés observés pour ces deux phases différentes du capitalisme.

Dans la première section de ce chapitre, nous reviendrons sur les débats liés au plein ajustement et au long terme parmi les Post-Keynésiens, au sens large.[195] En particulier, nous

[194] Ces catégories d'acteurs sont celles opérant sur le marché de production, ou marché tripartite (cf. chapitre premier).
[195] C'est-à-dire incluant les Néo-Marxistes et les Sraffiens (Lavoie, 2005).

resituerons les enjeux du débat et son histoire. Dans la deuxième section, nous expliciterons les objectifs des firmes, et les conflits qui opposent les managers représentant les firmes aux autres catégories du marché tripartite (essentiellement les salariés et les actionnaires). Nous reviendrons sur les deux dimensions principales de ces conflits : le conflit entre managers et salariés relatif à la répartition du produit, et le conflit entre managers et actionnaires relatif à l'accumulation du capital. Le double conflit détermine alors les deux éléments constitutifs des modèles macroéconomiques post-keynésien : la croissance et la distribution. Enfin, dans la dernière section, nous présenterons le modèle SFC à proprement parler, et nous exposerons les simulations qui permettent d'interpréter le passage d'un régime fordiste à un régime financiarisé.

4.2. L'équilibre de long terme est-il une position pleinement ajustée ? Une revue critique de la littérature

4.2.1. Long terme, équilibre et plein-ajustement : état des lieux et positionnement de nos travaux

Les modèles kaleckiens, comme nous l'avons déjà noté, ont connu un nouvel engouement depuis les travaux fondateurs de Rowthorn (1981), Dutt (1984), Taylor (1985), Amadeo (1986) ou Lavoie (1992), et leur relecture par Bhaduri et Marglin (1990). L'une des caractéristiques les plus importantes, mais aussi les plus critiquées, des modèles kaleckiens est l'endogénéité du taux d'utilisation des capacités à long terme. L'endogénéité du taux d'utilisation fait référence à plusieurs possibilités, mais le point commun à ces divers possibilités est que le taux d'utilisation n'a pas de valeur prédéterminée, que cette valeur soit la pleine utilisation des capacités ($u^* = 1$), ou l'utilisation normale ($u^* = u_s$). Dans le cas de l'endogénéité du taux d'utilisation standard (u_s varie), nous parlerons aussi d'endogénéité du taux d'utilisation d'équilibre, car même quand celui-ci est à sa valeur normale, cette valeur normale n'est pas figée. Dans tous les cas, ce qui compte, c'est bien que le taux d'utilisation reste une variable libre, accommodante. Cette propriété cruciale donne naissance aux deux célèbres paradoxes macroéconomiques de l'épargne et des coûts : une moindre propension à

épargner et des salaires réels supérieurs correspondent à une croissance plus rapide à long terme, même en l'absence de progrès technique.

Inversement, quand le long terme doit être une position pleinement ajustée, où l'utilisation effective des capacités de production est déterminée de manière exogène par son niveau normal, le paradoxe des coûts, et dans certains cas le paradoxe de l'épargne aussi, disparaissent. Dans ce chapitre, nous discutons de la manière de traiter le taux d'utilisation comme une variable libre, accommodante, lorsque les revendications conflictuelles de groupes sociaux différents empêchent les firmes d'opérer à une utilisation standard de leur capacité, tout en atteignant par ailleurs d'autres objectifs importants. Notre argument général sera illustré par les deux configurations du capitalisme que nous appelons « Fordisme » et « financiarisation », configurations déterminées par les relations de pouvoir entre actionnaires, managers, salariés et banques.

L'idée d'un taux d'utilisation des capacités endogène à long terme a été critiquée sous différents angles.

- Pour Keynes, la sous-utilisation persistante des capacités de production était incompatible avec l'analyse de long terme, parce qu'il semblait alors que cela impliquait que les firmes laissent des opportunités de ventes additionnelles non réalisées ($u^* < u_s = 1$).[196]
- Une autre critique, implicite, différente du modèle kaleckien provient de la tradition établie par Roy Harrod (Harrod, 1948), qui touche au problème de l'instabilité, en arguant que les firmes qui font face à des déviations par rapport à leur taux d'utilisation cible ($u^* \neq u_s$) vont toujours réagir en ajustant leur décision d'accumulation dans un sens qui, au niveau macroéconomique, aggravera les déviations initiales, et conduira soit à une explosion ou à une

[196] Pour Kalecki, la sous-utilisation peut s'expliquer par une volonté de conserver des réserves de capacité, due à l'incertitude. Keynes perçoit ces réserves comme un défaut de rationalité. Dans une lettre à Joan Robinson au sujet d'un article non publié de Kalecki, Keynes (1983, pp. 830-1) écrit :

> « If [Kalecki] is extending the *General Theory* beyond the short period but not to the long period in the old sense, he really must tell us what the sense is. For I am still innocent enough to be bewildered by the idea that the assumption of all firms always working below capacity is consistent with 'a long-run problem'. »

Comme Robinson, Keynes avait une définition liée du long terme et de l'équilibre plein. Le long terme ne peut être que pleinement ajusté et il implique « the whole Classical theory » (Robinson *in* Keynes, 1983, p. 830).

implosion de l'économie : l'effet demande de l'investissement excède l'effet capacité.

- Au sein des modèles cambridgiens de Joan Robinson et Nicholas Kaldor, cette instabilité harrodienne est résolue par l'hypothèse selon laquelle les firmes vont réussir (accepter) à augmenter (abaisser) leur taux de marge, lorsque l'utilisation courante de leur capacité excède (est inférieure à) le niveau standard de d'utilisation, augmentant (diminuant) ainsi le taux d'épargne global, et ralentissant (accélérant) la croissance économique. Une fois l'utilisation standard atteinte, une accumulation plus rapide requiert une part des profits plus importante (Robinson, 1956 ; Kaldor, 1957).

Des auteurs contemporains, marxistes ou harrodiens, ont proposé des mécanismes d'ajustement différents, impliquant, parmi d'autres, une influence de la politique monétaire (Duménil et Lévy, 1999), des taux de rétention des profits variables (Shaikh, 2009), ou une relation négative entre le taux d'emploi et la propension à investir des firmes (Skott, 2008c). En guise de conclusion sur ce point, il semble qu'il faille choisir à long terme entre des résultats keynésiens couplés à de l'instabilité[197], et des résultats classiques accompagnés de stabilité : c'est ce que nous appelons le « challenge classique ».

Comme nous le verrons dans la prochaine sous-section, de nombreuses tentatives ont essayé de fournir une porte de sortie à ce dilemme (Chick et Caserta, 1997 ; Amadeo, 1986 ; Lavoie, 1995, 1996, 2002, 2003 ; Dutt, 1990, 1997). Dans ce chapitre, nous proposons une analyse alternative de positions stationnaires où les équilibres pleinement ajustés, définis selon leur acception traditionnelle, ne sont pas nécessairement atteints, étant donné que les firmes peuvent avoir à arbitrer entre leur cible de taux d'utilisation et d'autres objectifs importants. Plus spécifiquement, dans un monde où différentes catégories sociales, à l'intérieur et à l'extérieur des firmes, ont des objectifs conflictuels, la position finale d'état stationnaire peut ne pas être « pleinement ajustée » pour toutes les catégories sociales considérées. En particulier, la cible de rentabilité des actionnaires, la cible de croissance des managers, et la cible de salaires réels des travailleurs peuvent ne pas être réalisées toutes simultanément. Partant d'une réinterprétation de la théorie post-keynésienne de la firme (cf. chapitre deux), et

[197] Résultat que nous obtenons en empruntant un chemin différent dans le chapitre précédent.

s'appuyant sur les travaux de Lavoie (2002, 2003), notre argumentaire est développé au sein d'un modèle macroéconomique à inflation conflictuelle, et avec une fixation des prix reposant sur la règle du taux de rendement cible.

Le conflit à l'intérieur de la firme est introduit à deux niveaux différents. Le premier conflit oppose les managers et les actionnaires, et il correspond à un arbitrage microéconomique entre accumulation et rentabilité. Le second conflit implique les capitalistes et les travailleurs, et il détermine la répartition du revenu entre profits et salaires. Un « langage commun » est développé pour ces conflits en termes de taux de profit cible. Nous montrerons alors que les contradictions existant entre ces exigences *a priori* peuvent être partiellement levées, si les firmes acceptent de faire varier leur taux d'utilisation pour qu'il redevienne une variable endogène, accommodant les exigences des différentes catégories sociales. La réalisation de l'objectif d'une utilisation standard des capacités devient secondaire pour la firme, et le taux d'utilisation effectif joue le rôle de tampon entre les exigences des différentes catégories d'acteurs. De cette manière, il devient possible d'avoir une divergence entre taux d'utilisation standard et effectif à long terme sans que cela favorise l'émergence de tendances à l'instabilité. Les firmes ne sont certes pas satisfaites de l'utilisation de leur équipement, mais elles ne se risqueront pas à modifier leurs décisions d'investir, car cette utilisation des équipements leur permet de satisfaire d'autres objectifs plus importants à leurs yeux. En particulier, elles réaliseront une meilleure rentabilité pour satisfaire les actionnaires. Elles n'essaieront donc pas de corriger cet écart, qui se justifie par d'autres indicateurs que l'utilisation des capacités, et elles n'enclencheront donc pas la spirale déstabilisatrice du sur- ou du sous-investissement. Cette absence de réaction se donne véritablement à voir dans le cas d'une sur-utilisation des capacités permettant d'atteindre la cible de rentabilité. Dans ce cas, une augmentation de l'investissement ne sera pas nécessairement décidée par la firme individuelle, car une accumulation supérieure nécessiterait une réduction de la marge de profit (Wood, 1975), ce qui peut alors nuire à sa rentabilité.

L'importance supérieure accordée à des objectifs différents de l'utilisation standard se comprend dès lors qu'il est fait appel au contexte institutionnel. En période fordiste, les managers et les salariés sont les groupes dominants. Leurs objectifs prévaudront sur les autres.

Ces objectifs sont respectivement la croissance pour les managers, et le partage de la valeur ajoutée à l'avantage des salaires pour les travailleurs. L'utilisation standard et la rentabilité ne sont pas les objectifs prioritaires, mais ne sont que des instruments. Les cibles de rentabilité des firmes sont passives, et elles s'ajustent à la rentabilité effective : « les objectifs s'ajustent à la réalité ». Un mécanisme d'ajustement similaire a été suggéré, mais pas totalement justifié, par Lavoie (2002, 2003). En régime financiarisé, les actionnaires imposent leurs objectifs aux managers et aux salariés. Les exigences de rentabilité sont inflexibles. Nous discuterons de la manière avec laquelle les managers vont réagir à ces revendications, et comment ils vont réussir à « ajuster la réalité aux objectifs » en modifiant leurs politiques financières. Nous considérerons aussi les limites potentielles de ce processus d'ajustement, limites issues des restrictions financières imposées de l'extérieur par les banques.

La nature de et la trajectoire vers l'équilibre final dépend de l'histoire et des institutions. Cette dépendance sera mise en évidence grâce à un modèle SFC et à des simulations reproduisant ces différents régimes macroéconomiques. Notre notion du plein ajustement est donc pluridimensionnelle : elle est sensible à la catégorie d'acteurs dominante, et à l'objectif poursuivi par cette catégorie. Plus généralement, nos simulations souligneront la possibilité d'un « équilibre sans équilibre », au sens où l'économie dans son ensemble peut être en « équilibre » (état stationnaire), sans que toutes les catégories d'acteurs soient en « équilibre » (objectifs non satisfaits). Le système macroéconomique se reproduit, même si certaines de ses parties essaient, sans y parvenir faute de pouvoir suffisant, de modifier leur position, et de réaliser leur objectif. L'équilibre n'est pas alors défini par la non existence de forces poussant au changement, mais par le caractère non opératoire de ces forces.

4.2.2. Classique à long terme ? Les réponses kaleckiennes et leurs critiques

La notion d'une position pleinement ajustée renvoie traditionnellement au fait que, à l'équilibre final, les taux d'utilisation standard et effectif doivent être égaux (voir la revue de la littérature dans Lavoie, 1995). En somme, il semblerait que, si cette égalité n'est pas respectée, c'est que l'équilibre final n'est pas encore atteint. Dès lors, les Kaleckiens et

d'autres auteurs ont déployé des efforts considérables pour défendre l'endogénéité, y compris à long terme, du taux d'utilisation. Par ces efforts, ils visaient à préserver un degré de pertinence pour l'analyse keynésienne à long terme. Plus généralement, trois types de réponses au « chalenge classique » ont été donnés dans la littérature. Dans cette sous-section, nous allons brièvement examiner certaines de ces réponses. Nous citerons de manière extensive les articles respectifs de manière à contraster ces différentes positions avec la nôtre, qui sera développée dans la prochaine sous-section.

4.2.2.1. Chick et Caserta (1997) et le refuge dans le moyen terme

Chick et Caserta (1997) sont parmi les auteurs qui se placent dans le champ de la critique méthodologique, en refusant la pertinence des analyses en termes d'équilibre de longue période pour l'étude des problèmes du monde réel. Selon eux, ces équilibres ne laissent aucune place à l'histoire et au changement (*ibidem*, p. 224) :

> « there is nowhere to go, nothing to learn, no scope for innovation or further evolution. »

Contre la notion d'équilibre final, ils proposent la nouvelle catégorie de « *provisional equilibrium* », ou d'équilibre provisoire, qu'ils conçoivent comme pertinente pour l'étude du moyen terme. Confrontés à la question de savoir si un taux de croissance d'équilibre est compatible avec des capacités de production qui ne sont pas pleinement ajustées, ils admettent que :

> « if what is referred to is final equilibrium, implying that all conflicts have been resolved and that what was there to be learned has been learned, the answer must be in the negative » (*ibidem*, p. 233).

À l'opposé, si l'équilibre provisoire est considéré comme le niveau pertinent pour l'analyse macroéconomique (historique), il peut y avoir un cas de « (local) equilibrium within (global) disequilibrium » (*ibidem*, p. 225). Finalement, Chick et Caserta concluent que :

> « there can be nothing permanent in an equilibrium established on these foundations, for there must come a time when that process of learning is formalised and tested against reality » (*ibidem*, p. 234).

Si nous apprécions la proposition générale de Chick et Caserta (*ibidem*, p. 233) selon laquelle l'équilibre n'est pas nécessairement « a state of perfect harmony », leur concept du moyen terme semble éviter le débat. À notre sens, les économistes hétérodoxes ne devraient pas abandonner le champ de l'analyse de long terme aux économistes orthodoxes, toujours prompts à se réfugier dans le long terme pour renier toute pertinence aux idées keynésiennes (cf. Commendatore, 2006, p. 289). De plus, il semble conceptuellement délicat d'acter une différence significative entre le moyen et le long terme, en refusant d'analyser les forces de changement endogènes reliant les deux termes (Skott, 2008a, p. 6, note 6).

4.2.2.2. L'endogénéisation du taux d'utilisation standard

Une deuxième réponse proposée par les auteurs kaleckiens peut être trouvée chez Amadeo (1986), Lavoie (1995,1996), Lavoie et al. (2004), Park (1997), ou Dutt (1997). Cette réponse, si elle peut prendre différentes formes, consiste à garder le long terme comme cadre de référence, tout en traitant le taux d'utilisation standard comme une variable endogène, de sorte qu'une position pleinement ajustée sera obtenue comme résultat de l'ajustement de l'utilisation standard à l'utilisation effective des équipements. Pour éviter la critique classique, il a été accepté que l'équilibre devait être défini par une égalité entre taux d'utilisation standard et taux effectif. Mais afin de préserver les résultats keynésiens (les deux paradoxes des coûts et de l'épargne) et la liberté du taux d'utilisation effectif, le taux standard est devenu variable.

Cependant, ce type d'analyses a été l'objet de fortes critiques. Nous ne citerons ici que les plus récentes d'entre elles. Par exemple, Shaikh (2009, p. 21) conclut que :

> « From classical and Harrodian points of view, the claim that the operating rate that firms come to 'desire' depends on what they happen to get does nothing to address the claim that actual capacity utilization can be at levels arbitrarily different from the lowest cost point (which includes economically necessary reserves). »

Dans une veine similaire, Skott (2008c, p. 12) interroge l'endogénéisation du taux d'utilisation standard par le biais de l'analogie suivante :

> « I may not know exactly how long it will take me to get to work in the morning since weather, traffic and many other variables may influence the commuting time. […] Still, uncertainty of this kind and the fact that I may not have a rigorously derived optimal departure time do not imply that my planned departure time adjusts adaptively toward the actual departure time. If I am late for class every day because the phone rings just as I am about to leave home, I do not respond by shortening my planned commuting time. »

En appliquant cet argument à la détermination du taux d'utilisation standard par les firmes, Skott (2008a, p. 10) maintient que :

> « adjustments in the target would only be justified if the experience of low actual utilization make firms think that low utilization has now become optimal, and neither Amadeo nor Lavoie presents an argument for this causal link. »

Les auteurs kaleckiens ont aussi été critiqués sur le fait qu'ils ne sont pas très clairs quant à savoir s'ils conçoivent le taux d'utilisation standard comme une convention ou comme une cible pour les firmes. Selon ces critiques, si le taux standard est principalement conventionnel et déterminé par les valeurs passées de l'utilisation effective des équipements, il est difficile de concevoir une dimension comportementale précise derrière un tel taux d'utilisation standard. Par conséquent, de nombreux auteurs ont interprété le taux standard comme une cible, liée à un comportement de maximisation des profits des firmes : le point de production idéal, minimisant les coûts, se situe en dessous de la capacité de production maximale (Kurz, 1986 ; Shaikh, 2009, p. 23 ; Skott, 2008c, p. 7). Ajouté à cela, dans un monde d'incertitude, des réserves de capacité *additionnelles* peuvent aider les firmes à réagir à des variations imprévisibles de la demande, et à dissuader l'entrée de nouveaux concurrents sur leur marché.[198] Ainsi, quelques auteurs ont soutenu que l'endogénéité du taux d'utilisation standard pouvait provenir précisément des réactions des firmes à un risque, évoluant avec le temps, de nouvelles entrées de concurrents sur le marché. Dutt (1997, p. 247), par exemple, affirme que :

[198] Comme le note Shaikh (2009, p. 6) :

> « the output corresponding to normal capacity utilization may include some desired level of normal capacity reserves needed to meet demand fluctuations and to survive against competitors, so that the normal competitive level of utilization may be somewhat below the exact 'ideal' point. »

> « firms may *reduce* their normal (or desired) capacity utilization if they expect a higher rate of entry than at present » (souligné par nous).

Cette hypothèse semble qualitativement similaire à celle de Lavoie (1995, 1996), selon laquelle les firmes *réduisent* leur taux d'utilisation standard, quand le taux d'utilisation effectif est bas (Lavoie, 1996, p. 139, note 25)[199]. Néanmoins, comme le souligne Skott (1989, p. 54 ; 2008c, p. 13), la relation précise entre (le taux de changement de) l'utilisation désirée d'une part, et l'accumulation ou l'utilisation effective d'autre part, n'est pas très claire. On pourrait par exemple soutenir qu'il existe une relation *négative* entre l'utilisation courante (ou l'accumulation) et le taux d'utilisation désiré : le risque de nouvelles entrées augmente quand la demande est élevée, et les firmes réagissent en désirant davantage de réserves de capacité, c'est-à-dire en abaissant le taux d'utilisation standard. Cela conduirait alors à exacerber, et non réduire, la divergence entre taux standard et effectif. D'où une instabilité persistante et même accrue. Et le débat entre les deux camps de continuer (Lavoie, 2008 ; Shaikh, 2009 ; Skott, 2008a, 2008b, 2008c).

4.2.2.3. Notre position : taux d'utilisation standard fourchette, inflation conflictuelle et primauté de la rentabilité

La dernière piste de réponse au « chalenge classique » que nous allons relever est celle suivie par Lavoie (2002, 2003). L'utilisation standard est à nouveau traitée comme une variable exogène, mais comme le dit Lavoie (2002, p. 181) :

> « the long-run equilibrium is not, in general, a fully-adjusted position ».

La raison invoquée est que le taux d'utilisation effectif peut diverger de manière permanente du taux standard, tant que les déviations restent contenues dans des limites jugées raisonnables et acceptées par les firmes (Dutt, 1990, pp. 58 et suivantes ; Lavoie, 1992, pp.

[199] La différence entre les deux positions est que, pour Dutt l'ajustement est effectué sur la base d'un risque, quand il est effectué sur la base du déséquilibre même chez Lavoie.

327 et suivantes).[200] Le taux d'utilisation standard est plus une fourchette qu'un couteau, même s'il reste à préciser l'espacement entre les dents de la fourchette.

Pour expliquer cette déviation permanente entre taux effectif et taux cible, nous devons mobiliser un cadre de référence qui combine une procédure de fixation des prix basée sur le taux de rendement cible à une analyse conflictuelle de l'inflation (Lavoie, 2002). À long terme, le taux de rendement ciblé par les firmes est supposé s'ajuster au taux de profit effectif (par pragmatisme). Du fait de la résistance des travailleurs sur le salaire réel, le taux de rendement effectivement incorporé dans les prix diffère du taux de rendement ciblé par les firmes. Puisque le taux de profit ciblé est différent du taux de profit qu'il est possible d'incorporer dans les prix (marge de profit effective), le taux d'utilisation standard ne peut pas permettre d'atteindre le taux de profit cible. Il faut alors, pour atteindre la rentabilité cible et compenser la marge de profit effective inférieure à ce qu'elle aurait été sans résistance des salariés (marge cible correspondant au taux de profit cible), opérer à un taux d'utilisation supérieur au taux standard. Cette primauté de l'objectif de rentabilité et l'existence d'un conflit distributif avec les salariés conduisent à ce que le taux d'utilisation effectif diffère du taux d'utilisation standard.

Comme nous le soutiendrons dans la prochaine sous-section, ce chemin choisi par Lavoie nous apparaît très prometteur. Si Lavoie lui-même ne présente pas son argument explicitement de cette manière, il nous semble qu'il est possible de justifier ce mécanisme d'ajustement par l'existence d'une pluralité d'acteurs et d'objectifs. En effet, l'ajustement proposé par Lavoie (2002) admet qu'il peut être impossible pour les firmes de réaliser tous leurs objectifs simultanément, incluant les cibles de taux d'utilisation et de profit, à cause du conflit avec d'autres catégories sociales disposant d'un certain pouvoir.

[200] Si cette argument est parfaitement recevable, il semble néanmoins qu'il évite le débat analytique. Il a aussi été interprété comme un saut hors du cadre de référence des états stationnaires (Palumbo et Trezzini, 2003, p. 128, note 13).

4.2.3. Objectifs conflictuels et ajustement à l'équilibre : la divergence permanente entre taux d'utilisation effectif et standard comme situation d'équilibre

La proposition principale de ce chapitre est que, dans un monde où différents groupes d'agents ont (une multitude de) des objectifs différents, il n'y a aucune raison de considérer l'égalité entre utilisations standard et effective comme la condition *sine qua non* (unique) d'un équilibre de long terme acceptable. Plus spécifiquement, nous allons fournir les éléments qui permettent d'expliquer pourquoi les firmes peuvent avoir à accepter une violation de leur cible d'utilisation, afin de réaliser leur cible de croissance (régime fordiste), ou leur cible de rentabilité (régime financiarisé).

Dans une certaine mesure, notre argument rejoint la critique méthodologique de l'analyse en termes d'équilibre de Chick et Caserta (1997). Cependant, au lieu de considérer des situations correspondant à « un équilibre (local) au sein d'un déséquilibre (global) », nous sommes davantage intéressés par la possibilité de ce qu'il est possible d'appeler « un équilibre global malgré des déséquilibres locaux » : le système dans son ensemble s'ajuste à une position de long terme, même si d'importants objectifs (l'utilisation désirée) formulés par des acteurs composants le système ne sont pas réalisés. Quand, pour Chick et Caserta (1997), ce sont des effets d'apprentissage qui empêchent les équilibres d'être permanents, nous soulignons le rôle du conflit faisant obstacle au plein ajustement des équilibres, tout en permettant à ces équilibres d'être permanents. Naturellement, « permanent » ne signifie pas nécessairement « soutenable politiquement », ou « invariable historiquement ». Les positions de long terme auxquelles nous nous intéressons réconcilient équilibre et histoire au sens où, les relations de pouvoir et les institutions sociales au sein desquelles se développe le conflit évoluent au cours de l'histoire. De ce fait, les équilibres que nous étudions font allusion au fait que l'ajustement à la position d'équilibre final est « pleinement terminé », et qu'aucune force économique interne ne *peut* plus agir pour le changement. Par conséquent, il est possible d'affirmer, dans cette acception temporelle, que les équilibres que nous avons en tête ne sont pas moins « pleinement ajustés » que ceux au sein desquels les taux d'utilisation effectif et standard sont égaux. L'usage conventionnel de l'expression « positions pleinement ajustées » nous apparaît

malheureux, puisqu'il suggère que tous les autres objectifs des firmes sont « pleinement » réalisés, à partir de l'instant où elles opèrent à un taux d'utilisation particulier.

Il nous semble que, dans le cadre de notre argument méthodologique général, le débat entre les auteurs kaleckiens et classiques au sujet des positions pleinement ajustées devrait apparaître sous un jour nouveau. Par exemple, Skott (2008c, p. 7, notre traduction) affirme que dès que l'on fait abstraction des problèmes d'agrégation et que l'on suppose que

> « les firmes ont un objectif bien défini (maximiser les profits) […], ces hypothèses rendent difficile de concevoir un scénario de croissance stationnaire dans lequel les firmes seraient satisfaites d'accumuler à un rythme constant, malgré le fait qu'elles disposent de significativement plus (ou moins) de capacités excédentaires qu'elles ne le désirent. La seule réelle question concerne la détermination du niveau désiré du taux d'utilisation. »

Néanmoins, comme impliqué (mais pas nécessairement explicité) par Lavoie (2002, 2003), dans des situations de conflit à l'intérieur (et à l'extérieur) des firmes il peut être simplement impossible pour les firmes de réaliser conjointement leur cible d'utilisation et leur objectif de rentabilité.[201] Pour reprendre l'analogie proposée par Skott (2008c, p. 12), il est fort possible que, chaque jour, je ne sois pas capable de quitter la maison à l'heure prévue, parce que le téléphone sonne au moment où je m'apprête à quitter la maison, et parce que je ne suis pas disposé à ne pas répondre et risquer ainsi de décevoir la personne (ami, ennemi, supérieur…) qui appelait. Dans ce cas, ma réponse ne sera pas de *réduire* le temps prévu (taux standard) pour me rendre au travail (ajustement entre taux effectif et taux cible de Lavoie, 1995, 1996), ni de l'augmenter (ajustement entre taux effectif et cible de Skott, 2008c, p. 13), mais je vais arbitrer entre l'objectif d'être à l'heure au travail (respecter le temps de trajet prévu), et l'objectif (qui peut être tout aussi important) de répondre au téléphone pour ne pas me fâcher avec un ami (un collègue, ou autre).

[201] En l'absence de conflits entre acteurs, réaliser l'utilisation standard ($u^* = u_s$) c'est nécessairement réaliser la rentabilité cible ($r^* = r_s$). Mais, nous verrons avec l'introduction de conflits que la rentabilité « cible » des firmes (r_s) n'est plus vraiment la leur (r_{sf}), puisqu'elle intègre un compromis avec les salariés. Et alors réaliser la véritable rentabilité cible ($r^* = r_{sf}$) suppose une sur-utilisation des capacités de production ($u^* > u_s$).

Comme nous allons en discuter dans les prochaines sections, le taux d'utilisation peut agir comme une variable accommodante, permettant aux firmes de réagir à des revendications, autrement inconciliables, de diverses catégories d'acteurs. Ce ressort peut même être particulièrement attractif pour les firmes, puisque, étant donné qu'elles disposent de réserves de capacité pour diverses raisons (incertitude sur la demande et le risque d'entrée), opérer en dehors du taux d'utilisation souhaité n'implique pas nécessairement une production inefficace du point de vue des coûts.[202] En d'autres termes, nous trouvons un équivalent microéconomique au paradoxe des coûts selon lequel des salaires réels supérieurs sont compatibles avec une croissance plus élevée et, éventuellement, une meilleure rentabilité : à la fois au niveau de la firme, et au niveau macroéconomique, un taux d'utilisation variable (à la hausse) réconcilie des objectifs conflictuels (croissance et rentabilité).

Pour la firme individuelle, une augmentation de salaire réel obtenue par ses salariés pourra réduire la marge de profit qu'elle désirait appliquer. Dès lors, afin d'obtenir la rentabilité ciblée, la firme pourra accepter une certaine sur-utilisation de ses capacités pour compenser l'effet négatif sur la rentabilité entraîné par la marge inférieure aux objectifs. La contrariété subie sur la fixation de la marge impose de s'écarter de la cible d'utilisation afin de réaliser la cible de rentabilité. Une double frustration d'objectifs (marge et taux d'utilisation) peut constituer une situation d'équilibre si elle permet d'atteindre l'objectif principal (rentabilité). Par ailleurs, la sur-utilisation des capacités de production ne donnera pas lieu à un investissement supplémentaire, puisque si la firme voulait augmenter son investissement pour réduire l'utilisation de ses capacités, elle subirait deux effets négatifs sur sa rentabilité : le premier par la baisse de l'utilisation, le second par la baisse de la marge nécessaire pour financer son investissement (cf. Wood, 1975).

L'affrontement entre catégories sociales débouche sur un conflit entre les divers objectifs d'une même catégorie sociale. Même si nous pensons que notre argument est très

[202] On pourrait même affirmer en suivant la citation de Shaikh (2009, p. 6) rappelée dans la section précédente, que si les firmes fixent leur taux d'utilisation normal légèrement en dessous du niveau idéal minimisant les coûts (pour les raisons invoquées d'incertitude sur la demande et de risque de nouvelle entrée), une utilisation effective supérieure à l'utilisation normale devient optimale du point de vue des coûts ! Mais alors, ce sont les réserves de capacité, pour faire face à l'incertitude sur la demande et aux risques d'entrée, qui ne sont plus respectées. La gestion des coûts et la gestion des risques ne sont pas strictement équivalentes.

général, et que, potentiellement, il peut être pertinent y compris en l'absence de conflit entre catégories d'acteurs au sein de la firme,[203] dans le reste de ce chapitre, nous l'appliquerons au cadre spécifique d'un modèle d'inflation conflictuelle avec taux de rendement cible, comme chez Lavoie (2002, 2003). Nous essaierons de fournir une justification comportementale au mécanisme d'ajustement proposé par Lavoie (où la rentabilité cible s'ajuste à la rentabilité effective), et nous soutiendrons qu'il peut être empiriquement pertinent pour l'analyse du « régime fordiste ». De plus, nous considérerons un autre mécanisme d'ajustement qui nous semble plus approprié dès lors qu'il s'agit d'étudier la période courante du capitalisme que l'on qualifiera de « régime financiarisé ». Dans les deux configurations du modèle, une « position pleinement ajustée » (dans le sens traditionnel) ne pourra pas être atteinte à cause des revendications conflictuelles des salariés, managers, actionnaires et banquiers.

4.3. Exigences conflictuelles et réalisation des objectifs des firmes : perspectives micro- et macroéconomiques

Dans cette section, nous développons les équations comportementales sur lesquelles sera basé ensuite notre modèle stock-flux cohérent. Nous réaffirmons l'importance de deux types de conflit reflétant les deux dimensions de tout modèle macroéconomique de croissance et de répartition. Dans le premier conflit, les managers et les actionnaires confrontent leurs exigences respectives concernant l'orientation des firmes au sujet de la politique d'accumulation. Dans le second conflit, les salariés expriment leurs aspirations de répartition du produit, et affrontent les cibles de marge des firmes. En se basant sur le modèle de Lavoie (2002, 2003), nous établissons un « langage commun » pour les managers, les salariés et les actionnaires. Nous abordons ensuite les deux questions de la réalisation des objectifs des

[203] À défaut de conflits entre acteurs différents, ce cadre peut s'appliquer à des conflits d'objectifs différents pour un acteur donné. Quand bien même les firmes auraient un objectif final clairement défini (maximiser les profits), dans un environnement incertain elles peuvent avoir à réaliser des compromis entre les différents objectifs intermédiaires permettant d'atteindre l'objectif final. Par exemple, et les réserves de capacité et le faible niveau d'endettement sont des moyens pour les firmes de gérer les impondérabilités du futur (pour une discussion de l'incertitude radicale, voir le chapitre premier, ou voir Davidson, 1972). Il se peut que l'utilisation effective excède l'utilisation désirée, mais que les firmes soient réticentes à accroître leur accumulation, car cela requérait une augmentation du taux d'endettement au-delà des taux jugés raisonnables ou acceptables. En d'autres termes, les firmes auront à arbitrer entre la « fragilité réelle » (risque de nouvelles entrées et d'augmentation subite de la demande) et la fragilité financière (risque de défaut dû à l'endettement). Nous reviendrons sur ces points dans les résultats de nos simulations.

firmes au niveau macroéconomique, et des implications de cette dynamique pour le débat sur les positions pleinement ajustées.

4.3.1. La politique d'accumulation et le conflit entre managers et actionnaires

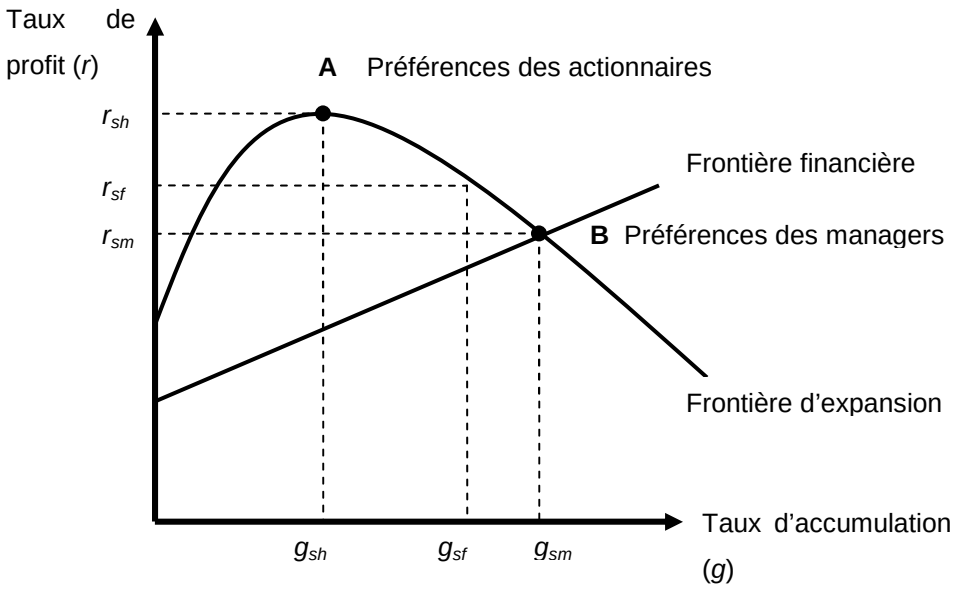
Nous analysons le conflit entre managers et actionnaires au sein de la théorie post-keynésienne traditionnelle de la firme, étendue pour tenir compte des considérations liées à la financiarisation.[204] Nous reprenons ici des éléments déjà abordés lors du chapitre deux. Mais nous simplifions la présentation du modèle de décision, et nous l'adaptons de manière à pouvoir intégrer, outre le résultat du premier conflit entre managers et actionnaires sur l'accumulation, le second conflit entre salariés et firmes sur la répartition.

La firme individuelle fait face à deux contraintes distinctes, représentées sur le schéma 4.1 par la frontière d'expansion et la frontière financière. La frontière d'expansion montre la rentabilité attendue des différentes possibilités d'investissement de la firme. Selon Lavoie (1992, pp. 114 et suivantes), elle est supposée être de pente positive pour de faibles niveaux d'accumulations (grâce à des économies d'échelle,…), et de pente négative pour des niveaux plus élevés (à cause d'inefficiences techniques ou logistiques).[205] La frontière financière indique le taux d'accumulation maximum qu'une firme peut financer avec un taux de profit donné, compte tenu des possibilités de financement interne et externe. Conformément au principe du risque croissant de Kalecki (1937), la pente de la frontière financière est positivement corrélée au taux d'endettement de la firme. Plus la firme est endettée, plus elle devra pouvoir compter sur une rentabilité élevée pour prendre le risque de projets d'investissement supplémentaires.

[204] Voir le chapitre deux pour davantage d'éléments sur la théorie de la firme post-keynésienne. Voir Lavoie (1992) pour une exposition de la théorie traditionnelle, et Crotty (1990), Stockhammer (2005-6) ou Dallery (2009) pour une extension au contexte de la financiarisation.

[205] De manière plus précise, ce qui explique la forme de la frontière d'expansion est dû à la puissance comparée des forces contradictoires de l'accumulation sur la marge de profit. Pour des taux d'accumulation faibles, la firme est capable d'incorporer des gains d'efficacité grâce à l'application de nouvelles technologies de production. L'augmentation de la productivité permet à la firme d'améliorer sa marge sans toucher à son prix (cf. équations 2.4 et 2.5), de sorte que le taux de profit augmente. Pour des taux d'accumulation élevés, la firme est obligée de réduire son prix, et donc sa marge de profit, si elle veut continuer à augmenter ses ventes suffisamment vite pour rester à une utilisation standard de ses capacités.

Schéma n°4.1 : La firme post-keynésienne et le conflit entre managers et actionnaires



Les points A et B sur le schéma 4.1 indiquent les préférences respectives des actionnaires et des managers en termes d'accumulation et de rentabilité.[206] Comme traditionnellement supposé en analyse post-keynésienne (Galbraith, 1967, Wood, 1975), les managers recherchent principalement la croissance, comme un moyen pour assurer la survie de la firme en accroissant son pouvoir et en limitant l'incertitude. À l'opposé, les actionnaires recherchent la rentabilité pour des raisons intuitives : étant donné qu'ils détiennent des portefeuilles d'actions diversifiés, ils ne sont pas engagés par des perspectives de long terme, comme la survie de la firme individuelle (Crotty, 1990b). Le conflit entre managers et actionnaires naît de l'arbitrage entre croissance et rentabilité, représenté par le segment décroissant de la frontière d'expansion sur le schéma 4.1. Pour les actionnaires, la décision d'accumulation est subordonnée à la cible de rentabilité, alors que les managers sont intéressés par la rentabilité principalement en tant qu'objectif intermédiaire, et en tant que moyen de financer un taux de croissance désiré.[207] Sur le schéma 4.1, quand les actionnaires imposent complètement leurs préférences aux managers, les firmes vont cibler un taux de

[206] Voir le chapitre deux pour une vision plus nuancée des préférences des actionnaires et des managers.

[207] Concernant les objectifs de la firme, Lavoie (1992, p. 106) nous dit que :

« Put briefly, growth is the objective, and profits are the means to realize this objective ».

Cette affirmation était certainement valide pour des firmes managériales, mais dans le nouvel environnement institutionnel issu du régime financiarisé, les profits ne sont plus perçus comme un moyen pour une fin, mais comme une fin en soi. Voir le chapitre deux pour plus de détails.

profit élevé, r_{sh}, qui requiert un taux d'accumulation faible, g_{sh}. Dans l'exemple, ce sont alors les préférences des actionnaires, et non la contrainte financière, qui déterminent la politique d'accumulation des firmes.[208] À l'inverse, quand les managers dominent sans partage, la frontière financière est le facteur limitant pour la décision d'accumulation, g_{sm}, comme c'est le cas traditionnellement dans la théorie post-keynésienne de la firme. La cible de rentabilité des managers, r_{sm}, incorpore la contrainte financière, et s'ajuste passivement au point d'intersection entre la frontière d'expansion et la frontière financière. Malgré ces appréciations très différentes de l'arbitrage entre croissance et rentabilité chez les actionnaires et les managers, il est possible d'exprimer les objectifs des firmes en termes d'un taux de profit cible, r_{sf}, qui est la moyenne, pondérée selon le pouvoir des uns et des autres,[209] entre le taux de profit désiré par les actionnaires, r_{sh}, et le taux de profit, r_{sm}, dont les managers ont besoin pour financer leur taux de croissance désiré, g_{sm}.

$$r_{sf} = \delta_1 r_{sh} + (1-\delta_1) r_{sm} \qquad (\text{avec } 0 \leq \delta_1 \leq 1) \qquad (4.1)$$

Derrière ce conflit sur la rentabilité souhaitée, il y a un conflit sur la politique d'accumulation. Notre but est ici de proposer les fondations microéconomiques d'une fonction d'investissement macroéconomique. En nous basant sur les considérations précédentes, nous avons essayé de transposer au niveau macroéconomique les différentes composantes du diagramme 4.1. Se réclamant de la théorie post-keynésienne de la firme, une fonction d'investissement macroéconomique générale peut être formulée[210] :

$$g^i = I/K = \gamma_0 - \gamma_1 r_{sf,-1} - \gamma_2 LEV_{-1} + \gamma_3 u_{-1} \qquad (4.2)$$

L'équation 4.2 reflète les trois composantes de la décision d'accumulation des firmes : la dimension « préférences » donnée par le conflit entre managers et actionnaires (r_{sf}), la dimension « contrainte » donnée par la frontière financière (*LEV*), et la dimension

[208] La non saturation de la contrainte financière permet aux actionnaires de recevoir dans un second temps le free cash flow sous la forme de dividendes et de rachats d'action.

[209] Le pouvoir des actionnaires à imposer leurs préférences est élevé quand δ_1 est proche de 1. Et inversement.

[210] Cette fonction n'a pas été testée dans le chapitre trois car elle implique de prendre en compte le taux d'endettement que nous n'avions pas introduit dans les modèles kaleckiens.

« opportunité » donnée par la frontière d'expansion (*u*). Les décisions d'investir des firmes sont contraintes par la préférence pour la rentabilité, r_{sf},[211] ou par une contrainte de financement externe, indiquée par le taux d'endettement (*leverage ratio*), *LEV*, servant d'approximation pour la pente de la frontière financière du schéma 4.1. L'investissement est aussi supposé être positivement corrélé au taux d'utilisation, *u*, puisqu'une augmentation de la demande agrégée peut être représentée par un déplacement vers le haut de la frontière d'expansion de la firme individuelle. En bref, nous pensons que la fonction d'investissement proposée ci-dessus peut être vue comme directement reliée à la théorie post-keynésienne de la firme.

Cette fonction d'investissement peut revêtir plusieurs formes, selon le régime institutionnel considéré. Ainsi, durant la période fordiste, l'accumulation a été principalement contrainte par la disponibilité des financements. La pression d'une norme de rentabilité à dégager de tout projet d'investissement était quasi-inexistante. Selon certaines critiques (voir celles présentées dans le premier chapitre, notamment celles de Jensen et Meckling, 1976), cela a conduit les managers à mettre en œuvre des sur-croissances, gaspillant les ressources des firmes, sans que cela soit légitimé par la nécessité du projet d'entreprise (dilution du cœur de métier dans la constitution de conglomérats peu rentables). À l'inverse, au cours du régime financiarisé, ce sont principalement les préférences actionnariales en faveur de la rentabilité qui ont limité l'accumulation du capital. Des sources de financement externes n'ont pas été exploitées pleinement. Ce qui a contraint la croissance des firmes, ce n'est plus la capacité à trouver des fonds, mais la nécessité de trouver des projets d'investissement suffisamment rentables pour satisfaire la norme financière exigible. Dans ce régime, des opportunités pour des projets d'investissement rentables, mais dont la rentabilité anticipée est inférieure à la norme financière, ne seront pas saisies. De manière à reproduire ce décalage dans l'accumulation du capital, nous retiendrons par la suite deux cas polaires : pour le régime fordiste, nous supposerons que $\gamma_1 = 0$ et $\gamma_2 > 0$ dans l'équation 4.2 ; pour le régime financiarisé, nous ferons l'hypothèse inverse avec $\gamma_1 > 0$ et $\gamma_2 = 0$.

[211] La contrainte opérée par la préférence pour la rentabilité peut être interprétée comme un effet de sélection des projets d'investissement insuffisamment rentables. La variable joue alors le rôle d'une norme financière au sens de Boyer (2000). Le taux de profit est bien ici un taux de profit exigé, et c'est pour cette raison qu'il joue négativement dans la dynamique de l'accumulation du capital (il ne s'agit pas d'un taux de profit espérée, auquel cas il jouerait positivement sur l'accumulation du capital).

Le premier des deux conflits débouche sur la dynamique d'accumulation des firmes au niveau macroéconomique. Cette dynamique résulte de décisions prises au niveau microéconomique suite aux conflits entre managers et actionnaires. Au final, l'investissement correspond à ce que Keynes (1930b, [1971, p. 149]) en disait lorsqu'il affirmait que deux conditions devaient être remplies pour qu'il ait lieu :

> « There must be an expectation of profit; and it must be possible for enterprisers to obtain command of sufficient resources to put their projects into execution. »

Ces deux conditions peuvent être ramenées aux déterminants dont nous avons parlé ici : il faut une anticipation de profits, sans que l'exigence sur ces profits soit trop élevée, et il faut être capable de trouver un financement pour ces projets. Dans le cas fordiste, c'est bien la possibilité de financement qui faisait défaut. Dans le régime financiarisé, c'est l'exigence de profits qui condamne des projets d'investissement, dont l'espoir de profits peut néanmoins être élevé. Ce qui détermine si l'accumulation sera contrainte par l'insuffisance du financement ou l'exigence de rentabilité, ce sont finalement les rapports de force, les mains dans lesquels est concentré le pouvoir. Les managers exerceront leur pouvoir pour investir en se servant de tous les fonds disponibles (à endettement raisonnable). Les actionnaires exerceront leur pouvoir pour accroître leurs revenus, et sélectionner les projets d'investissement qui « rendent » suffisamment de profits.[212]

4.3.2. La répartition et le conflit entre managers et salariés

Nous venons juste de voir que le conflit entre managers et actionnaires pouvait être exprimé à l'aide de taux de profit cibles, même si les objectifs des actionnaires et des managers sont différents : il s'agit respectivement de la rentabilité et de la croissance. Pour les salariés, le troisième groupe à l'intérieur des firmes, le véritable objectif est un taux de salaire réel. Cependant, en suivant le cadre d'analyse du taux de rendement cible avec inflation conflictuelle proposé par Lavoie (2002, 2003), nous sommes en mesure de « traduire » la cible de salaire réel en une « cible » de taux de profit, r_{sw}, de la même manière que nous

[212] Les actionnaires usent aussi de leur pouvoir pour infléchir la composition du financement des dépenses d'investissement des firmes. Le profit doit leur être distribué, et non conservé pour être réinvesti, et la dette doit être utilisée pour favoriser l'effet de levier (cf. chapitre deux).

avions traduit la cible d'accumulation des managers, g_{sm}, en « cible » de taux de profit, r_{sm}.[213] Le conflit sur la répartition est alors un conflit entre les aspirations des salariés, r_{sw}, et le *résultat* du conflit entre actionnaires et managers sur l'accumulation, r_{sf}. Dans notre modèle, les exigences actionnariales affectent donc indirectement la répartition du revenu, puisqu'elles sont intégrées *a priori* dans le processus de négociation salariale.

Formellement, le cadre d'analyse de l'inflation conflictuelle avec fixation des prix par une procédure de type taux de rendement cible peut être résumé comme suit. Les firmes fixent une marge, θ, sur leurs coûts salariaux unitaires, wl, qui leur permet de dégager un taux de profit, r_s, à condition que le taux d'utilisation auquel elles opèrent soit à son niveau standard, u_s, qui est ici traité comme exogène. Comme cela est démontré par Lavoie (2003, pp. 57-8), la procédure de prix des firmes peut être exprimée par une formule générale de type *cost-plus*. Cette formule stipule simplement que les firmes ajoutent une marge de profit, censée fournir les fonds nécessaires pour leurs dépenses (investissement, dividendes), à une mesure de leurs coûts (ici les coûts salariaux unitaires). Le comportement de prix des firmes est donc donné par l'équation 4.3, avec une marge de profit déterminée par la procédure du taux de rendement cible, comme l'indique l'équation 4.4. Ensuite, comme nous l'avons vu dans le chapitre trois,[214] le taux de profit vu du côté des coûts, r^{pc}, peut être écrit comme dans l'équation 4.5.

$$p = (1+\theta)wl \tag{4.3}$$

$$(1+\theta) = u_s / (u_s - r_s\sigma) \tag{4.4}$$

$$r^{pc} = r_s u / u_s \tag{4.5}$$

avec $\sigma = K / Y^{pot}$, le coefficient technique de capital, p le prix, θ le taux de marge, w le taux de salaire, l l'inverse de la productivité du travail, u_s et u les taux d'utilisation standard et effectif, r_s le taux de profit effectivement incorporé dans les

[213] On pourrait parler de « cible implicite ».
[214] Ce taux de profit vu du côté des coûts avait été appelé r^{co}, pour souligner la double dimension comportement (fixation d'une marge) et objectif (atteindre un taux de rentabilité).

prix, et r^{pc} le taux de profit vu du côté des coûts (taux de profit réalisé compte tenu du taux de profit ciblé et de l'utilisation effective des équipements).

Après cette présentation du cadre général du taux de rendement cible, nous précisons ici le cadre de l'inflation conflictuelle. Les changements de prix effectifs décidés par les firmes dépendent de la divergence entre leur taux de profit cible, r_{sf}, et le taux de profit effectivement incorporé dans les prix, r_s, ainsi que de leur capacité à incorporer les augmentations anticipées des salaires dans les prix (équation 4.6).

$$\hat{p} = \Psi_1 \left(r_{sf} - r_s \right)_{-1} + \Psi_2 \hat{w}^e \tag{4.6}$$

avec $\hat{p}$ le taux d'inflation des prix, $\hat{w}^e$ le taux anticipé d'inflation des salaires nominaux, et Ψ_1 et Ψ_2 des indicateurs du pouvoir de négociation des firmes.

Plus les firmes ont été frustrées dans l'incorporation d'une marge de profit dans leur prix à la période précédente, c'est-à-dire plus l'écart entre taux de profit cible et taux de profit incorporé dans les prix est élevé, plus les firmes auront tendance à augmenter leur prix, pour rattraper ce retard de marge dû au conflit avec les salariés et à leur résistance. De même, plus elles anticipent que les salariés obtiendront, dans le processus de négociation salariale, des augmentations importantes, plus elles essaieront d'augmenter leur prix, pour faire absorber aux consommateurs, et non à leurs marges, le poids de l'ajustement dû aux augmentations de salaires.

De manière analogue, les augmentations de salaires effectives conquises par les travailleurs sont données par la formule suivante :

$$\hat{w} = \Omega_1 \left(r_s - r_{sw} \right)_{-1} + \Omega_2 \hat{p}^e \tag{4.7}$$

avec $\hat{w}$ le taux d'inflation des salaires nominaux, $\hat{p}^e$ le taux anticipé d'inflation des prix, et Ω_1 et Ω_2 des indicateurs du pouvoir de négociation des salariés.

Les augmentations de salaires obtenues dépendront de la mesure dans laquelle les revendications passées des salariés n'ont pas été satisfaites (l'écart entre taux de profit

effectivement incorporé dans les prix, et taux de profit cible ou toléré par les salariés)[215], ainsi que de leurs anticipations sur l'augmentation des prix des entreprises. Moins les exigences salariales ont été respectées, plus les salariés se mobilisent et réarment le conflit pour obtenir ce qu'ils demandent. Mais pour que leurs demandes soient satisfaites, il faut aussi qu'ils disposent d'un pouvoir de négociation suffisant. L'indicateur de ce pouvoir, Ω_1, est ainsi inversement corrélé au taux de chômage : plus la conjoncture est difficile, moins les salariés auront la possibilité d'imposer leurs exigences.[216] Par ailleurs, plus ils anticipent des augmentations de prix, plus ils réclameront des augmentations salariales pour préserver leur pouvoir d'achat.

Si le taux de profit effectivement incorporé dans les prix est à un niveau élevé, cela engendrera une faible augmentation des prix désirée, et en partie obtenue, par les firmes, mais une forte augmentation des salaires désirée, et en partie obtenue, par les travailleurs. Le salaire réel établi tendra alors à augmenter et à se rapprocher du niveau désiré par les salariés. Mais, cette hausse du salaire réel renouvelle légèrement la virulence des revendications des firmes tout en diminuant celle des salariés. Le salaire réel augmente encore, mais moins vite. Finalement, le processus s'arrête quand les revendications et leur force opératoire s'équilibrent.[217] Cet équilibre ne signifie pas que tout le monde est satisfait avec la répartition en vigueur, mais juste que les forces en présence n'ont pas le pouvoir pour changer la donne : elles se neutralisent. À l'équilibre (cf. schéma 4.2), quand l'inflation des salaires et l'inflation des prix sont égales, le salaire réel est constant, et nous obtenons :

$$r_s = \Psi r_{sf} + \Omega r_{sw} \qquad \text{avec } \Psi + \Omega = 1 \tag{4.8}$$

[215] Derrière cet écart entre le taux de profit incorporé dans les prix et le taux de profit ciblé par les salariés se cachent en réalité des niveaux de salaire réel effectif (le taux de profit incorporé dans les prix donne lieu à une marge effective de profit, donc à un salaire réel effectif) et ciblé (le taux de profit toléré par les travailleurs correspond à un niveau de la marge de profit tolérée, donc à un niveau de salaire réel ciblé).

[216] Il s'agit alors d'un effet de discipline de la main d'œuvre, comme l'effet « armée industrielle de réserve », ou plus récemment le chantage aux délocalisations pour atténuer les revendications des salariés.

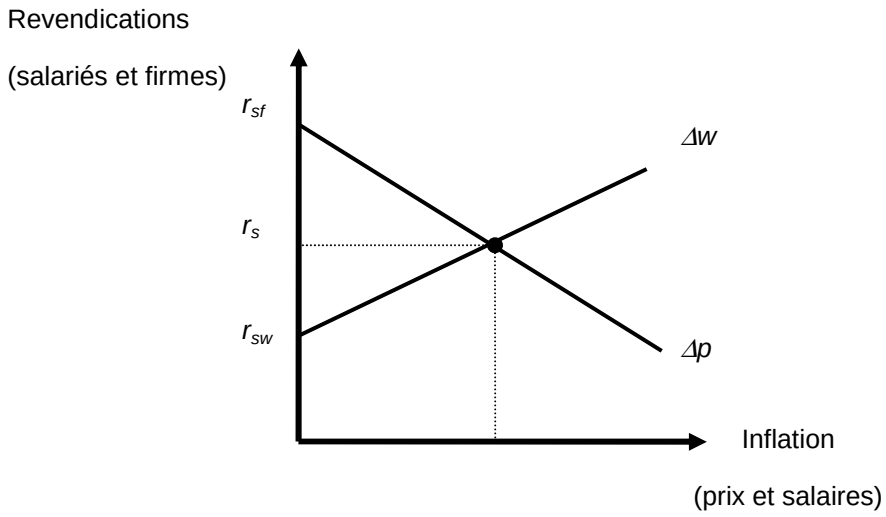
[217] La convergence vers l'équilibre que nous venons de souligner, en partant d'une situation initiale défavorable aux salariés, peut tout aussi bien être démontrée en suivant le même raisonnement, mais en partant d'une situation initiale favorable aux firmes.

Il nous faut garder à l'esprit que le taux de profit effectivement incorporé dans les prix, r_s, n'est pas un taux de profit effectif, expérimenté par les firmes. En réalité, ce taux de profit détermine la répartition effective du revenu issue de la mise en équilibre des pouvoirs entre les firmes et les travailleurs. Derrière ce taux de profit, il y a une part des profits dans la valeur ajoutée, *h*, étant donné l'équation 4.4, et le fait que la part des profits dans la valeur ajoutée se déduit directement du taux de marge des firmes : $h = \theta/(1+\theta)$. Le taux de profit effectivement réalisé par les firmes, *r*, dépendra du taux d'utilisation, comme il est déjà possible de le voir à la lecture de l'équation 4.5. Le taux de profit effectivement incorporé dans les prix, r_s, fixe la marge de profit, θ,[218] et la capacité des firmes à vendre leurs produits déterminera le volume d'activité, et le montant des profits (d'où sera déduit le taux de profit effectivement réalisé). Le taux de profit effectivement incorporé dans les prix ne sera effectivement réalisé que si les firmes parviennent à opérer à l'utilisation standard de leur capacité.

Ce mécanisme de conflit entre firmes et salariés empêche les firmes d'intégrer dans leur prix la marge qu'elle désire réellement. À partir du moment où les salariés disposent d'un pouvoir de négociation, leurs revendications vont heurter les objectifs des firmes résultant du conflit entre managers et actionnaires sur la décision d'accumulation. Les deux conflits sont tenus par des liens d'interdépendance. Par ailleurs, ces deux conflits peuvent être hiérarchisés de manière différente selon le régime institutionnel prévalant à une époque donnée. C'est alors le conflit sur la croissance, ou celui sur la répartition, qui prévaudra sur l'autre, et insufflera au système macroéconomique sa dynamique. La réalisation d'un objectif particulier est ce qui détermine le bouclage macroéconomique, ce qui définit l'équilibre capitaliste à atteindre.

[218] La marge de profit issue du taux r_s est une marge effective. La marge désirée, issue du financement des décisions d'accumulation, renvoie à r_{sf}. Mais à cause du conflit avec les salariés, le salaire augmente plus vite, et les prix ne pouvant s'ajuster du fait de la contrainte concurrentielle, c'est la marge qui sert d'amortisseur. C'est bien le conflit qui explique que la marge incorporée dans les prix n'est pas, exactement, celle issue des décisions d'accumulation.

Schéma n°4.2 : Le conflit entre managers et salariés : revendications et inflations



4.3.3. Le bouclage macroéconomique et la réalisation des objectifs des firmes

Jusque là, nous avons vu comment les revendications conflictuelles sont formulées. Maintenant, nous devons étudier comment ces objectifs peuvent être atteints (ou pas) au niveau macroéconomique. Nous venons de voir que toutes les catégories d'acteurs ne pouvaient pas être pleinement satisfaites en même temps. Nous allons voir ici comment l'une de ses catégories, après avoir imposé son objectif aux autres, peut, ou pas, voir son objectif atteint, au sein d'un environnement macroéconomique donné.

Le modèle kaleckien se révèle d'une grande commodité pour notre objet, puisqu'il permet de formuler le bouclage macroéconomique en termes de taux de profit. Comme nous l'avons vu dans le chapitre trois, le système peut se boucler avec deux équations uniquement : le taux de profit considéré du côté des coûts, et le taux de profit issu de la demande. Nous avons déjà vu à la section précédente que le taux de profit vu du côté des coûts, r^{pc}, est donné par l'équation 4.5, qui intègre le résultat du conflit distributif entre firmes et salariés (r_s). Cette équation indique le taux de profit réalisé, compte tenu des coûts et des marges, et des taux d'utilisation effectif et standard. Le taux de profit issu de la demande, r^{ed}, détermine la contrainte de la

demande effective provenant de l'égalisation de l'investissement et de l'épargne courante. Ce taux de profit précise le taux d'utilisation des capacités de production qui équilibre le marché des biens, l'investissement déterminant l'épargne par variation de la production, i.e. par variation du taux d'utilisation, i.e. par variation du taux de profit. Concrètement, le taux de profit issu de la demande est obtenu en confrontant la fonction d'accumulation donnée par l'équation 4.2 à une fonction macroéconomique d'épargne. Dans notre modèle, la fonction d'épargne revêt une forme un peu plus complexe, car elle intègre des variables financières, que nous avions laissées de côté lors de notre revue des modèles kaleckiens au chapitre trois.

$$g^s = S/K = r - \beta_1[(1-s_f)(r - i_l LEV)_{-1} + i_l LEV_{-1}] - \beta_2 q_{-1} \tag{4.9}$$

Pour simplifier, nous supposons ici que les salariés n'épargnent pas. Ainsi, l'ensemble de l'épargne provient des profits. Mais l'intégralité des profits n'est pas épargnée. Pour avoir le rapport entre épargne et stock de capital, il faut donc retrancher au taux de profit un certain nombre d'éléments. Le crochet dans l'équation 4.9 représente l'ensemble des revenus versés aux rentiers. Ces revenus se composent des dividendes qui leur sont versés, et des intérêts qu'ils perçoivent en tant que prêteurs ou rentiers, $i_l LEV$.[219] Les dividendes versés sont obtenus en retranchant aux profits, r, les intérêts sur la dette, $i_l LEV$, et en appliquant le taux de distribution des profits pratiqué par les firmes, $(1 - s_f)$. Les rentiers consomment une partie de ces revenus du capital avec une propension donnée par le paramètre β_1. Mais les rentiers consomment aussi une partie de leur richesse. Ici, nous supposerons que leur richesse est évaluée par un q de Tobin, défini comme le rapport entre la richesse nette des ménages et le stock de capital.[220] La propension à consommer cette richesse sera donnée par le paramètre β_2. L'équation 4.9 est bien notre fonction d'épargne macroéconomique, étant donné que seuls les firmes (profits conservés) et les rentiers (non consommation de l'intégralité des revenus distribués) épargnent dans ce modèle. Cette fonction indique bien la différence entre le revenu des capitalistes (firmes et rentiers) et ce qu'ils consomment (que cette consommation soit issue de revenus versés ou d'une richesse accumulée).

[219] Il est supposé ici que les profits des banques sont verses aux rentiers.

[220] Notre q de Tobin n'est pas égal au rapport entre la valeur de marché des fonds propres divisée par la valeur au coût historique des fonds propres, mais par le rapport entre la valeur de marché du capital de la firme et la valeur au coût historique du capital de la firme.

Si nous voulons établir la dynamique du système, nous devons dès lors nous demander ce que sont réellement les objectifs des firmes. Le débat sur les positions pleinement ajustées dans la littérature existante se raccroche toujours à l'utilisation standard comme seul objectif. Selon nous, étant donné la centralité du taux de profit dans les deux conflits opposant les actionnaires, les managers et les salariés, il apparaît plus approprié de structurer le débat autour des taux de profit. Cependant, à partir des discussions précédentes, il ressort immédiatement que les positions pleinement ajustées au sens traditionnel pourront être systématiquement empêchées par l'existence de revendications conflictuelles. Comme nous pouvons le voir à partir des équations 4.5 et 4.8, opérer à un taux d'utilisation standard ($u^* = u_s$) permet la réalisation des objectifs de rentabilité des firmes ($r^* = r_{sf}$), si et seulement si aucun conflit n'existe quant à la répartition du revenu ($r_s = r_{sf} = r_{sw}$). Dès que les salariés disposent d'un pouvoir à opposer aux « objectifs de répartition » des firmes ($r_{sf} > r_s > r_{sw}$),[221] les firmes devront opérer au-delà de leur utilisation standard ($u^* > u_s$) afin d'atteindre leur objectif de rentabilité ($r^* = r_{sf}$). Nous pouvons alors arriver à une « position pleinement ajustée » concernant la rentabilité, mais cela ne coïncide pas avec une position pleinement ajustée dans l'acception traditionnelle. Le taux d'utilisation est ici toujours une variable libre, et c'est précisément cette liberté qui assure que les objectifs des firmes et des salariés ne sont pas complètement contradictoires, puisque des variations dans l'utilisation des équipements permettent de réconcilier partiellement leur objectif respectif de rentabilité et de répartition.

Les firmes étant les acteurs principaux du fonctionnement du capitalisme, une condition d'équilibre de long terme implique que les firmes atteignent leur objectif de rentabilité, ou de croissance. Si nous faisons de $r^* = r_{sf}$ la condition d'équilibre, deux types d'ajustement deviennent envisageables. Dans le modèle de Lavoie (2002, 2003), le taux de profit cible des firmes s'ajuste au taux de profit effectif, et cela tant que l'objectif n'est pas atteint. L'égalisation entre la cible et la réalité ne s'opère pas par déformation de la réalité vers la cible, mais plutôt par ajustement de la cible à la réalité. Cette forme d'ajustement des objectifs de rentabilité révèle, selon nous, une manière managériale, ou fordiste, de concevoir la firme.[222] Dans ce cadre, les objectifs de rentabilité sont soumis aux objectifs prioritaires de

[221] Plus que des objectifs de répartition, il s'agit de marges de profit conçues dans le but de fournir suffisamment de fonds pour investir (ou distribuer des profits).
[222] Comme le note Lavoie (1992, p. 107) :

croissance. Les managers dominent le conflit avec les actionnaires, et cela se traduit dans notre modèle par le fait que δ_1 est égal à 0 dans l'équation 4.1. Notre mécanisme d'ajustement des objectifs de rentabilité reste celui proposé par Lavoie (2002, 2003) :

$$\Delta r_{sf} = \Delta r_{sm} = \rho_1(r^*_{-1} - r_{sm,-1}) \tag{4.10}$$

L'équation 4.10 implique que, à l'équilibre, les firmes préfèrent générer une rentabilité cible, plutôt qu'opérer à une utilisation standard. Alors que Lavoie (2002, 2003) ne fournit pas vraiment de raison économique pour ce mécanisme d'ajustement, nous pouvons en proposer une « interprétation fordiste » dérivée de notre précédente discussion sur la théorie post-keynésienne de la firme. Dans le cas fordiste, les firmes (les managers) font dériver leur objectif de rentabilité de leur objectif de croissance. Comme le note Lavoie (2004, p. 52) :

> « Dans le cas des entreprises qui tentent de maximiser leur taux de croissance, le taux de rendement cible qui *devrait* être incorporé aux prix est celui qui est déterminé par l'intersection de la frontière d'expansion avec la frontière financière. » (souligné par nous).

Cependant, dans le présent modèle, où les firmes sont confrontées au conflit avec les salariés, elles *ne peuvent pas* incorporer leur taux de rendement cible dans leurs prix. Par conséquent, comme l'équation 4.10 l'indique, les firmes ajustent leur taux de rendement cible au taux de profit effectif permis par les conditions de la demande. Supposons que survienne une augmentation permanente de la demande, représentée graphiquement par un déplacement vers le haut de la frontière d'expansion au niveau de la firme individuelle (schéma 4.1). Les managers réalisent alors qu'un taux d'accumulation supérieur devient possible, mais que, du point de vue de la contrainte financière, cela exige un taux de profit pérennisé à un niveau supérieur. Ensuite, en ajustant leur taux de rendement cible à la hausse (taux de profit visé pour le financement des dépenses, r_{sm} ou r_{sf}), elles réclament une part des profits dans la valeur ajoutée supérieure (le taux de profit effectivement incorporé dans les prix, r_s), mais leur préférence pour une croissance plus forte requiert aussi une augmentation dans l'utilisation

« shareholders play a purely passive role ».

des équipements au-delà du taux standard.[223] Après tout, le capitalisme demeure un système conflictuel, y compris en régime fordiste, et la quête de croissance des firmes tout comme les luttes avec les salariés sur la répartition prévalent sur les préoccupations au sujet d'un taux d'utilisation optimal. Bien évidemment, les managers ne seront pas disposés à accepter n'importe quel niveau pour le taux d'utilisation, et il se peut que se dégage un taux maximum au-delà duquel ils ne désirent pas s'engager.

Au sein du régime financiarisé, les actionnaires s'attendent à ce que les exigences de rentabilité l'emportent sur tous les autres objectifs. Les actionnaires imposent leurs intérêts aux managers (par simplicité nous supposerons que $\delta_1 = 1$ dans l'équation 4.1), qui vont alors essayer de transférer une partie du poids de l'ajustement sur les travailleurs, par l'intermédiaire du processus de négociation salariale.[224] Par opposition au régime fordiste, le « rapport financier » domine désormais le « rapport salarial », comme diraient les auteurs de l'École de la Régulation (Clévenot, 2006). Le changement de régime modifie la hiérarchie entre les deux conflits : précédemment, c'est le conflit sur la répartition qui insufflait au système sa dynamique (accords salariaux tripartites entre les représentants des firmes, des salariés et l'État Providence), avec un conflit sur la croissance soumis aux résultats du premier conflit sur la répartition (l'investissement dépendant des objectifs managériaux, et de la rentabilité effective) ; avec le régime financiarisé, la hiérarchie s'inverse, et c'est désormais le conflit sur la répartition qui est tributaire du résultat du conflit sur la croissance (exigence de rentabilité des actionnaires transformée en pression sur les salaires). Au sein d'une économie dominée par la finance, les actionnaires expriment des exigences inflexibles, et ils s'attendent à ce que ces exigences soient satisfaites. L'équation 4.10 n'a plus cours. À la place, à chaque fois que le taux de profit effectif est en deçà des exigences actionnariales, les managers sont mis dans une situation d'échec, et ils ne peuvent se permettre de demeurer passifs, dans un environnement où les managers qui ne sont pas suffisamment performants aux yeux des actionnaires peuvent être aisément renversés. Nous proposons donc un mécanisme d'ajustement double, reflétant la pression des actionnaires sur le management.

[223] Comme le notent Lavoie (2002, 2003) et Missaglia (2007, p. 79), le processus d'ajustement décrit par l'équation 4.10 est stable puisque $dr / dr_s < 0$ (le taux de profit effectif diminue quand le salaire réel diminue).

[224] Nous renvoyons ici au report de contrainte tel que nous l'avons évoqué lors du chapitre deux.

$$\Delta s_f = -\delta_2 (r_{sf,-1} - r^*_{-1}) \tag{4.11}$$

$$\Delta x = -\delta_3 (r_{sf,-1} - r^*_{-1}) \tag{4.12}$$

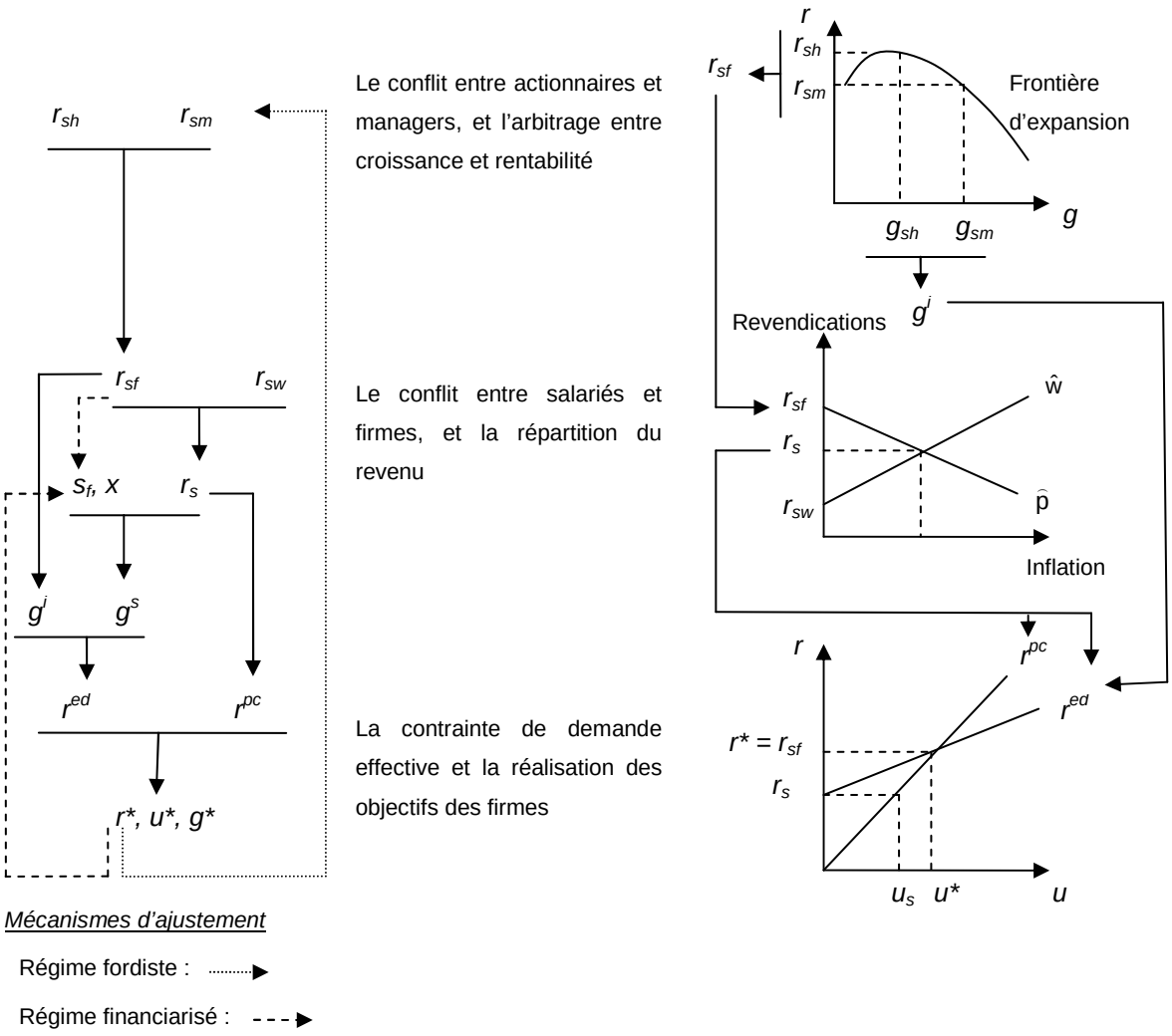
avec s_f le taux de rétention des profits,[225] et x la part de l'investissement financée par émission d'actions.

Tant que les exigences actionnariales de rentabilité ne sont pas réalisées, les actionnaires requièrent des managers qu'ils ajustent leurs politiques financières, et qu'ils distribuent une part plus importante des profits sous forme de dividendes, et aussi qu'ils endettent les firmes pour qu'elles rachètent leurs propres actions. Au niveau microéconomique, c'est la seule façon pour les managers d'augmenter le taux de rendement des actions, et de signaler aux actionnaires qu'ils sont confiants au regard des opportunités de profits futurs de la firme. Paradoxalement, comme nous le verrons dans la prochaine section, c'est précisément ce mécanisme microéconomique qui permet aux firmes, sous certaines conditions, de réaliser effectivement le taux de profit exigé par les actionnaires au niveau macroéconomique. En effet, une plus grande distribution des profits et une valorisation des actions sur le marché sont les deux leviers par lesquels la consommation des rentiers va s'accroître, et soutenir les profits réalisés.

La dynamique d'ensemble du modèle est résumée dans le schéma 4.3.

[225] Dans des articles intéressants, Charles (2008) et Shaikh (2009) introduisent aussi des mécanismes d'ajustement basés sur le taux de rétention des profits des firmes. Mais ils le font dans une optique différente de la nôtre. Pour Charles (2008), les managers ciblent un niveau du taux de rétention afin de « préserver leur autonomie financière ». Quand la dette s'accroît, les managers sont en mesure de réduire les dividendes et d'augmenter le taux de rétention de manière à contrôler l'incertitude. Selon nous, dans un régime financiarisé, la causalité est renversée : les managers sont obligés de distribuer plus de dividendes en augmentant l'endettement. Pour Shaikh (2009), le taux de rétention s'ajuste à l'écart entre le taux d'utilisation effectif et le taux normal. Mais la raison économique sous-jacente ne nous apparaît pas très claire.

Schéma n°4.3 : Revendications conflictuelles et réalisation des objectifs des firmes



Sur la partie gauche du schéma, nous rappelons les différents taux de profit et leur lien avec la dynamique de la demande agrégée. Sur le côté droit du schéma, nous reproduisons la séquence de ces processus par les différentes représentations graphiques. Au final, nous avons quatre taux de profit qui incarnent les revendications respectives de trois catégories sociales (managers, actionnaires, salariés) et l'objectif retenu pour une institution (firme) : le taux de profit visé par les actionnaires, r_{sh}, et le taux de profit poursuivi par les managers, r_{sm}, déterminent le taux de profit cible des firmes, r_{sf}, ; le taux de profit toléré par les salariés, r_{sw}, représente en réalité les revendications des travailleurs, concernant le salaire réel et la marge de profit acceptable, dans le processus de négociation salariale. La confrontation des exigences des firmes et des salariés, pondérées par leur pouvoir de négociation respectif,

donne naissance à la répartition effective du revenu entre salaires et profits, comme le donne à voir le taux de profit effectivement incorporé dans les prix, r_s. Ensuite, la contrainte de demande effective, r^{ed}, dépend de l'investissement, g^i, et de l'épargne, g^s, qui sont influencés, entre autres choses, par le taux de rétention des profits, s_f, les émissions d'action, x, et la part des profits associée à r_s. Le taux de profit effectif résulte alors de la confrontation de la contrainte de demande effective et du taux de profit vu du côté des coûts, r^{pc}. Sous le régime fordiste, le taux de profit effectif agit en retour sur le taux de profit ciblé par les firmes, alors qu'en régime financiarisé, les versements de dividendes et les rachats d'action peuvent fournir un moyen pour ajuster la rentabilité effective à la rentabilité exigée. Enfin, il apparaît clairement sur le schéma que le plein ajustement de l'utilisation des équipements ($u = u_s$) et le plein ajustement de la rentabilité ($r = r_{sf}$) s'excluent mutuellement, du fait du conflit sur la répartition du revenu ($r_{sf} \neq r_{sw}$). Notre modèle parvient, en ce qui le concerne, à atteindre deux objectifs compatibles : par sa dimension théorique, il apporte une nouvelle piste pour considérer le taux d'utilisation comme une variable accommodante, y compris à long terme ; par sa dimension historique, il vise à produire une explication de l'évolution du capitalisme par le changement de régime, et les rapports de force au sein des conflits sur la croissance et la répartition.

4.4. Revendications conflictuelles et processus d'ajustement : simulations avec un modèle stock-flux cohérent

En nous basant sur les arguments développée dans la section précédente, nous avons construit un modèle macroéconomique stock-flux cohérent (SFC) simple, en suivant la méthodologie développée par Wynne Godley et Marc Lavoie (Lavoie et Godley, 2001-2 ; Godley et Lavoie, 2007). Le cadre SFC est particulièrement pertinent pour l'analyse des équilibres de long terme, puisqu'il permet de simuler le chemin menant d'un état stationnaire, ou d'un équilibre final de long terme, à un autre, tout en faisant clairement apparaître les processus d'ajustement vers ces équilibres finaux. Dans cette section, nous présenterons dans un premier temps le modèle SFC en détails, avant de réaliser les simulations proprement dites. Ces simulations se dérouleront en deux étapes : nous exposerons d'abord la ou les dynamiques du régime fordiste, avant de présenter la ou les dynamiques du régime financiarisé.

4.4.1. Une vue d'ensemble du modèle

La modélisation des flux et des stocks économiques est une préoccupation aussi ancienne que la discipline économique elle-même. À l'origine de l'économie, Aristote étudiait la vie d'un domaine, donc des flux qui y entraient et qui en sortaient, et de leurs interactions avec les stocks initiaux. L'économie domestique n'est rien d'autres que cette mise en adéquation des flux et des stocks, afin de satisfaire un certain nombre de ratio flux / stock jugés importants. Les premiers économistes modernes, les Physiocrates, ont aussi essayé d'intégrer les relations économiques au sein du *Tableau Économique* de Quesnay. Ce tableau de flux est la première tentative de schématiser l'ensemble des relations économiques d'une nation. Les travaux de Léontief sur les tableaux entrées-sorties sont basés sur ce premier essai. L'établissement d'une comptabilité nationale à la suite de Keynes participe de la même ambition de représenter la vie économique comme un circuit de relations réelles et monétaires entre secteurs institutionnels. Ce sont bien ces précédents historiques, ainsi que la volonté de représenter de manière exhaustive les relations financières, et en particulier les idées de Minsky sur la fragilité financière, qui ont poussé au développement des modèles SFC (voir aussi les travaux de Godley et Cripps, 1983 ou de Tobin, 1982). Notre modèle se base sur les idées que nous avons développées dans les sections précédentes pour la partie théorique, ainsi que sur les modèles de Lavoie et Godley (2001-2) et van Treeck (2009) pour la modélisation SFC plus spécifiquement.

Si nous discuterons des équations de comportement du modèle un peu plus loin, les identités comptables sont contenues dans les tableaux 4.1 et 4.2, qui montrent, respectivement, les bilans des différents secteurs (matrice des stocks) et les transactions entre eux (matrice des flux). Le cadre comptable du modèle est très simple. Dans la matrice des bilans figurent les différents actifs (financiers et productif) de l'économie. Un signe plus indique que l'actif considéré est inscrit à l'actif du bilan du secteur considéré, un signe moins indique qu'il se situe au passif. Les actifs financiers (monnaie, crédits, actions) sont nécessairement à l'actif du bilan d'un secteur et au passif du bilan d'un autre secteur, de sorte que la somme d'une ligne pour un actif financier est nulle. Seul le capital n'a pas de contrepartie. Pour un secteur, la somme de son actif (signe plus) diminuée de son passif (signe moins) indique la richesse

nette en bas de colonne. Par convention comptable, cette richesse nette s'inscrit au passif (i.e., avec un signe moins). La richesse nette étant ainsi prise en compte, chaque secteur voit son bilan équilibré, et la richesse nette de l'économie dans son ensemble est égale au capital productif.

Dans la matrice des flux, les opérations entre secteur se présentent en ligne. Chaque opération a une origine et une destination sectorielle, de sorte que la somme de chaque ligne est nulle. En colonne s'exprime la contrainte budgétaire de chaque secteur institutionnel. Les ressources s'inscrivent en positif, les emplois en négatif. La somme d'une colonne doit être nulle pour que le budget du secteur considéré soit équilibré.

Seuls trois secteurs sont représentés : les ménages, les firmes, et les banques. Nous faisons donc abstraction du secteur public ainsi que des relations avec le reste du monde. Le secteur des ménages se décompose en deux, selon que les ménages sont salariés ou rentiers.[226] Les indices *d* et *s* dénotent la demande et l'offre ; *r*, *w* et *f* font respectivement référence aux rentiers, aux salariés et aux firmes. Par exemple, la troisième colonne dans la matrice des bilans précise que l'offre de prêts, L_s, doit être égale à la demande de prêts des firmes, L_f (seules les firmes s'endettent auprès des banques). Notre modèle décrit une pure économie de crédit, où la monnaie, M_s, est créée par les banques privées, et prend la forme de dépôts, M_r. Les salariés ne reçoivent que des salaires, W_s, et ils dépensent l'intégralité de leurs revenus salariaux en consommation, C_w. Les rentiers détiennent l'intégralité de la richesse nette des ménages, *V*. Ils reçoivent des dividendes des firmes, *FD*, et des intérêts sur les dépôts auprès des banques, $i_m M_{-1}$. Du fait de la différence entre le taux d'intérêt sur les prêts et celui sur les dépôts, les banques réalisent des profits,[227] $i_l L_{-1} - i_m M_{-1}$, mais elles les distribuent entièrement aux rentiers, *FB*. Les firmes produisent à la fois les biens de consommation, C_s, et les biens capitaux, I_s. Elles paient des salaires aux travailleurs, W_d, des dividendes aux rentiers, *FD*, et des intérêts aux banques, $i_l L_{-1}$. L'investissement est financé soit par les profits conservés, *FU*, soit par de nouveaux prêts contractés auprès des banques, ΔL_f, soit enfin par l'émission de nouvelles actions, $\Delta e_s p_e$, où e_s est la quantité d'actions existantes et p_e le prix d'une action.

[226] Les uns ne reçoivent que des salaires, les autres uniquement des revenus financiers.
[227] Il est supposé que le secteur bancaire fonctionne à coûts nuls : le chiffre d'affaire bancaire est donc égal au profit bancaire.

Tableau n°4.1 : La matrice des bilans

Secteurs / Actifs	Ménages		Firmes	Banques	TOTAL
	Salariés	Rentiers			
Monnaie		$+ M_r$		$- M_s$	0
Actions		$+ e_r p_e$	$- e_s p_e$		0
Prêts			$- L_f$	$+ L_s$	0
Capital			$+ K$		$+ K$
Richesse nette	0	$- V$	$e_s p_e + L_f - K$	0	$- K$
TOTAL	0	0	0	0	0

Tableau n°4.2: La matrice des transactions

Secteurs / Opérations	Ménages		Firmes		Banques		TOTAL
	Salariés	Rentiers	Courrant	Capital	Courrant	Capital	
Consommation	$- C_w$	$- C_r$	$+ C_s$				0
Investissement			$+ I_s$	$- I_d$			0
Salaires	$+ W_s$		$- W_d$				0
Profits des firmes		$+ FD$	$- (FD + FU)$	$+ FU$			0
$Interêts_{prêts}$			$- i_l L_{f,-1}$		$+ i_l L_{-1}$		0
$Interêts_{dépôts}$		$+ i_m M_{-1}$			$- i_m M_{-1}$		0
Profits des banques		$+ FB$			$- FB$		0
Δ Prêts				$+ \Delta L_f$		$- \Delta L_s$	0
Δ Monnaie		$- \Delta M_r$				$+ \Delta M_s$	0
Émission d'actions		$- \Delta e_r p_e$		$+ \Delta e_s p_e$			0
TOTAL	0	0	0	0	0	0	0

Ci-dessous, nous passons en revue les hypothèses comportementales que nous avons posées pour chaque secteur. Pour le secteur des firmes, nous avons déjà bien défriché le terrain, et il ne reste qu'à préciser certaines équations de financement notamment.

$$I = FU + \Delta e_s \times p_e + \Delta L_f \tag{4.13}$$

$$FT = [\theta/(1+\theta)]y \tag{4.14}$$

$$FD = (1-s_f)\times(FT_{-1} - i_{l,-1}L_{f,-2})\times(1+g_{-1}) \tag{4.15}$$

$$FU = FT - FD - i_l \times L_{f_{(-1)}} \tag{4.16}$$

$$(e_s - e_{s,-1})\times p_e = x \times I_{d,-1} \tag{4.17}$$

Les firmes ont trois manières de financer leurs investissements (*I*, équation 4.13). Le financement interne est donné par les profits conservés (*FU*, équation 4.16), qui sont obtenus en retranchant des profits totaux (*FT*, équation 4.14) les profits distribués (*FD*, équation 4.15) et les intérêts sur la dette. Le montant total des profits est déterminé par le taux de marge, θ, et le niveau de l'activité, *y*. Grâce à l'équation 4.15, il est possible de voir que les profits sont distribués en début de période, selon une anticipation de ce que seront les profits nets en fin de période (le montant des profits nets est supposé croître au rythme de la croissance du capital de l'année précédente). Dans le cas général, il est supposé que les firmes financent une part constante de leur investissement par émission d'actions (équation 4.17). Comme souvent dans les modèles SFC, l'un des trois moyens de financer l'investissement, ici l'obtention de nouveaux prêts bancaires, est déterminé de manière résiduelle, par défaut des deux autres. Les firmes solliciteront de nouveaux prêts, une fois qu'elles auront utilisé l'autofinancement et le recours au marché d'action.

Concernant le secteur des ménages, nous avons déjà abordé en détails le processus de négociation salariale dans la section précédente. Nous nous concentrerons ici uniquement sur

leur fonction de consommation et leur choix de portefeuille. Le secteur des ménages est divisé en deux catégories, salariés et rentiers, selon le type de revenu qu'ils perçoivent. Les salariés touchent des revenus du travail, les rentiers des revenus du capital. Par simplicité nous n'avons pas introduit ici une troisième catégorie, les managers, parmi les ménages. Le problème avec la catégorie des managers est qu'elle peut être affiliée à la fois aux salariés et aux rentiers : ce sont des salariés de l'entreprise, mais ils touchent des revenus du capital. En ce qui nous concerne, nous supposerons donc que les managers font partie de la classe des rentiers. Cela implique qu'ils ont été totalement convertis aux intérêts des actionnaires, par le biais des plans de rémunérations indexés sur les cours boursiers (stock options en particulier). Ces précisions ayant été apportées, nous pouvons passer aux équations de consommation et de choix de portefeuille.

$$C_d = C_w + C_r = W_s + \beta_1 Yd_r^{\exp} + \beta_2 V \tag{4.18}$$

$$Yd_r^{\exp} = (1 + gy_{(-1)}) \times Yd_{r_{(-1)}} \tag{4.19}$$

$$Yd_r = FD + FB \tag{4.20}$$

$$\Delta V = Yd_r - C_r + CG \tag{4.21}$$

$$CG = (p_e - p_{e_{(-1)}}) \times e^d_{(-1)} \tag{4.22}$$

$$e^{\exp} = (\lambda_0 - \lambda_1 \times r_m + \lambda_2 \times re_{r_{(-1)}}) \times V^{\exp} - \lambda_3 \times Yd_r^{\exp} \tag{4.23}$$

L'équation 4.18 indique simplement que la consommation totale (C_d) est l'addition de la consommation des salariés (C_w) et celle des rentiers (C_r). Les salariés consomment l'intégralité de leurs salaires. Cela ne signifie pas qu'aucun salarié n'épargne, mais seulement que, en moyenne, l'épargne positive des uns est compensée par l'épargne négative (endettement) des autres. Les rentiers consomment une partie (β_1) de leurs revenus disponibles anticipés, et une fraction (β_2) de leur richesse. Le revenu disponible anticipé des

rentiers est basé sur le revenu disponible de la période précédente auquel est appliqué son taux de croissance lors de la période précédente (équation 4.19). Le revenu disponible des rentiers est la somme des dividendes qu'ils reçoivent des firmes et des profits des banques (équation 4. 20). La richesse des rentiers augmente sous l'effet de leur épargne courante et des gains en capitaux qu'ils réalisent (équation 4.21), ces gains étant définis par la variation du prix des actions pour le volume d'actions détenu par les rentiers (équation 4.22). À l'équilibre des marchés financiers, la demande d'action est égale à l'offre (stock de titres plus émissions nettes par les entreprises), et c'est donc la demande d'action des rentiers qui fixe la valeur des actions. La demande d'actions est alors déterminée par un choix de portefeuille des rentiers, qui arbitrent entre la détention de leur richesse sous forme de dépôts ou d'actions, selon les taux de rendement réel de ces actifs, et selon un motif de transaction pour la détention de monnaie (équation 4.23).

Le secteur des banques est réduit à sa plus simple expression dans le modèle.[228] Seules sont présentes des banques commerciales qui prêtent aux firmes et collectent les dépôts des rentiers (demande de monnaie pour motif de spéculation). La Banque Centrale n'apparaît pas explicitement dans le modèle, mais elle peut interférer et rappeler sa présence par l'intermédiaire du taux d'intérêt sur les dépôts, déterminé de manière exogène.[229] Les banques réalisent un profit (*FB*, équation 4.25) et fixent le taux d'intérêt sur les prêts en appliquant un taux de marge sur le taux d'intérêt sur dépôts (équation 4.24). L'ensemble des profits des banques sont ensuite distribués aux rentiers. L'équation 4.26 rappelle que la monnaie est créée de manière endogène par les crédits. Dans le cas général, les banques sont supposées passives, et elles satisfont entièrement aux demandes de prêts des firmes (équation 4.27).

$$i_l = (1+\theta_b)\times i_m \tag{4.24}$$

[228] Voir Le Héron et Mouakil (2008) pour une intégration d'un système bancaire complet au sein d'un modèle SFC.

[229] En réalité, la Banque Centrale fixe un taux de base qui intervient plutôt sur le taux d'intérêt sur les prêts, mais nous supposons ici que le taux de base joue d'abord sur le taux d'intérêt valable sur les dépôts, car les banques commerciales se font concurrence pour attirer les épargnants. Les banques commerciales finissent par fixer le même taux d'intérêt sur les dépôts (le taux de base) et elles déterminent le taux d'intérêt sur les prêts par ajout d'un taux de marge.

$$FB = i_l \times L_{f_{(-1)}} - i_m \times M^{d}_{(-1)} \tag{4.25}$$

$$M^{s} = L^{s} \tag{4.26}$$

$$L^{s} = L_{f} \tag{4.27}$$

La structure d'ensemble du modèle est finalement assez proche de celle de Godley et Lavoie (2001-2). Nous avons trois secteurs (ménages, firmes, banques) dans une économie fermée où n'existent que trois actifs financiers (monnaie et actions détenues par les rentiers, et crédits détenus par les banques). Les principales équations viennent d'être présentées, mais l'ensemble du modèle est reproduit en annexe. Nos aménagements principaux se développent dans deux directions :

- d'une part, nous intégrons le cadre théorique de l'inflation conflictuelle, ce qui permet de traiter du problème des positions pleinement ajustées ;
- et d'autre part, nous spécifions des mécanismes d'ajustement alternatifs afin de pouvoir dresser un tableau de l'histoire récente du capitalisme, et de ses changements de régime.

Dans nos simulations, le modèle général tel qu'il vient d'être présenté sera modifié selon le régime institutionnel considéré. Les modifications effectuées pour traiter de l'évolution des rapports de force entre managers, actionnaires, salariés et banquiers, toucheront deux éléments fondamentaux : la fonction d'investissement, et les mécanismes d'ajustement vers l'équilibre.

4.4.2. Une interprétation du modèle de Lavoie (2002, 2003) : le régime fordiste

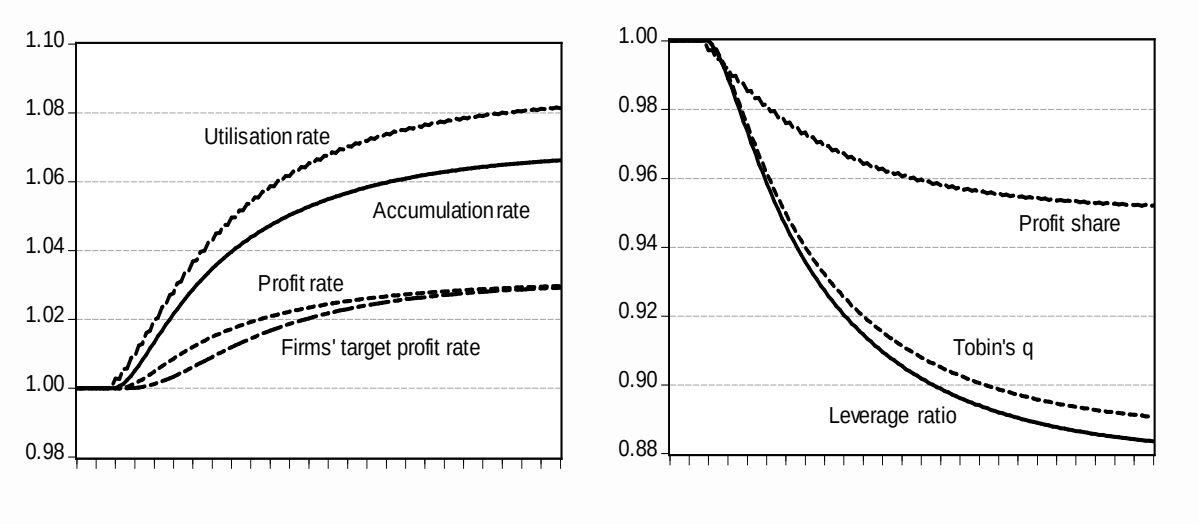
Le terme « Fordisme » est utilisé pour décrire le régime d'accumulation très particulier qui a eu cours durant les trente années suivant la fin de la Seconde Guerre Mondiale.[230] Les

[230] Le régime d'accumulation fordiste a été amplement traité par les auteurs de l'École de la Régulation, à la suite d'Aglietta (1976). Voir aussi Marglin et Schor (1990).

salariés étaient alors en position favorable dans les rapports de force, grâce aux régulations de l'État Providence qui encadraient les négociations salariales, et à la croissance économique forte. De plus, les marchés financiers étant alors réduits et très contrôlés, les managers n'avaient pas à s'embarrasser d'exigences de rentabilité provenant des actionnaires. À l'intérieur de nos deux conflits, ce sont donc les salariés qui dominaient le conflit sur la répartition, et les managers qui dominaient le conflit sur la croissance. De plus, la hiérarchie entre ces deux conflits était plutôt à l'avantage du premier : les résultats du conflit sur la répartition s'imposaient *a priori*, avant que n'opère le conflit sur la croissance.

Dans nos premières simulations, nous allons donc reproduire ces tendances du régime fordiste. Initialement, nous introduisons un choc positif sur le pouvoir de négociation des salariés, représenté par Ω_1 dans l'équation 4.7. Ce n'est pas le choc positif sur le pouvoir de négociation des salariés qui est caractéristique du régime fordiste, mais la manière dont l'économie y réagit. Ce choc induira une augmentation de la part des salaires dans la valeur ajoutée. Comme nous l'avons déjà souligné auparavant, les managers imposent leurs objectifs aux actionnaires, et par conséquent nous supposons $\delta_1 = 0$ et $\gamma_1 = 0$ dans les équations 4.1 et 4.2. C'est alors l'ère de la « technostructure » décrite par Galbraith (1967). Les décisions d'investissement des managers ne sont contraintes que par la demande et la disponibilité des sources de financement. L'investissement est donc relativement sensible au taux d'endettement, soit par l'effet de contraintes de financement, ou par l'effet d'une attitude réticente des managers envers la montée des taux d'endettement à des niveaux jugés excessifs. Dans le même temps, les managers étant d'abord intéressés par la croissance, ils sont très pragmatiques dans la formulation de leur objectif de rentabilité, comme l'exprime l'équation 4.10.

Schéma n°4.4 : Augmentation du pouvoir de négociation des salariés : le capitalisme « coopératif »



Le schéma 4.4 montre le résultat de nos simulations pour cette configuration du modèle.[231] Sur la partie gauche, nous remarquons l'impact positif d'une augmentation de la part des salaires dans la valeur ajoutée sur la croissance, l'utilisation et la rentabilité. Nous observons aussi l'ajustement progressif de la cible de rentabilité des firmes (des managers) vers le taux de profit effectif. Ces simulations montrent que le paradoxe des coûts est présent dans cette version du modèle, puisqu'une augmentation de la part salariale a des effets expansifs. Par ailleurs, pour reprendre les classifications de Bhaduri et Marglin (1990), l'économie ainsi modélisée exhibe les caractéristiques suivantes : la demande est « *stagnationist* » ($\partial u / \partial r_s < 0$), et la croissance est « *wage-led* » ($\partial g / \partial r_s < 0$). Comme les effets positifs d'une utilisation supérieure des équipements sur le taux de profit surpassent les effets négatifs d'une marge de profit inférieure, nous sommes aussi dans un régime de « capitalisme coopératif » ($\partial r / \partial r_s < 0$). Il est aussi acquis que le taux de chômage se réduit. Nous avons en effet supposé, de manière un peu frustre, que le taux de chômage était relié de manière inverse au taux d'utilisation.[232]

[231] Nous montrons ici les évolutions des principales variables. Pour en voir les niveaux, cf. annexe n°2.
[232] Nous avons aussi introduit un effet en retour du taux de chômage sur le pouvoir de négociation des salariés (voir annexe). Plus le chômage diminue, plus les salariés sont en position de force, et inversement.

Ces résultats permettent de remettre en lumière le fait que l'arbitrage entre croissance et profit n'a de sens, éventuellement, qu'au niveau microéconomique. Dans le cas fordiste, les profits et la croissance cheminaient main dans la main au niveau macroéconomique. D'abord, l'utilisation augmente du fait de la demande plus forte, puis l'accumulation augmente à son tour (effet accélérateur), ensuite la rentabilité s'améliore aussi du fait de l'effet utilisation supérieur à l'effet marge, et enfin les firmes augmentent leur objectif de rentabilité (i.e., pour les managers, un objectif de croissance), s'étant rendues compte qu'elles pouvaient croître plus rapidement, à condition de réaliser un taux de profit supérieur pour financer durablement cet effort de croissance supplémentaire[233]. Par hypothèse, cette augmentation de la cible de rentabilité des firmes n'a aucun effet direct dans la fonction d'investissement ($\gamma_1 = 0$ dans l'équation 4.2). Néanmoins, le taux de profit effectif supérieur et les exigences accrues de financement liées au nouveau taux d'accumulation encouragent les managers à raffermir leurs revendications sur la répartition du revenu face aux salariés. En termes techniques, après la diminution initiale de la pente de courbe $\hat{w}$ dans le schéma 4.2 (augmentation du pouvoir de négociation des salariés), la courbe $\hat{p}$ se déplace graduellement vers le haut du fait de l'augmentation du taux de rendement cible des firmes. Cette réaffirmation des positions managériales dans le conflit sur la répartition tend alors à réduire quelque peu les effets de l'augmentation du pouvoir de négociation des salariés. Finalement, c'est ce réarmement des exigences managériales dans le conflit distributif qui stabilise l'économie.

Par ailleurs, nos simulations fournissent un argument supplémentaire expliquant pourquoi les firmes accepteraient des déviations de leur taux d'utilisation standard. Comme nous l'avons déjà noté auparavant, le taux d'utilisation standard dérive d'une condition d'optimalité liée à la position des firmes sur le marché des biens (une production minimisant les coûts, une capacité à répondre à des augmentations de la demande imprévues ou à empêcher l'entrée de concurrents). Cependant, cette condition d'optimalité peut avoir à être mise en balance, pas seulement avec les objectifs plus importants de croissance ou de rentabilité (comme déjà souligné lors de la précédente section), mais aussi avec la position financière des firmes.

[233] Voir le schéma 4.1 sur lequel la rentabilité effective supérieure à la rentabilité cible peut se comprendre comme un déplacement vers le haut de la frontière d'expansion, déplacement qui donne à voir aux managers une accumulation supérieure possible (le nouveau point d'intersection entre frontière financière et frontière d'expansion), et c'est le désir de cette accumulation plus élevée qui pousse à l'augmentation du taux de profit cible (dans une optique de financement).

Comme il est possible de le voir sur la partie droite du schéma 4.4, le *q* de Tobin et le taux d'endettement chutent après le choc initial. Les firmes ne s'intéressent sûrement pas au *q* de Tobin durant le régime fordiste, mais la baisse du taux d'endettement devrait être grandement appréciée par les managers. Cette diminution réduit en effet la fragilité financière des firmes, et leur risque de défaut. Il est envisageable de considérer que cette réduction permettrait aussi de diminuer le coût de l'endettement à l'avenir pour ces firmes, si les banques adoptent un comportement d'octroi de crédit et de taux d'intérêt différencié selon les taux d'endettement des firmes. Nous pouvons alors affirmer que les managers acceptent des déviations de leur taux d'utilisation standard, car cela leur permet non seulement d'obtenir un taux de profit (et d'accumulation) plus élevé, mais aussi parce que cela leur permet de fonctionner avec un taux d'endettement plus faible. Cet argument repose sur une relation inverse entre taux de profit et d'utilisation d'une part, et taux d'endettement d'autre part. Cependant, une telle configuration, qui rappelle le « paradoxe de la dette » de Steindl (1958),[234] semble plus particulièrement pertinente pour le régime fordiste (voir aussi Lavoie, 1995 ; Hein, 2006, 2007).

Cette vision du régime fordiste se doit d'être nuancée. Le cas que nous venons de présenter peut apparaître comme un idéal, où toutes les catégories sociales (sauf peut-être les actionnaires) sont satisfaites *ex post* par la dynamique macroéconomique. Si les revendications des uns et des autres semblent s'affronter initialement, les ajustements macroéconomiques autorisent une réconciliation de ces objectifs conflictuels. La répartition du revenu à l'avantage des salariés permet, grâce à une demande tirée par la consommation des salaires et ses effets en retour sur l'investissement, d'augmenter la rentabilité des firmes. Ainsi, si les salariés s'intéressent à la répartition du revenu et à leur pouvoir d'achat (salaire réel), et si les firmes s'intéressent à leur rentabilité, et non à la répartition du revenu (la marge de profits), le régime fordiste apparaît réellement coopératif dans cette configuration. Ce

[234] Selon ce paradoxe, si les firmes désirent réduire leur taux d'endettement (en réduisant leurs investissements et leur recours à la dette), elles peuvent, du fait du bouclage macroéconomique, être amenées à l'accroître. La réduction de l'accumulation du capital grève fortement la rentabilité des firmes (loi de Kalecki), et le recours à la dette peut s'avérer être supérieur en montant à la somme qu'il est possible de dédier à l'autofinancement, de sorte que le taux d'endettement augmente. Ce paradoxe de la dette joue également dans l'autre sens, et au final, les sens de variations des taux d'endettement désirés et effectifs sont opposés. En période de croissance forte avec une anticipation de prolongement de cette période de prospérité dans l'avenir, les firmes peuvent être gagnées par la confiance, et diminuer leur niveau de prudence, en désirant s'endetter davantage pour investir plus. Avec le paradoxe de la dette, cela conduira à une baisse de leur taux d'endettement. Avec l'hypothèse d'instabilité financière de Minsky, cette période de tranquillité se traduira par un accroissement du taux d'endettement et de la fragilité financière, avec risque de retournement brutal (faillites en cascade).

paradoxe des coûts se situe bien au niveau macroéconomique. La firme individuelle n'a aucun intérêt à accepter seule une détérioration de ses marges, en comptant sur une amélioration de sa rentabilité par la consommation des salaires. L'impulsion générant ce mécanisme ne peut être donnée qu'au niveau macroéconomique, et la vertu essentielle du régime fordiste est d'avoir institutionnalisé la répartition du revenu en faveur des salariés au niveau macroéconomique, ce qui a enclenché la dynamique du paradoxe des coûts.

Mais, il se peut que ce paradoxe ne fonctionne pas totalement dans un environnement différent. Alors que, jusqu'ici, nous avions supposé une absence de contrainte de rentabilité sur les projets d'investissement, afin d'incarner les préférences managériales du régime fordiste, et de souligner que la limite à l'accumulation était donnée par les sources de financement, et non par la rentabilité de l'investissement, nous avons aussi conduit des simulations avec un coefficient positif portant sur la rentabilité cible dans la fonction d'investissement ($\gamma_1 > 0$ dans l'équation 4.2). Avec cette configuration alternative, la demande agrégée est toujours « *stagnationist* » et la croissance est toujours « *wage-led* », mais cette fois, le taux de profit est corrélé négativement au salaire réel. À cause d'une accumulation ralentie par les exigences de rentabilité, l'effet positif sur la demande agrégée d'une augmentation du salaire réel est plus faible. Certes la consommation des salaires alimente la demande (et le taux d'utilisation), mais l'effet d'accélération de l'investissement est atténué. Au final, l'augmentation de l'utilisation des équipements est inférieure à la diminution de la marge de profit, poussant à la baisse du taux de profit. Dans la terminologie de Bhaduri et Marglin (1990), ce nouveau régime fordiste passe du côté du « capitalisme conflictuel ». Le paradoxe des coûts ne tient plus au sens où la répartition à l'avantage des salariés déprime non seulement la marge de profits des firmes, mais aussi leur taux de profit (à cause de l'augmentation plus faible de l'investissement). Dès lors, le régime ne permet plus de réconcilier les objectifs conflictuels, et le fait d'imposer une exigence de rentabilité aux projets d'investissement conduit à réduire la rentabilité effective.

Selon nous, cette seconde configuration du régime fordiste, où les intérêts des salariés et des firmes ne sont plus compatibles, révèle la dynamique de la fin des Trente Glorieuses.

L'émergence d'une exigence de rentabilité pour les projets d'investissement[235] a précipité la fin du régime fordiste coopératif, et a réarmé le conflit au sein du capitalisme. Ce redéploiement des logiques conflictuelles n'est qu'un premier pas vers le régime financiarisé. Après les exigences de rentabilité sur les projets d'investissement, le conflit va aussi investir le champ de la répartition du revenu, pour inverser les rapports de force entre salariés et capitalistes, et mettre un terme aux négociations salariales tripartites, entre les partenaires sociaux et l'État.

4.4.3. Le régime financiarisé : effets contraires, inflexibilité et limites des exigences de profit

La financiarisation telle que nous l'aborderons dans cette sous-section sera incarnée par une augmentation des exigences de rentabilité des actionnaires.[236] Nous réaliserons des simulations pour représenter les dynamiques macroéconomiques issues d'une exigence de rentabilité accrue, en présentant différentes configurations correspondant à différents mécanismes d'ajustement. Lors de la présentation du régime fordiste conflictuel, nous avions supposé un effet de sélection dans la fonction d'investissement, traduisant l'existence d'une contrainte de rentabilité. Ici, cet effet de sélection sera renforcé, mais surtout, les exigences de rentabilité augmenteront. Le régime financiarisé sera étudié en trois temps. Dans un premier temps, nous présenterons une version rudimentaire de la financiarisation et des ses implications. Il s'agira de simuler la dynamique macroéconomique résultant uniquement de l'expression de ces exigences de rentabilité supérieure. Si les actionnaires ne font qu'exprimer des exigences de rentabilité supérieure, nous verrons alors qu'ils seront déçus. Puis, dans un second temps, nous présenterons par quels canaux les actionnaires parviennent à voir se réaliser leurs exigences de rentabilité. Le mécanisme induit est celui que nous avions présenté dans les équations 4.11 et 4.12. La réalisation des exigences de rentabilité est permise par la distribution de dividendes, le rachat d'actions, et la consommation des rentiers qui en résulte.

[235] Il est possible de situer cette émergence d'une exigence de rentabilité vers la fin des années 70 où le taux de profit a touché son point bas avant que ne se mettent en place les politiques monétaristes de hausse des taux d'intérêt du début des années 80.

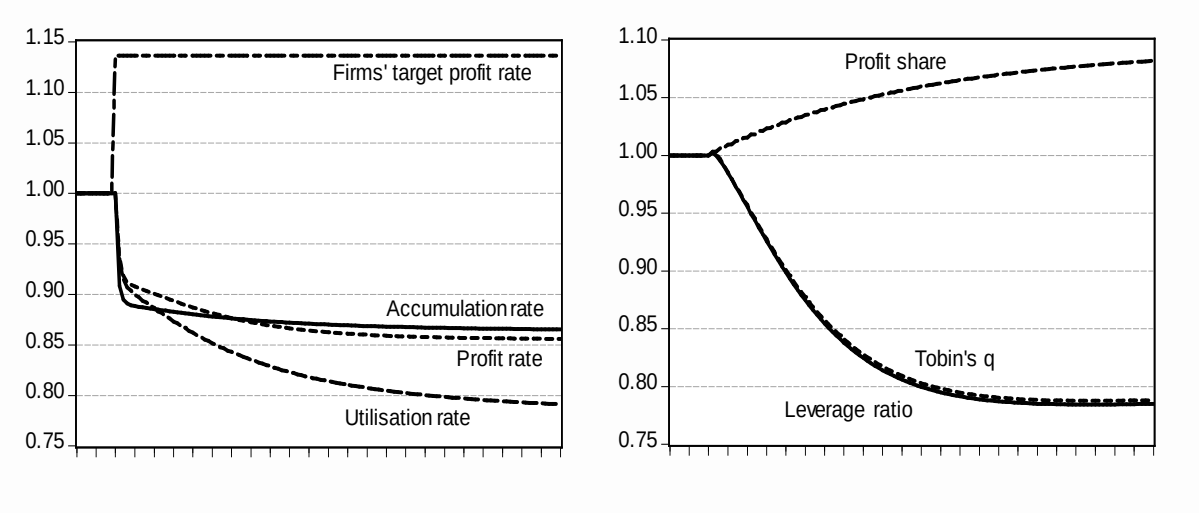
[236] Voir notamment Epstein (2005), Boyer (2000), Krippner (2005), Palley (2008), van Treeck (2008b, 2009), ou Hein et van Treeck (2007, 2008) pour des présentations de la financiarisation.

Enfin, dans un troisième temps, nous verrons comment le mécanisme d'ajustement précédent peut être contrarié par l'entrée en scène d'une nouvelle catégorie d'acteurs imposant ses exigences. Les banques peuvent en effet empêcher les firmes de se livrer à la distribution de dividendes et au rachat d'action, en limitant l'endettement des firmes.

Au sein du régime financiarisé, nous supposons que les actionnaires imposent leurs vues sur les politiques des firmes. Cela implique un certain nombre de changements dans les équations du modèle. Par simplicité, nous supposons que $\delta_1 = 1$ dans l'équation 4.1, de sorte que les exigences de rentabilité des actionnaires deviennent l'objectif des firmes. De plus, l'équation 4.10 ne tient plus : les exigences de rentabilité ne s'adaptent plus au taux de profit effectif comme lors du régime fordiste. Cet ajustement, qui supposait que les managers privilégient l'objectif de croissance, en étant très pragmatiques avec l'objectif de rentabilité,[237] n'est plus pertinent pour le régime financiarisé. Le conflit entre managers et actionnaires fixe le taux de profit cible pour les firmes, taux qui détermine ensuite la décision d'investissement des firmes, et qui est aussi « exporté » dans le processus de négociation salariale. La rentabilité cible devient le facteur dominant dans la fonction d'investissement (γ_1 est élevé dans l'équation 4.2), et par souci de simplicité nous supposons qu'il n'y a plus de contrainte financière ($\gamma_2 = 0$ dans l'équation 4.2). Ce qui limite les décisions d'investir, ce n'est plus la disponibilité de fonds, mais l'exigence de rentabilité. En termes graphiques (schéma 4.1), cela signifie que les firmes opèrent toujours au-dessus du point d'intersection entre la frontière financière et la frontière d'expansion. La financiarisation modifie aussi le second conflit. Les exigences de rentabilité sont en effet transférées dans le conflit sur la répartition du revenu entre firmes et salariés. Autrement dit, les managers se déchargent des revendications actionnariales sur des salariés qui ne sont plus protégés par les régulations fordistes. Il s'agit alors du report de contrainte : les pressions actionnariales ne pèsent plus sur les épaules des managers, mais sur celles des salariés qui serviront de variables d'ajustement pour amortir le choc des exigences de rentabilité, par une baisse du salaire réel.

[237] Les managers maximisaient la croissance, et les variations de la rentabilité indiquaient les modifications dans la disponibilité de fonds pour financer leurs projets d'investissement.

Schéma n°4.5 : Augmentation des exigences actionnariales : le « paradoxe de la gourmandise »



Dans un premier temps nous simulons les effets d'une augmentation des exigences de rentabilité par les actionnaires, r_{sh} (ou r_{sf} puisque $\delta_1 = 1$ dans l'équation 4.1), sans que les mécanismes d'ajustement donnés par les équations 4.11 et 4.12 n'interviennent. Dans ce cas de figure, les actionnaires vont rencontrer un problème de réalisation de leurs objectifs. Imposer une exigence de rentabilité supérieure aux managers et aux salariés implique un effet négatif direct sur l'accumulation au travers de la fonction d'investissement (équation 4.2), ainsi qu'un effet indirect par l'intermédiaire de l'augmentation de la part des profits et de son effet sur la consommation et sur le taux d'utilisation.[238] Sans surprise pour les Keynésiens, cette augmentation des exigences de rentabilité va déprimer les taux de croissance, d'utilisation et de rentabilité. La baisse de l'accumulation est la première à intervenir. Puis, la modification de la répartition en défaveur des salariés diminue leur consommation, et contribue, avec la baisse initiale de l'investissement, à diminuer l'utilisation des équipements. Le taux de profit effectif diminue aussi, car la baisse de l'utilisation est plus importante que la hausse de la marge de profit. En l'absence de mécanisme d'ajustement, nous trouvons un

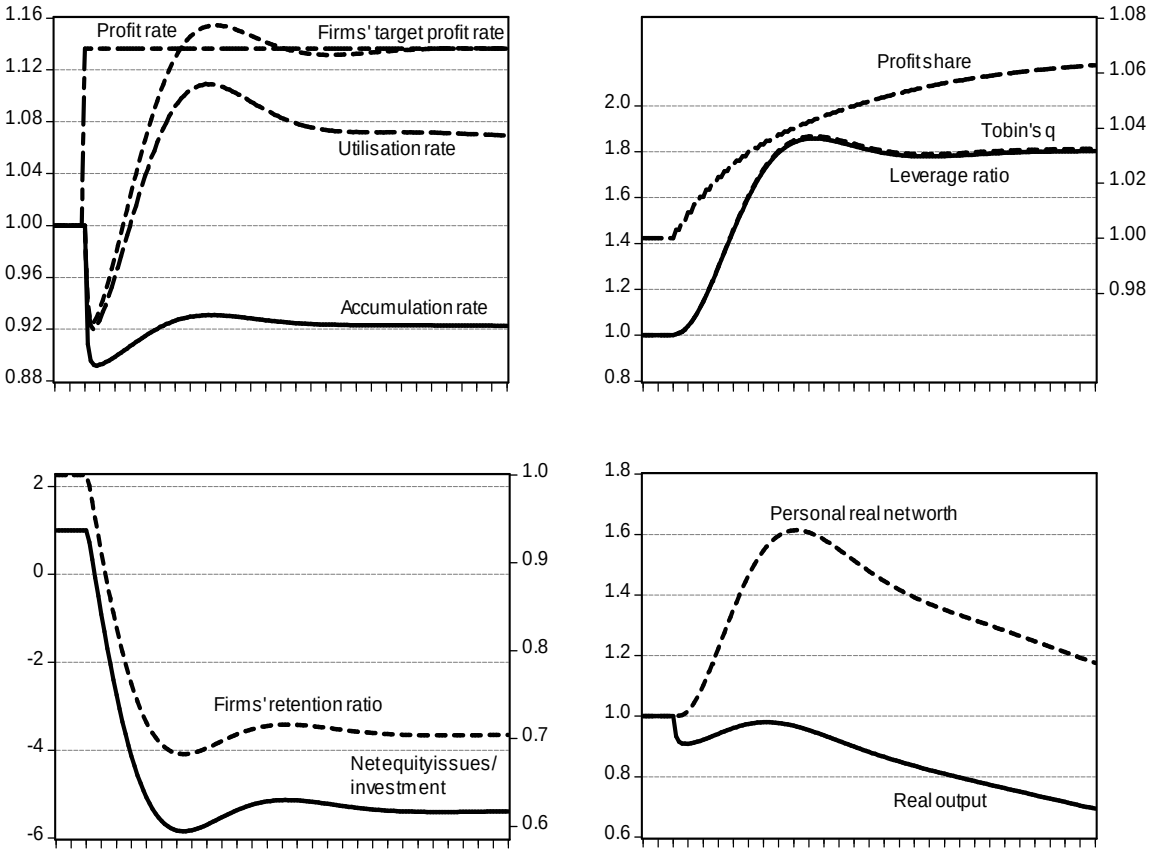
[238] La chute de l'accumulation est surtout due à l'augmentation de la rentabilité, car on voit qu'alors que le taux d'utilisation continue à baisser, l'accumulation se stabilise. La raison à cette stabilisation de l'accumulation est à chercher sur l'évolution du taux d'endettement. La baisse du taux d'utilisation aurait dû pousser l'accumulation à une plus forte diminution, mais la baisse du taux d'endettement compense l'effet négatif du taux d'utilisation déclinant sur l'accumulation.

« paradoxe de la gourmandise » : plus les actionnaires en veulent, moins ils en ont.[239] Dans cette configuration, réclamer s'avère contre-productif. Pour obtenir davantage de rentabilité, il ne faut pas le vouloir. Dès lors, il nous faut essayer de comprendre comment les actionnaires ont réussi à obtenir ce qu'ils désiraient, car il semble bien, qu'en réalité, ils aient obtenu l'augmentation de la rentabilité à laquelle ils aspiraient.

Le régime financiarisé n'étant pas si dépressif, nous devons prendre en considération des mécanismes d'ajustement qui permettent aux actionnaires d'obtenir ce qu'ils désirent. Les exigences actionnariales peuvent être atteintes en réalité, non pas par l'intermédiaire d'un effet performatif de ces exigences, mais par l'entremise d'un effet macroéconomique quelque peu inattendu. Le schéma 4.6 résume la dynamique du modèle lorsque les processus d'ajustement des équations 4.11 et 4.12 opèrent pleinement.[240]

[239] Cette division micro/macro semble négligée dans beaucoup de travaux sur la financiarisation (voir van Treeck, 2008b, 2009, ou Skott et Ryoo, 2008, pour une critique).
[240] Nous montrons ici les évolutions des variables. Pour en voir les niveaux, cf. annexe n°2.

Schéma n°4.6 : Augmentation des exigences actionnariales : la modification des politiques financières



Dans la partie supérieure gauche, nous observons d'abord une tendance à la dépression après le choc initial. Comme précédemment, l'augmentation des exigences actionnariales implique une baisse directe de l'accumulation, une augmentation de la part des profits, une baisse des salaires réels, et donc une baisse des taux d'utilisation, de croissance et de profit. C'est alors que les mécanismes d'ajustement entrent en jeu. Les actionnaires désirant obtenir coûte que coûte leur rentabilité cible, les managers, à défaut de pouvoir satisfaire les actionnaires grâce à la rentabilité économique (taux de profit), sont contraints d'augmenter la rentabilité financière des firmes en jouant sur le numérateur (flux de revenus distribués) et le dénominateur (composition du passif) de cette rentabilité.[241] Les firmes se mettent à distribuer

[241] Voir l'équation 2.9 dans le chapitre deux :

plus de dividendes aux rentiers, et à racheter leurs actions. Par conséquent, le taux de rétention des profits baisse, et la part de l'investissement financé par émission d'actions baisse et devient fortement négative (cadran sud-ouest). Mais ces ajustements ne sont possibles qu'au prix de l'endettement. Les firmes deviennent de plus en plus dépendante à la dette, et voient leur taux d'endettement, comme la charge des intérêts, augmenter (cadran nord-est). L'endettement des firmes contribue à redistribuer encore davantage de revenus en faveur des rentiers. C'est finalement la consommation des rentiers sur leurs revenus financiers (dividendes et intérêts), ainsi que sur leur richesse financière, qui mène à un rétablissement des taux de profit et d'utilisation (cadran nord-ouest). Du point de vue microéconomique, en désirant augmenter la rentabilité financière des firmes et en distribuant davantage de revenus aux rentiers, les managers ont contribué à rétablir le taux de profit économique des firmes au niveau macroéconomique. Le taux d'accumulation est ensuite positivement affecté par l'augmentation de l'utilisation des équipements, mais cela ne compense pas les effets négatifs de la gourmandise actionnariale.[242] Finalement, nous constatons que, initialement, l'économie virtuelle (richesse nette des rentiers, q de Tobin) et l'économie réelle (accumulation, production[243]) évoluent dans des directions opposées.[244]

Au nouvel état stationnaire, nous sommes dans une « position pleinement ajustée » du point de vue des actionnaires, le taux de profit effectif étant égal au taux de profit cible. Même si les firmes ne peuvent pas opérer au taux d'utilisation standard ($u^* > u_s$), optimal du point de vue des coûts, l'économie est en « équilibre global », car les actionnaires, qui dominent le système, sont à « l'équilibre », au sens où leur objectif est atteint. Le bouclage

$$ROE = \frac{\Pi - iD}{K - D}$$

Le discours des actionnaires serait ici : « restituez-nous le cash flow dont vous n'avez plus besoin pour investir ».

[242] Les effets expansifs du plus grand taux de distribution des profits et des rachats d'actions dépendent fortement des valeurs attribuées pour les coefficients devant le taux d'endettement dans la fonction d'investissement, et devant le q de Tobin dans la fonction d'épargne. D'après notre modèle théorique, l'investissement n'est pas contraint par la disponibilité des sources de financement sous le régime financiarisé. Cependant, si cette hypothèse est levée, des taux de distribution des profits plus élevé et des rachats d'actions peuvent devenir dépressifs sous certaines conditions. Voir van Treeck (2009), Skott et Ryoo (2008) ou Hein et van Treeck (2007, 2008) pour une discussion de ce point.

[243] Le graphique de la production réelle montre une diminution assez nette. Cette diminution n'est pas à prendre dans le sens absolu : la production réelle augmente, mais elle augmente moins vite que ce qui aurait été le cas sans choc sur les préférences actionnariales (du fait du taux de croissance inférieur).

[244] Cette déconnection entre sphère réelle et sphère financière est analysée, dans un cadre différent, par Bhaduri, Laski et Riese (2006).

macroéconomique ici à l'œuvre s'appréhende à nouveau au travers de la loi de Kalecki. « Les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent ».[245] Mais, dans un régime financiarisé, les dépenses des capitalistes ne sont plus concentrées sur l'accumulation du capital, et elles se présentent plutôt sous la forme de dépenses de consommation issues d'une part, de la distribution de profits et d'intérêts, et d'autre part, de la valorisation de la richesse (Cordonnier, 2006 ; van Treeck, 2009). La financiarisation présente alors un régime d'accumulation de « profits sans investissement ». Ce régime est soutenable, mais il requiert une augmentation substantielle de l'endettement des firmes, leur permettant de racheter leurs actions et de distribuer plus de dividendes. Si l'endettement des firmes est ce qui permet à l'économie d'être « stable », i.e., de ne pas sombrer dans la dépression du schéma 4.5, cette dépendance à la dette rend l'économie de plus en plus fragile, et aussi de plus en plus dépendante vis-à-vis de la disposition des banques à accorder de nouveaux prêts aux firmes.

Dans notre dernière simulation, nous considérons la possibilité pour que le processus d'ajustement que nous venons de présenter soit limité par un conflit entre actionnaires et prêteurs. Concrètement, les banques pourraient alors empêcher la réalisation complète des objectifs de rentabilité des actionnaires en imposant un taux d'endettement maximum aux firmes, qui devraient alors cesser de racheter leurs actions et de verser des dividendes. Dans un article éclairant, Cordonnier et Van de Velde (2008) évalue la soutenabilité d'exigences de rentabilité sans cesse croissantes. Parce que la réalisation effective des profits dépend des dépenses des capitalistes en investissement et en consommation, le niveau maximum de rentabilité qui peut être atteint est donné par la mesure dans laquelle les banques sont disposées à accorder de nouveaux prêts aux firmes. Si les actionnaires expriment des exigences qui requièrent un niveau d'endettement allant au-delà de ce seuil maximum, le système se heurte au « plafond de verre de la rentabilité », et s'effondre en même temps que le verre qu'il a brisé. Selon Cordonnier et Van de Velde (2008), cela jettera l'économie dans une

[245] On pourrait même dire dans le cadre de notre modèle que « les capitalistes gagnent doublement ce qu'ils dépensent ». En effet, les rentiers obtiennent bien le taux de profit qu'ils désiraient, grâce à leur consommation qui est permise par l'endettement des firmes. Mais, cet endettement des firmes rémunère justement les rentiers eux-mêmes, puisque les profits des banques leur sont versés. Au final, la financiarisation favorise les rentiers en développant la dette de tous les acteurs (entreprises pour dividendes et rachats d'actions, ménages pour consommation et immobilier, État par élimination des ressources fiscales). Les rentiers gagnent alors à la fois sur le tableau de la valorisation de leurs richesses (montée des bourses) et sur celui de l'augmentation de leurs revenus (intérêts et dividendes).

spirale dépressionnaire, où les firmes, nécessairement et systématiquement déçues par la rentabilité effective, réduiront sans cesse leurs dépenses d'investissement. Ici, nous adoptons une hypothèse différente. Si les exigences actionnariales sont hors de portée, les actionnaires auront à accepter la domination des banques, et l'économie gravitera autour du niveau maximum d'endettement permis par les banques (*levc*).[246] Afin de tenir compte de cette restriction potentielle provenant des banques, les mécanismes d'ajustement des équations 4.11 et 4.12 sont remplacés par ceux des équations 4.11' et 4.12'. Quand le taux maximum d'endettement (ou le « plafond de verre de la rentabilité ») est atteint, les banques forcent les firmes à réduire leur taux de distribution de dividendes et leurs rachats d'actions. Les managers font ce qu'ils peuvent pour satisfaire les actionnaires, mais en bout de chaîne, ils ne parviennent pas à les satisfaire pleinement, car, au sein de l'économie, les acteurs dominants sont devenus les banquiers.

$$\Delta s_f = -\delta_2 (r_{sf,-1} - r^*_{-1}) + \delta_{21} (levc - lev_{-1}) \tag{4.11'}$$

$$\text{avec } \delta_2 = \begin{cases} 0 & \text{si} \quad levc > lev_{-1} \\ 1 & \text{si} \quad levc < lev_{-1} \end{cases}$$

$$\text{et } \delta_{21} = \begin{cases} 1 & \text{si} \quad levc > lev_{-1} \\ 0 & \text{si} \quad levc < lev_{-1} \end{cases}$$

$$\Delta x = -\delta_3 (r_{sf,-1} - r^*_{-1}) + \delta_{31} (levc - lev_{-1}) \tag{4.12'}$$

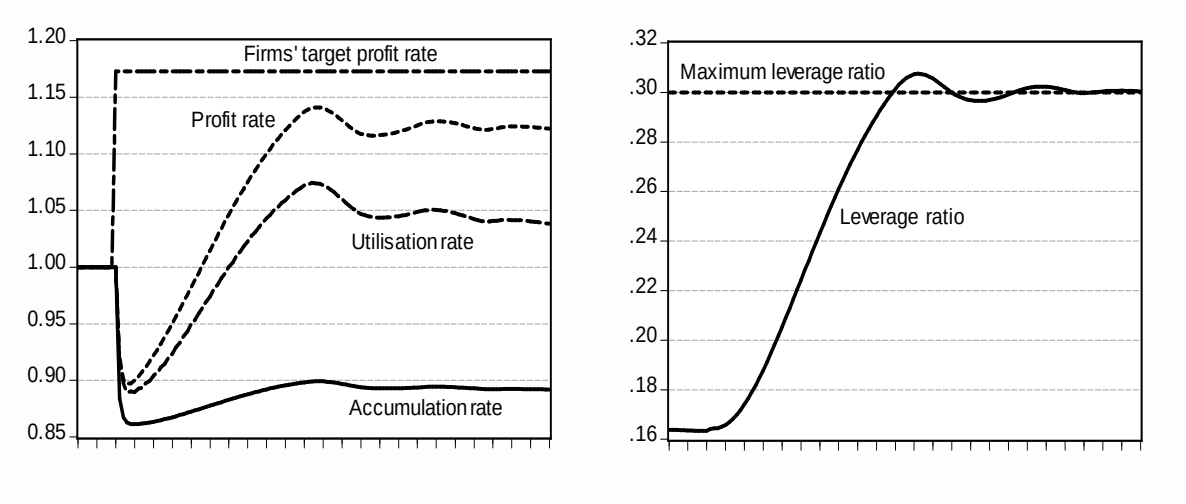
$$\text{avec } \delta_3 = \begin{cases} 0 & \text{si} \quad levc > lev_{-1} \\ 1 & \text{si} \quad levc < lev_{-1} \end{cases}$$

$$\text{et } \delta_{31} = \begin{cases} 1 & \text{si} \quad levc > lev_{-1} \\ 0 & \text{si} \quad levc < lev_{-1} \end{cases}$$

[246] Nous pouvons aussi imaginer une endogénéisation de ce taux d'endettement maximum, en suivant les idées de Minsky (1986) sur la cyclicité des esprits animaux des banques. Une fois atteint, le taux maximum pourrait diminuer continuellement et brutalement pour représenter la panique bancaire suivant la crise de confiance et la phase de tranquillité. La conséquence serait alors de plonger à nouveau l'économie dans une spirale dépressionnaire, comme pour Cordonnier et Van de Velde (2008).

Les résultats des simulations sont représentés sur le schéma 4.7. Nous enregistrons essentiellement la même dynamique que dans le schéma 4.6, mais l'ajustement vers la cible de rentabilité des actionnaires n'est pas mené à son terme. Au nouvel état stationnaire, l'économie dans son ensemble est à « l'équilibre global », sans que les actionnaires ne soient en « équilibre », mais avec les banques qui imposent leurs objectifs.

Schéma n°4.7 : Augmentation des exigences actionnariales : le « plafond de verre de la rentabilité »



Le régime financiarisé peut produire des résultats très différents selon les mécanismes d'ajustement considérés. Si, au niveau macroéconomique, les actionnaires ne font qu'émettre des exigences de rentabilité supérieure sans autre consigne particulière, leur gourmandise produira leur famine, du fait de la contraction de l'investissement et de la consommation. Leurs objectifs ne peuvent être atteints que par un effet de composition macroéconomique. Les exigences actionnariales contraignent les managers à infléchir leurs politiques financières au niveau microéconomique, de manière à dégager une rentabilité financière suffisante. Cette torsion redistribue des revenus aux rentiers, en tirant sur le levier de l'endettement. La consommation des rentiers permet alors, au niveau macroéconomique, de soutenir la demande et la rentabilité économique des firmes, de sorte que les actionnaires finissent par obtenir le taux de profit économique qu'ils désirent. Cette réalisation des objectifs ne tient cependant

que si les banques sont disposées à accroître le niveau d'endettement des firmes suffisamment.

4.5. Conclusion

Dans ce chapitre, Nous avons eu un double objectif. Tout d'abord, nous avons réévalué le débat concernant les « positions pleinement ajustées » dans un cadre d'inflation conflictuelle avec une fixation des prix basée sur la procédure du taux de rendement cible. Nous avons soutenu que l'ajustement vers des positions d'équilibre à long terme ne devrait pas être pensé, uniquement, en termes d'ajustement vers le taux d'utilisation standard. Les firmes peuvent avoir à réaliser des compromis entre des objectifs différents, et plus particulièrement encore lorsqu'il existe des revendications conflictuelles entre différentes catégories d'acteurs autour et à l'intérieur des firmes. Nous avons appliqué cet argument général à deux configurations distinctes du capitalisme, que nous avons appelées régime fordiste et régime financiarisé. En nous basant sur le modèle de Lavoie (2002, 2003), nous nous sommes efforcés de développer un « langage commun » entre actionnaires, managers et salariés, de manière à analyser les différents conflits opposant ces groupes en termes de taux de profit cibles. Cela nous a alors amené vers le second objectif de ce chapitre qui était de relire le changement de régimes entre Fordisme et financiarisation. Nous avons alors développé un modèle SFC qui nous a permis de produire des simulations qui sont congruentes avec les faits stylisés observés pour ces deux périodes du capitalisme.

Nous espérons que notre argument sera perçu comme une nouvelle étape vers la réconciliation des analyses en termes d'équilibre de long terme avec une macroéconomie plus orientée vers l'histoire. Dans notre modèle, *la nature de* et *l'ajustement vers* la position d'équilibre final sont historiquement déterminés, et dépendent des objectifs de la catégorie d'acteurs dominante. Au sein du régime fordiste, les managers et les salariés avaient l'avantage dans les rapports de force. Les managers étaient dominants face aux actionnaires au sujet des décisions d'investissement, décisions qui étaient orientées vers l'expansion plus que la rentabilité. Les projets d'investissement n'étaient donc pas contraints par les exigences de rentabilité des actionnaires, mais par la demande agrégée et les possibilités de financement. Les salariés imposaient des augmentations du salaire réel, et les firmes consentaient plus ou moins

facilement à ces augmentations, dans la mesure où la rentabilité effective augmentait (capitalisme coopératif). Les firmes, et les managers, ajustaient alors leur cible de rentabilité à la rentabilité constatée, car cette rentabilité effective leur révélait qu'il était possible de croître plus rapidement. Avec le régime financiarisé, les actionnaires énoncent des objectifs de rentabilité inflexibles, qui s'imposent aux managers et aux salariés.[247] Nous avons discuté d'un mécanisme macroéconomique simple permettant aux actionnaires de réaliser leurs objectifs. Cet équilibre de long terme caractérisé par la domination des actionnaires peut cependant être soumis aux objectifs conflictuels du secteur bancaire, qui peut désirer conserver le taux d'endettement des firmes en dessous d'un certain niveau. De plus, le régime financiarisé semble laisser bien peu de place à un capitalisme coopératif comme pouvait l'être le régime fordiste à ses débuts, tant la réalisation des objectifs des actionnaires semble incompatible avec la réalisation des objectifs des autres catégories.

Clairement, beaucoup de travail reste à accomplir. À la fois notre interprétation fordiste du mécanisme d'ajustement proposé par Lavoie (2002, 2003), et notre vision particulière des revendications conflictuelles durant le régime financiarisé sont incomplètes. Par exemple, notre tentative de formuler les objectifs variés des différentes catégories d'acteurs en termes de taux de profit peut sembler simpliste. Par conséquent, il pourrait être intéressant de considérer les implications d'un ciblage par les actionnaires d'une mesure plus précise de la rentabilité financière (taux total de rendement sur actions, profit par action,…), plutôt que d'un taux de profit économique. Aussi, ajouter d'autres acteurs et d'autres secteurs au modèle pourrait élargir le champ du conflit dans l'économie. Par exemple, comme le notent Duménil et Lévy (1999), la Banque Centrale peut ne pas tolérer tous les taux d'utilisation, du fait des potentielles implications pour le taux d'inflation. De manière similaire, les objectifs du gouvernement et les actions du secteur extérieur pourraient être considérés.[248]

Le modèle que nous avons présenté dans ce chapitre permet cependant de comprendre, nous semble-t-il, une bonne part des dynamiques récentes du capitalisme, et de réaffirmer la dimension conflictuelle de cette dynamique. C'est toujours la catégorie la plus faible qui sert

[247] Epstein (1992) a aussi discuté de différentes configurations historiques en termes de relations capital/travail et industrie/finance.
[248] Missaglia (2007) a étendu le cadre proposé par Lavoie (2002, 2003) à une économie ouverte.

de variable d'ajustement, même si l'identité de cette catégorie la plus faible évolue selon le régime institutionnel. En régime fordiste, ce sont les actionnaires qui représentaient cette catégorie la plus faible. En régime financiarisé, la catégorie la plus faible est celle des salariés. Un report de contrainte en cascade s'opère pour insécuriser les salariés. Du conflit entre actionnaires et managers découle une exigence de rentabilité inflexible de la part des actionnaires. Contre la thèse standard où les actionnaires jouissent d'une rémunération élevée en contrepartie du risque qu'ils prennent et de la variabilité de cette rémunération, ici, la rémunération des actionnaires augmente au moment où et du fait qu'ils réussissent à transférer le risque sur les autres. Le régime financiarisé tend à imposer un modèle où le risque n'est plus supporté par les actionnaires – qui voient leur rémunération garantie par la norme financière qu'ils imposent aux managers –, mais par les managers eux-mêmes. Ceux-ci doivent en effet composer avec une plus grande fragilité réelle de leurs firmes (utilisation des équipements au-delà du taux standard), et aussi avec une plus grande fragilité financière (endettement plus important). Ce sont aussi les managers qui sont exposés au risque d'être licenciés en cas de mauvaise gestion. Leur position n'est cependant pas à plaindre, car d'une part, ils bénéficient de rémunérations indexées sur les performances financières des firmes, et disposent à ce titre de revenus confortables,[249] et d'autre part, parce que le marché du travail pour les managers n'est pas aussi tendu que celui réservé aux autres salariés. Au final, ce sont bien les salariés qui portent les risques dans le régime financiarisé. Les managers parviennent en effet à reporter une partie du risque sur les salariés, par le transfert des exigences de rentabilité actionnariales dans le jeu de négociation salariale. La répartition en faveur des profits avec une baisse du salaire réel, et l'augmentation probable du chômage provenant du ralentissement de la croissance finissent de fragiliser les salariés.

[249] Aglietta et Rebérioux (2004, p. 21) citent ainsi les chiffres avancés par Lazonick et O'Sullivan (2000) : « alors qu'en 1965 le revenu moyen des présidents-directeurs généraux (*chief executive officers*) représentait aux Etats-Unis 44 fois le salaire moyen des ouvriers, il s'élevait à 419 fois ce salaire en 1998 ».

Conclusion Générale

La thèse que nous venons de développer s'est proposée d'étudier les évolutions de nos économies capitalistes au cours des cinquante dernières années, en analysant les implications de la financiarisation – entendue comme accroissement du rôle des motifs financiers dans la conduite des affaires économiques –, sur l'accumulation du capital, dans ses deux dimensions microéconomique et macroéconomique. L'histoire récente du capitalisme se donne à voir comme un double mouvement de mondialisation et de financiarisation de l'économie. Dans cette thèse, nous nous sommes particulièrement intéressés à ce second mouvement, en exposant ce qu'il impose comme transformations à la fois dans les décisions des firmes individuelles et dans les mécanismes d'ajustement au niveau du système macroéconomique dans son ensemble. Afin de mettre en lumière ces transformations, nous avons comparé la dynamique de ce régime financiarisé avec la dynamique du régime précédent que, à la suite des auteurs de l'École de la Régulation, nous avons nommé régime fordiste.

Au travers d'un détour par la Grande Histoire du capitalisme dans le chapitre premier, nous avons souligné comment le désencastrement de l'économie du reste du social avait permis, notamment grâce au développement de la dette, de favoriser l'essor du capitalisme primitif et du « Marché Autorégulateur » de Polanyi (1944). Ensuite, nous sommes entrés dans les rouages du fonctionnement schématisé d'une économie capitaliste pour analyser la place essentielle qu'y occupe la dette. Au sein d'une économie monétaire de production, l'endettement est à la fois ce qui amorce la production (pré-financement du circuit), et ce qui insuffle au système sa dynamique (réalisation de profits purs pour les firmes, puis charge des intérêts). Après cette étude de la place de la finance au sein du capitalisme (histoire primitive et fondement), nous avons entrepris d'esquisser le tableau correspondant pour les différents types de capitalisme qui se sont succédés depuis la fin du XIXème siècle. De cet exercice de recul historique, il apparaît que l'émancipation de la sphère financière n'est pas nouvelle. Déjà Keynes au début du XXème siècle dénonçait les excès d'indépendance de la finance, et de la spéculation financière. La financiarisation que nous connaissons aujourd'hui apparaît alors à bien des égards comme une répétition[250] de l'institutionnalisation de la finance ayant débouché sur le krach de 1929. La financiarisation n'est finalement qu'une nouvelle tentative de désencastrer la finance de l'économie. Si après la Grande Dépression des années 30 était

[250] Selon l'adage marxiste, « l'Histoire ne se répète pas, mais balbutie ».

venu le temps de la « Grande Transformation » (Polanyi, 1944) et du ré-encastrement de la finance dans l'économie et de l'économie dans la société, il est légitime de s'interroger sur la portée à la fois de la crise financière actuelle, et des réponses politiques qui lui seront apportées. Au-delà du mouvement de désencastrement qu'il représente, le passage du régime fordiste au régime financiarisé doit être pensé comme le résultat d'une volonté politique, soutenue par des arguments allant de la recherche d'un financement bon marché pour la dette publique, ou de la mise en place d'un système complet de marchés (seul à même d'assurer l'efficacité de l'allocation des ressources), à des arguments comme la nécessité d'inverser l'ordre des priorités politiques, en privilégiant la lutte contre l'inflation, pour discipliner la main d'œuvre, réinstaller les capitalistes à leur place, et rétablir la rentabilité des firmes. Dans cette dernière perspective, la libéralisation financière a parfaitement rempli son office. Dès lors, la financiarisation s'interprète comme une double refonte des rapports de force : d'une part, au sein des firmes, les actionnaires ont réinvesti le siège du pouvoir, en orientant les stratégies des firmes vers la rentabilité, et au détriment de politiques de croissance chères à des managers qu'il convient désormais de discipliner (car prompts à gaspiller les ressources des propriétaires des firmes pour leur confort personnel) ; d'autre part, au niveau de la répartition des richesses, les actionnaires (et les managers) ont imposé un partage de la valeur ajoutée à l'avantage des profits, et au détriment des salaires. En délaissant le point de vue historique pour saisir les lunettes du théoricien, il convenait alors de regarder dans quelle mesure les théories économiques de la firme intégraient ces réalités du capitalisme et de la finance. Après le rapide survol de la théorie néoclassique de la firme, reposant sur une vision de l'économie comme un ensemble de relations contractuelles sur des marchés d'échanges, nous avons progressivement réemprunté la voie d'une théorie hétérodoxe de la firme, s'appuyant sur une vision de l'économie comme un ensemble de relations conflictuelles sur des marchés de production. La firme est alors une interface entre fournisseurs et consommateurs sur un marché tripartite (White, 1981, 2002), où règnent rapports de force et reports de risque.

Cette représentation de la firme et de son marché sert de cadre de référence, dans le chapitre deux, à un amendement de la théorie post-keynésienne de la firme en contexte de financiarisation. La théorie traditionnelle de la firme exhibe un biais managérial, imputable au

contexte historique dans lequel elle émerge (Wood, 1975 ; Lavoie, 1992). C'est en effet le temps de la « technostructure » (Galbraith, 1967) et des « megacorps » (Eichner, 1976). Comme l'indiquait déjà Keynes, les projets d'accumulation peuvent être limités soit par la disponibilité de sources de financement, soit par l'absence de perspectives de profit suffisantes.[251] Dans le contexte initial, l'accumulation est limitée par la disponibilité des financements, les managers investissant autant que permis par la contrainte financière, quitte à ce que la rentabilité générée ne soit pas maximale. Ce modèle de comportement pour la firme ne semblant plus très approprié pour traiter de la firme financiarisée, Stockhammer (2004a) a amendé la théorie traditionnelle en y intégrant des fonctions d'utilité reflétant les rapports de force entre actionnaires et managers. Plus les managers seront puissants et plus la politique de la firme sera orientée vers la croissance ; plus les actionnaires seront puissants, plus la politique de la firme sera orientée en faveur de la rentabilité. Stockhammer parle alors d'un arbitrage entre croissance et rentabilité. La financiarisation dans son cadre d'analyse conduit à une diminution de la croissance et à une augmentation de la rentabilité. Si nous sommes d'accord avec cette conclusion et si nous apprécions la référence aux rapports de force, nous préférons essayer de bâtir une théorie plus complète, où les objectifs des managers et des actionnaires seront questionnés, et où une place est conservée à l'autonomie des managers. Pour ce faire, nous présentons deux cas opposés : le premier renvoie à une théorie de la firme galbraithienne, où les managers continuent de diriger les firmes dans le sens de leurs objectifs traditionnels, mais se heurtent désormais à une pression plus marquée provenant des actionnaires ; le second cas postule que les actionnaires dirigent les firmes de manière toute puissante, et qu'ils poursuivent leur seul intérêt, intérêt que nous cherchons ensuite à identifier. Dans le cas d'une firme galbraithienne, la financiarisation durcit la contrainte financière en imposant des versements de dividendes plus élevés, ce qui augmente le taux de profit requis pour entreprendre un investissement donné. L'accumulation est donc réduite, à moins que les managers parviennent à accroître leur rentabilité et à reporter le risque sur les salariés (en comprimant les salaires, ou en réaménageant l'organisation du travail pour

[251] Keynes (1930b, [1971, p. 149]) nous dit que :

> « Now, for enterprise to be active, two conditions must be fulfilled. There must be an expectation of profit; and it must be possible for enterprisers to obtain command of sufficient resources to put their projects into execution. »

La financiarisation peut s'appréhender dans ce cadre par une diminution des sources de financement disponibles (du fait des difficultés à émettre des actions nouvelles, mais surtout du fait de la multiplication de la distribution des profits, qui peut représenter un détournement du financement de l'investissement), et par une augmentation de la norme de rentabilité nécessaire pour entreprendre des projets d'investissement.

augmenter la productivité), ou les sous-traitants (en réduisant le prix des inputs). Une autre possibilité est que les managers transigent sur leurs propres objectifs. Ils peuvent en effet accepter une utilisation de leur capacité de production supérieure à leur taux cible, ce qui augmente la rentabilité toutes choses égales par ailleurs, mais cela augmente aussi la vulnérabilité de la firme à des augmentations imprévues de la demande. Les managers arbitrent alors entre fragilité financière (risque issu de l'endettement accru) et fragilité réelle (risque de ne pas pouvoir répondre à la demande supplémentaire). Dans le cas d'une firme dirigée dans le sens exclusif des actionnaires, nous avons retenu trois objectifs différents pouvant représenter l'intérêt des actionnaires. Les actionnaires peuvent poursuivre une maximisation du taux de profit économique, du taux de profit financier, ou de la valeur de marché de la firme. Le premier cas nous paraît peu pertinent pour la firme actionnariale, car il ne tient pas réellement compte de l'intérêt propre des actionnaires par rapport à la firme. La maximisation du taux de profit financier implique quant à elle un recours prononcé à l'endettement afin de distribuer toujours plus de dividendes et de d'opérer des rachats d'actions. L'usage d'un effet de levier important peut s'avérer risqué en cas de retournement de conjoncture. La maximisation de la valeur de la firme sur le marché est plus floue. Elle repose davantage sur une convention que sur un calcul mathématique. Alors que la maximisation du taux de profit financier tend à considérer les actionnaires comme des prédateurs cherchant les revenus financiers élevés, sans se préoccuper de l'avenir à long terme de la firme (très faible croissance et fort endettement), la maximisation de la valeur de la firme introduit une gestion orientée davantage vers la croissance, laissant supposer un comportement de gestion d'actifs et de patrimoine, plus qu'une gestion des flux. Notre théorie de la firme financiarisée suppose donc des diminutions plus ou moins marquées de l'accumulation selon les objectifs et les rapports de force entre actionnaires et managers. Cependant, la tendance globale est à la baisse de l'accumulation couplée à une hausse de la rentabilité espérée, conformément à ce qui peut être prédit par l'arbitrage entre croissance et rentabilité. Au final, nous arrivons donc aux mêmes résultats que Stockhammer (2004a), mais il nous semble que Stockhammer impute à cet arbitrage microéconomique les faits stylisés relatifs à la croissance et à la rentabilité au niveau macroéconomique. Or il n'en est rien. Les choix de diminution de l'accumulation ne peuvent pas conduire d'eux-mêmes à une augmentation de la rentabilité. Si nous avons effectivement constaté un redressement de la

rentabilité concomitant au ralentissement de l'accumulation, les causes de cette amélioration de la rentabilité sont à chercher ailleurs, et en particulier dans les dépenses de consommation des capitalistes.

Afin de se représenter la macroéconomie de la financiarisation, nous nous sommes donc déplacés du champ de l'analyse microéconomique des décisions des firmes individuelles, au champ de l'analyse macroéconomique de l'interaction des décisions des firmes entre elles et avec les autres catégories d'acteurs. Dans un premier temps, dans le chapitre trois, nous nous sommes tournés vers les modèles kaleckiens de croissance et de distribution. Ces modèles semblaient particulièrement appropriés pour accueillir une modélisation de la financiarisation, car ils mettent l'accent sur le double lien entre répartition et croissance, la répartition influençant la croissance par le jeu des différences de propension à consommer, la croissance jouant en retour sur la répartition par la loi de Kalecki, i.e. la détermination des profits par l'investissement. La financiarisation modifiant la dynamique de l'accumulation et du partage des richesses, sa modélisation au cœur des modèles kaleckiens pouvait légitimement s'avérer prometteuse. Mais, par le biais de test de plausibilité, nous nous sommes rendus compte que, en attribuant aux différents paramètres du modèle des valeurs plausibles, reflétant une réalité imaginable, ces modèles peinaient, globalement, à produire des valeurs d'équilibre réalistes. Par ailleurs, nous avons, selon la même procédure, testé les conditions de stabilité de ces modèles. Dans ces modèles, la stabilité est obtenue quand la réaction de l'épargne à une modification d'une variable endogène est supérieure à la réaction de l'investissement. Les résultats que nous avons mis en avant sont que le croisement des propriétés de plausibilité et de stabilité des modèles laisse apparaître un paradoxe, puisque les modèles les plus plausibles sont instables, et qu'inversement, les modèles les moins plausibles sont stables. Nous nous sommes alors retrouvés face à une sorte d'arbitrage entre stabilité et plausibilité : soit nous optons pour des modèles plausibles, c'est-à-dire descriptifs d'une réalité capitaliste imaginable, et dans ce cas, il faut accepter l'instabilité inhérente au modèle ; soit nous optons pour des modèles stables, auquel cas il faut admettre que ces modèles ont un pouvoir explicatif d'une réalité imaginable très limité. En se concentrant sur les seuls modèles plausibles, une autre propriété intéressante se fait jour : la condition d'existence de ces modèles (taux d'utilisation positif) suppose l'instabilité. Si l'instabilité ne semble pas très

marquée dans la réalité du capitalisme, il ne faut pas sous estimer les institutions et les variables qui permettent de contenir cette instabilité. L'instabilité serait alors une caractéristique commune aux modèles kaleckiens et à la réalité capitaliste, mais elle ne serait perçue que dans ces modèles kaleckiens qui n'intègrent pas des institutions stabilisatrices et qui postulent une répartition exogène.[252] Par ailleurs, en regardant la dynamique macroéconomique au travers des lunettes de la typologie de Bhaduri et Marglin (1990), l'instabilité du modèle engendre une demande « exhilarationiste » (le taux d'utilisation augmente avec la part des profits), une croissance « profit-led » (l'accumulation augmente avec la part des profits), et un capitalisme « conflictuel » (le taux de profit augmente avec la part des profits). Ces caractéristiques correspondent finalement assez bien au régime financiarisé, où une croissance allant de bulles en éclatements est poussée plus que tirée par les profits et leur consommation, avec des rentiers écrasant les autres catégories d'acteurs. Mais pour mettre en évidence la temporalité des effets, il convenait d'utiliser une autre méthodologie donnant à voir les chemins parcourus pour atteindre la position de long terme.

Ces dernières années, de nombreuses publications ont inscrit la modélisation dite « stock-flux cohérente » à une place de choix dans le champ hétérodoxe. À la suite des publications de Godley et Lavoie (2001-2, 2007), nous avons, dans le chapitre quatre, bâti un modèle SFC visant à offrir une nouvelle interprétation du changement de régime entre Fordisme et financiarisation. Mais la construction du modèle vise aussi à revisiter l'éternel débat entre hétérodoxes quant au long terme et aux « positions pleinement ajustées ». À long terme, le taux d'utilisation des équipements devient exogène, et doit être égal à sa valeur standard (définition du « plein ajustement »). Cette égalité s'accompagne cependant d'une perte de certains résultats keynésiens à long terme. Voilà l'affirmation classique. Par ailleurs, selon Harrod (1948), un seul taux de croissance permet de satisfaire la condition de plein ajustement, et toute déviation de ce taux entraînera des réactions des firmes qui ne feront qu'élargir l'écart initial. Nous sommes à nouveau face à l'instabilité. En s'appuyant sur les travaux de Lavoie (2002, 2003) basés sur un cadre d'inflation conflictuelle avec taux de rendement cible, nous proposons une solution qui permet de sauvegarder les résultats keynésiens à long terme, tout en contrôlant les tendances à l'instabilité. Le taux d'utilisation

[252] Une répartition endogène peut être stabilisante car, en redistribuant des revenus d'une catégorie à une autre catégorie d'acteurs, elle peut modifier la propension à épargner de l'économie dans le sens adéquat.

demeure endogène à long terme, car il agit comme une variable accommodante, permettant de réconcilier partiellement des objectifs conflictuels au sein des firmes, entre managers, actionnaires et salariés. Dès lors, la non-égalité du taux d'utilisation à son taux cible n'entraîne pas nécessairement de réaction aggravant la sous- ou la sur-utilisation des équipements, puisque les firmes (et les managers) tolèrent cette divergence, étant donné qu'elle leur permet de réaliser d'autres objectifs, souvent plus importants (rentabilité). Dès que le conflit sur la répartition du revenu survient entre salariés et firmes, la réalisation des objectifs de rentabilité implique une sur-utilisation des capacités. Mais cette sur-utilisation ne provoque pas nécessairement de relance de l'accumulation, car l'objectif prioritaire est la rentabilité cible, pas l'utilisation standard. À partir de cet argument, et en réaffirmant l'importance des deux conflits sur la répartition (entre salariés et managers) et l'accumulation (entre actionnaires et managers), nous avons développé un modèle SFC pour réinterpréter le changement de régime entre Fordisme et financiarisation. Le régime fordiste, caractérisé par des rapports de force à l'avantage des salariés dans le conflit sur la répartition d'une part, et à l'avantage des managers dans le conflit sur l'accumulation d'autre part, générait une dynamique « stagnationiste », « wage-led » et « coopérative ». La protection des salariés dans la négociation salariale favorisait la demande et la croissance, et cela d'autant plus que les décisions d'accumulation n'étaient pas contraintes par une exigence de rentabilité issue des actionnaires. Mais, conformément au paradoxe des coûts, les augmentations de salaire réel conduisaient aussi à une augmentation de la rentabilité des firmes. Avec le changement dans les rapports de force à l'avantage de ces mêmes actionnaires, le régime financiarisé, qui dans notre cas reste « wage-led », devient « exhilarationiste » et « conflictuel ». L'augmentation de la part des profits et l'émergence des exigences de rentabilité actionnariales, après avoir déprimé demande, croissance et rentabilité, stimulent la demande et la rentabilité, grâce à la consommation des rentiers. Nous avons en effet spécifié un mécanisme d'ajustement, poussant les managers à distribuer toujours plus de dividendes, et à procéder à davantage de rachats d'actions, tant que la rentabilité exigée par les actionnaires n'est pas atteinte. C'est l'endettement des firmes qui permet de distribuer ces revenus aux rentiers (actionnaires des firmes), et la charge de la dette des firmes contribue aussi à redistribuer des revenus aux rentiers (créanciers, i.e. actionnaires des banques), les profits des banques leur étant reversés. Et c'est ensuite la consommation de ces revenus par les rentiers qui va venir soutenir la

demande et la rentabilité. Le divorce entre accumulation et rentabilité n'est macroéconomiquement soutenable que par une augmentation de la consommation des rentiers.

La fragilité du régime financiarisé est cependant au cœur du système et de son ajustement. C'est l'endettement qui soutient l'édifice. Comme Minsky (1986) l'a montré, la dépendance à l'endettement conduit à des cycles économiques, mêlant phase de tranquillité, d'euphorie, de crise et de panique. Selon l'hypothèse d'instabilité financière, les comportements de prêteur et d'emprunteur sont hautement volatils et pro-cycliques. Après une période plus ou moins longue sans choc économique majeur, les acteurs économiques perdent la mémoire des crises passées, et des leçons qui en avaient été tirées. La croissance et la tranquillité du moment favorisent alors une prise de risque de plus en plus importante. Cette période fragilise petit à petit les bilans (les ratios flux-stock) des catégories d'acteurs qui prêtent et qui empruntent. Mais tant que les esprits sont animés par l'optimisme général, ces bilans, pour fragiles qu'ils soient, ne sont pas exposés à la crise et à l'ajustement forcé. À mesure que la tranquillité se prolonge, l'euphorie s'empare des acteurs, la prudence s'efface et encourage des situations de plus en plus fragiles. Dès lors, il suffit qu'un acteur se retrouve en position de faillite, du fait d'un investissement un peu plus hasardeux que les précédents, pour qu'il entraîne les autres avec lui. La contagion opère alors par retournement brutal des comportements de prêteur et d'emprunteur. La prise de conscience de la fragilité des positions précédentes nourrit un sentiment de panique, de liquidation des positions précédentes, avec les effets auto-réalisateurs que cela induit. Une fois les bilans nettoyés (les ratios flux-stock ramenés à des valeurs raisonnables), la croissance économique peut repartir avec une prudence toute temporaire, étant donné que, dès que la crise précédente sera suffisamment loin dans les consciences, les vœux de prudence s'évaporeront pour laisser la place à nouveau aux esprits mercantiles, avides de gain et de risque. Cette histoire cyclique de la finance et de ses crises nous ne l'avons qu'effleurée dans notre chapitre quatre avec la prise en compte d'un taux d'endettement maximum. L'endogénéisation de ce taux d'endettement maximum toléré par les banques peut conduire à cette dynamique cyclique du capitalisme, et de la finance. Cette démarche pourrait constituer notre perspective de recherche à l'issue de cette thèse.

L'endettement n'est pas uniquement le fait des firmes. Nous n'y avons pas fait allusion dans cette thèse axée sur l'accumulation du capital, mais le régime financiarisé, de par la contrainte qu'il fait peser sur le pouvoir d'achat des salariés, tend aussi à favoriser une consommation à crédit des salariés. La répartition défavorable aux salariés propre au régime financiarisé pousse des ménages, peu enclins à sacrifier leur niveau de vie et socialement conditionnés à suivre les normes de consommation imposées par la publicité, à emprunter pour palier la compression des salaires, et participer à crédit à la société de consommation.[253] Cet endettement des ménages peut aussi être favorisé par la persistance de bas niveaux de taux d'intérêt. Poussé à un niveau trop élevé, l'endettement, des firmes et des ménages, peut générer une crise de la dette, si les investissements ne se révèlent pas aussi rentables que prévus, ou si les conditions de l'endettement se modifient. La crise récente[254] offre, à cet égard, les deux aspects simultanément. Avec le développement des dérivés de crédit, les banques ont accordé énormément de crédits aux ménages les plus pauvres, en détournant les normes des ratios de liquidité par la titrisation de ces crédits, et en escomptant que la hausse du marché de l'immobilier allait se poursuivre afin de solvabiliser ces clients et de décupler les profits des banques. Le problème est que la hausse du marché immobilier s'est ralentie, que des ménages ont commencé à ne plus pouvoir rembourser leurs crédits, hypothéquant alors encore davantage la hausse du marché immobilier. Les banques se sont retrouvées à devoir faire face à des actifs dévalués. L'augmentation des taux d'intérêt a fini d'achever la solvabilité de certains emprunteurs ayant contracté des prêts à taux variables. Le marché du crédit des *subprimes* s'est finalement révélé être moins rentable que prévu, et les conditions de l'endettement des ménages ont été modifiées. Pour se refaire une santé, les banques ont essayé de reporter leurs pertes sur les autres clients, en restreignant le crédit aux firmes (volume et prix du crédit). Les firmes ont, à leur tour, reporté l'ajustement sur les parties faibles, en limitant la facture salariale (volume de l'emploi et salaire réel), et en pressurant les sous-traitants. La crise du capitalisme financier n'a pas éclaté à un endroit anodin : le crédit au ménage constituait la roue de secours d'un régime d'accumulation qui avait mis la pression sur les salaires jusqu'à un point insoutenable.

[253] Voir van Treeck (2008c) pour une analyse de la consommation des ménages où les variations du revenu ont des effets asymétriques sur la consommation (l'augmentation du revenu entraîne une hausse de la consommation, mais la baisse du revenu ne diminue pas la consommation).

[254] Nous n'entreprendrons pas une analyse de la crise actuelle ici. Pour une analyse détaillée, voir plus particulièrement Lordon (2008a).

La dynamique du capitalisme repose sur les interactions entre croissance et répartition. Voilà pour l'aspect « macroéconomie ». Mais, la dynamique du capitalisme repose, aussi et surtout, sur les réactions de la catégorie d'acteurs dominante, face au problème de la réalisation de ses objectifs. Voilà pour l'aspect « fondements microéconomiques » de la macroéconomie. Il serait d'ailleurs plus juste de parler de « fondements institutionnels » de la macroéconomie. Pour connaître la dynamique capitaliste, il faut donc identifier la catégorie d'acteurs dominante, repérer son ou ses objectifs, isoler les stratégies mises en œuvre pour atteindre ces objectifs, et les inclure dans un modèle macroéconomique, où les politiques des différentes catégories d'acteurs se rencontrent et s'ajustent, afin de vérifier si ces politiques réussiront à produire les résultats pour lesquels elles ont été entreprises. L'échec éventuel de ces politiques ne relève pas d'un défaut de rationalité des acteurs, ou d'une mauvaise conception de ces politiques (tout comme la réussite éventuelle ne confirmerait pas nécessairement la rationalité des acteurs et la bonne ingénierie des politiques). L'échec peut révéler simplement que le temps est historique (incertitude radicale) et que l'espace est social (conflits). Mais l'échec peut aussi survenir d'un problème d'agrégation. Les décisions prises individuellement au niveau d'un acteur peuvent s'avérer parfaitement rationnelles (efficaces) de son point de vue isolé. Mais dès lors que ces décisions sont agrégées pour l'ensemble de la catégorie d'acteurs, les décisions individuellement rationnelles peuvent conduire à des résultats totalement opposés à l'ambition initiale (Kalecki, 1971, p. 26).[255] *L'échec survient malgré la raison*. Ces paradoxes micro/macro soulèvent alors la question de la réaction des acteurs face à la déception. À défaut de coordination, leur déception ne pourra que s'amplifier, les acteurs continuant à appliquer les mêmes recommandations issues du même bon (individuellement) logiciel (rationalité). Si rien ne change, c'est l'instabilité qui survient. Mais en pratique, les choses changent. La déception et le conflit peuvent conduire à des ajustements « heureux ». Sous la contrainte, d'autres catégories d'acteurs peuvent amortir le choc, et satisfaire alors les objectifs de la catégorie dominante, malgré le fait que l'agrégation des politiques de cette catégorie produise toujours des effets contraires à la réalisation de ces objectifs. *La réussite*

[255] Que ce soit le principe de l'instabilité à la Harrod avec les sur-réactions de l'investissement macroéconomique (chapitre trois), ou le paradoxe des coûts avec la liaison entre salaires et consommation (chapitre quatre), tous deux incarnent, à leur manière, le décalage entre la bonne décision micro et le mauvais résultat issu de la macro.

survient grâce au pouvoir. C'est bien ici l'histoire de la financiarisation telle que nous l'avons présentée : l'orientation en faveur de la finance a toutes les raisons d'être, au niveau macroéconomique, contraire à la réalisation des objectifs de rentabilité poursuivis (voir schéma 4.5 sur le « paradoxe de la gourmandise »), à moins que ne se greffent à la dynamique des effets de domination qui contraignent d'autres catégories d'acteurs à s'ajuster (les salariés et un salaire réel moindre, les managers et le taux d'endettement supérieur). Le conflit peut alors entraver la tendance à l'instabilité, en transférant le poids de l'ajustement (la déception de la non réalisation d'objectifs) sur d'autres catégories sociales dominées. Il n'y aura pas de réaction venant accroître les décalages entre attentes et réalité pour la catégorie dominante qui mène la dynamique du système, et le système sera « en équilibre », stabilisé dans la domination. Dans ce sens, « l'équilibre » ne représente pas la fin de l'Histoire, mais une simple inertie de la domination. Cette perpétuation du système dans la domination ne signifie pas qu'il n'existe pas de force désirant le changement. Seulement, ces forces ne sont pas opérantes dans le contexte institutionnel considéré. Mais il se peut qu'à force de privation, elles se réarment et parviennent finalement à modifier l'environnement institutionnel, de manière à permettre l'expression de leurs désirs pour le changement. La dynamique du capitalisme n'est pas figée dans le marbre. Elle repose sur des interactions entre croissance et répartition, mais la spécification de ces interactions change dans le temps, comme nous l'avons montré avec notre exemple concernant le changement de régime entre Fordisme et financiarisation. L'analyse macroéconomique nécessite donc un sens de l'Histoire.

La thèse que nous avons défendue ici est *économique* au sens où elle s'intéresse à l'étude des agents économiques, de leurs comportements et de la coordination de leurs actions. Si nous nous en tenions à cette première approche, la présente contribution serait parfaitement à l'aise au sein de la tradition néoclassique. Le cœur de la science économique néoclassique repose en effet sur l'analyse des comportements d'un agent économique rationnel, l'homo oeconomicus, ainsi que sur l'étude de la coordination des actions d'une multitude d'homo oeconomicus au niveau d'un système économique. La question du comportement de l'homo oeconomicus trouve une réponse relativement simple et universelle : l'homo oeconomicus est un agent rationnel dont le comportement est dicté par la recherche de la maximisation d'une mesure du bien-être sous contrainte de rareté de ses ressources (temps, richesse, informations, capital

humain,…). La question de la coordination des actions individuelles se résout d'une manière aussi simple et universelle : la coordination entre agents est assurée par le « Marché » et la figure du commissaire-priseur walrassien. Les solutions apportées à ces deux questions aboutissent à une représentation du système économique où règne l'harmonie grâce à la dynamique conjointe des intérêts individuels et du fonctionnement marchand. Ce résultat constitue véritablement une formalisation de la métaphore de la « main invisible » d'Adam Smith. Le programme de recherche néoclassique sur l'équilibre général vise à apporter ainsi les preuves (et conditions sous lesquelles) qu'une économie peut être en équilibre (preuve de l'existence), qu'une économie où le fonctionnement de marchés est libre tend effectivement vers cet équilibre (preuve de la stabilité), que cet équilibre ne souffre d'aucun concurrent (preuve de l'unicité de l'équilibre), et que l'équilibre ainsi atteint est optimal au sens de Pareto (preuve de l'optimalité).

Si notre thèse porte sur les mêmes objets que la science économique néoclassique (comportement des acteurs et coordination de leurs actions), elle les approche sous un angle différent qui s'inscrit dans une économie résolument *politique*. À l'agent économique rationnel de l'école néoclassique va se substituer une pluralité d'acteurs économiques dont les objectifs, ressources et contraintes diffèrent. À la coordination marchande s'oppose la confrontation de rapports de force socialement et historiquement situés. À une représentation du système économique où le fonctionnement libre d'une économie de marchés (l'échange) génère un équilibre optimal, succède une représentation du système économique où le fonctionnement d'une économie monétaire de production conduit à l'affrontement d'acteurs hétérogènes aux objectifs pluriels. Dans ce cadre, la mythologie de l'équilibre général se voit remise en cause, puisque ce sont à la fois les questions de l'existence, de la stabilité, de l'unicité et de l'optimalité de l'équilibre qui sont réévaluées. Du point de vue de l'existence, le système économique peut ne pas être concerné par la notion d'équilibre, auquel cas la dynamique économique ne se donne pas à voir au travers d'un mouvement d'attraction/répulsion vers un point d'équilibre : elle serait alors vue comme l'objet d'une étude historique de rapports de force mouvants qui impulsent une évolution plus ou moins erratique. Du point de vue de la stabilité, la marche économique n'est pas nécessairement une calme convergence plus ou moins rapide vers un point d'attraction : elle peut aussi emprunter

des chemins qui l'éloignent sans cesse du centre de gravité. Du point de vue de l'unicité, le système économique peut admettre plus qu'un seul équilibre : il faut alors s'intéresser d'une part à la dynamique existant entre ces différents équilibres, et d'autre part à leur efficacité comparée. Du point de vue de l'optimalité, l'équilibre n'est pas nécessairement caractérisé par une situation d'optimum social : il peut au contraire entériner la domination socialement inefficace d'un groupe sur le reste du système économique.

Au final, en renouant avec la tradition de l'économie politique, nous retrouvons les classiques. L'analyse que nous avons menée dans cette thèse s'inscrit dans ce retour aux classiques par une économie politique doublement critique : critique de la science économique néoclassique, et critique du capitalisme. Cette économie politique adopte une posture historique, elle y souligne le rôle et l'importance de conflits en mouvement, elle discute de régimes de croissance avec domination et instabilité, et elle s'intéresse aux valeurs. L'économie politique doit se saisir des questions de justice et de légitimité. Le comportement de la classe dominante détermine la légitimité du système aux yeux des classes dominées. À ce titre, le régime financiarisé affronte un réel déficit de légitimité. La présentation magistrale, faite par Keynes (1919, [2007, p. 10-11]), de l'organisation et de la légitimation du régime économique de l'Europe du début du XXème siècle, est reproduite ici en longueur.

> « Europe was so organized socially and economically as to secure the maximum accumulation of capital. While there was some continuous improvement in the daily conditions of life of the mass of the population, Society was so framed as to throw a great part of the increased income into the control of the class least likely to consume it. The new rich of the nineteenth century were not brought up to large expenditures, and preferred the power which investment gave them to the pleasures of immediate consumption. In fact, it was precisely the *inequality* of the distribution of wealth which made possible those vast accumulations of fixed wealth and of capital improvements which distinguished that age from all others. Herein lay, in fact, the main justification of the Capitalist System. If the rich had spent their new wealth on their own enjoyments, the world would long ago have found such a regime intolerable. But like bees they saved and accumulated, not less to the advantage of the whole community because they themselves held narrower ends in prospect. […] Thus this remarkable system depended for its growth on a double bluff or deception. On the one hand the laboring classes accepted from ignorance or powerlessness, or

> were compelled, persuaded, or cajoled by custom, convention, authority, and the well-established order of Society into accepting, a situation in which they could call their own very little of the cake that they and Nature and the capitalists were co-operating to produce. And on the other hand the capitalist classes were allowed to call the best part of the cake theirs and were theoretically free to consume it, on the tacit underlying condition that they consumed very little of it in practice. The duty of "saving" became nine-tenths of virtue and the growth of the cake the object of true religion. » (Keynes, 1919, [2007, pp. 10-11])

Il est alors possible de voir clairement que la domination et la réalisation de profits ne peuvent se maintenir que par l'engagement implicite que ses détenteurs les réutiliseront pour les réinvestir, et accroître le bien-être de la collectivité. Van de Velde (2005, p. 188) ne dit pas autre chose :

> « D'un point de vue strictement économique, l'exploitation capitaliste fondée sur l'investissement est évidemment plus acceptable que l'exploitation à l'ancienne fondée sur le "faste de subsistance" et le "luxe de décoration", puisque l'investissement est le gage de gains de productivité dont la rétrocession partielle aux classes laborieuses assure la bonne marche du système. Si la consommation des profits devait à l'avenir se substituer à l'investissement productif, l'exploitation capitaliste perdrait toute justification économique, sans grande chance de renouer avec les justifications extra économiques, culturelles ou religieuses de l'exploitation d'ancien régime, ou d'en élaborer de nouvelles. »

Le régime financiarisé, en imposant un ralentissement de l'accumulation du capital par exigence de rentabilité, ne fait pas que ralentir un moteur essentiel de réalisation des profits. Certes, l'endettement, la distribution des profits et leur consommation fournissent un autre canal par lequel les profits sont réalisés. Seulement, cette réalisation des profits n'est plus légitimée par la perspective d'un avenir meilleur pour la communauté (l'investissement). Cette réalisation, qui ne repose que sur la captation catégorielle de la richesse, s'expose alors à une critique de légitimité, que l'appel à la démocratie actionnariale ne saurait sérieusement dissimuler (Lordon, 2000). La création et l'entretien de bulles spéculatives, basées sur une promesse d'avenir meilleur pour la société, permettent de détourner les esprits de ce problème de légitimité, jusqu'à ce que les espoirs soient déçus et que la bulle éclate. L'investissement peut générer une forme d'harmonie. Mais encore faut-il qu'il soit orienté vers la recherche des

nouvelles frontières des besoins sociaux, et non vers la maîtrise rationnelle du processus de production et la réduction des coûts. Le partage des gains de productivité doit être remis au cœur des débats économiques, car c'est lui qui détermine la légitimité des investissements entrepris. Une dérive pathologique du régime financiarisé est d'avoir entretenu des investissements destinés à accroître la rentabilité, par réduction des coûts et captation totale des gains de productivité. Cette légitimation, qui passe par l'exercice d'un droit de propriété sur l'entreprise couplé à une marchandisation de sa gestion, incarne une forme extrême de désencastrement de l'économie. Dans les débats actuels sur, selon les degrés de défiance envers le système, la « réorganisation », la « re-régulation » ou la « refonte » du capitalisme, les questions du ré-encastrement et de la dé-marchandisation se doivent d'être posées, tout comme l'orientation des esprits animaux vers le projet de Société que nous désirons. Car finalement, si l'heure ne semble pas propice à de telles interrogations, et si les forces contraires semblent trop pesantes, nous pouvons nous permettre de nous poser ces questions et d'y répondre. Avant que la *Grande Transformation* et le régime fordiste ne soient établis, Keynes (1933, [2002, pp. 206-207]) ne nous adressait-il pas cet avertissement, condamnant déjà les errements de la finance et de la seule logique comptable ?

> « Le XIXème siècle a excessivement étendu le champ d'application de ce qu'on peut appeler, pour faire bref, le critère du résultat financier, au point de mesurer à son aune l'opportunité de toute forme d'action, qu'elle relevât de l'entreprise privée ou de l'action collective. L'existence toute entière semblait la parodie d'un cauchemar de comptable. Au lieu d'utiliser les ressources matérielles et techniques, considérablement accrues, dont on disposait, pour bâtir la cité des merveilles, on construisait des taudis ; et on pensait que c'était bien et opportun, parce que les taudis, selon le critère de l'entreprise privée, « ça paye », alors que bâtir la cité des merveilles eut été une entreprise d'une prodigalité insensée, qui aurait, dans l'idiome imbécile de la finance, « hypothéqué l'avenir » […] Même aujourd'hui, nous passons notre temps – la moitié en pure perte, l'autre, dois-je admettre, avec succès – à essayer de convaincre nos concitoyens que la nation tout entière serait plus riche si l'on utilisait les hommes et les machines inemployés à construire des logements, tellement nécessaires, au lieu de les entretenir à ne rien faire. Car les esprits de cette génération sont encore tellement obscurcis par des calculs trompeurs qu'ils se défient de conclusions qui devraient sembler évidentes, s'ils ne s'en remettaient pas à un système de comptabilité financière en vertu duquel ils se demandent si une telle

opération sera « payante ». Nous devons rester pauvres parce que ça ne « paye » pas de devenir riche. […]

La même règle autodestructrice du calcul financier régit tous les aspects de l'existence. Nous détruisons la beauté des campagnes parce que les splendeurs de la nature, n'étant la propriété de personne, n'ont aucune valeur économique. Nous serions capables d'éteindre le soleil et les étoiles parce qu'ils ne rapportent aucun dividende. »

Bibliographie

AGLIETTA, M. (1976, [1997]), *Régulation et Crises du Capitalisme*, Paris : Odile Jacob.

AGLIETTA, M. (1999), « Les transformations du capitalisme contemporain », pp. 275-292, *in*, CHAVANCE, B., MAGNIN, E., MOTAMED-NEJAD, R. and SAPIR, J. (éd), *Capitalisme et Socialisme en Perspective. Évolutions et Transformations des Systèmes Économiques*, Paris : La Découverte.

AGLIETTA, M. (2006), "The Future of Capitalism", pp. 9-36, *in*, CORIAT, B., PETIT, P. et SCHMEDER, G. (éd), *The Hardship of Nations. Exploring the Paths of modern Capitalism*, Cheltenham: Edward Elgar.

AGLIETTA, M. et REBÉRIOUX, A. (2004), *Dérives du Capitalisme Financier*, Paris : Albin Michel.

ALLAIN, O. (2009), « La modération salariale. Le point de vue (néo-)kaleckien », *Revue Économique*, n°1, vol. 60, pp. 81-108.

ALLAIS, M. (1953), « Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque : Critique des Postulats et Axiomes de l'École Américaine », *Econometrica*, vol. 21, n°4, pp. 503-546.

AMADEO, E.J. (1986), "Notes on Capacity Utilisation, Distribution and Accumulation", *Contributions to Political Economy*, vol. 5, pp. 83-94.

ARROW, K.J. (1953), « Le Rôle des Valeurs Boursières dans la Répartition la Meilleure des Risques », *Économétrie*, Paris, CNRS, pp. 41-48.

ARROW, K.J. (1971), "The Firm in General Equilibrium Theory", pp. 68-110, *in*, MARRIS, R. et WOOD, A. (éd), *The Corporate Economy. Growth, Competition and Innovative Potential*, Cambridge: Harvard University Press.

ARTUS, P. et COHEN, D. (1997), *Partage de la Valeur Ajoutée*, Rapport du CAE n°2, Paris : La Documentation Française.

ASKÉNAZY, P. (2003), « Partage de la Valeur Ajoutée et Rentabilité du Capital en France et aux Etats-Unis : une Réévaluation », *Économie et Statistique*, n°363-364-365, pp. 167-189.

BAIROCH, P. (1997), *Victoires et Déboires. Histoire Économique et Sociale du Monde du XVIème siècle à nos jours*, 3 volumes, Paris : Gallimard.

BATSCH, L. (2002), *Le Capitalisme Financier*, Paris : La Découverte & Syros.

BERLE, A. et MEANS, G. (1933), *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan.

BERTHOUD, A. (2002), *Essais de philosophie économique : Platon, Aristote, Hobbes, A. Smith, Marx*, Villeneuve d'Ascq : Presses universitaires du Septentrion.

BHADURI, A. et MARGLIN, S. (1990), "Unemployment and the Real Wage: the Economic Basis for Contesting Political Ideologies", *Cambridge Journal of Economics*, volume 14, n°4, pp. 375-393.

BHADURI, A., LASKI, K. et RIESE, M. (2006), "A Model of Interaction Between the Virtual and the Real Economy", *Metroeconomica*, volume 57, n°3, pp. 412-427.

BLECKER, R.A. (1989), "International Competition, Income Distribution and Economic Growth", *Cambridge Journal of Economics*, volume 13, n°3, pp. 395-412.

BLECKER, R.A. (2002), "Distribution, Demand and Growth in Neo-Kaleckian Macro-Models", pp. 129-152, *in*, SETTERFIELD, M. (éd), *The Economics of Demand-Led Growth*, Cheltenham: Edward Elgar.

BOWLES, S. et BOYER, R. (1995), "Wages, Aggregate Demand, and Employment in an Open Economy: an Empirical Investigation", pp. 143-171, *in*, EPSTEIN, G.A. et GINTIS, H.M. (éd), *Macroeconomic Policy after the Conservative Era. Studies in Investment, Saving and Finance*, Cambridge: Cambridge University Press.

BOYER, R. (2000), "Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis", *Economy and Society*, volume 29, n°1, pp. 111-145.

BOYER, R. (2004), *Théorie de la Régulation. 1. Les fondamentaux*, Paris : La Découverte, coll. Repères.

BRAUDEL, F. (1985), *La Dynamique du Capitalisme*, Paris : Arthaud.

BRIDEL, P. (2000), « L'*Homo oeconomicus* aurait-il peur de l'*Homo sapiens* ? Ou la peur de l'irrationnel peut-elle mener à l'obscurantisme ? », *Revue Européenne des Sciences Sociales*, tome XXXVIII, n°119, pp. 45-64.

CAPRON, M. (dir.) (2005), *Les normes comptables internationales, instruments du capitalisme financier*, Paris : La Découverte.

CASTORIADIS, C. (1996), « La 'Rationalité' du Capitalisme », pp. 79-112, *in*, CASTORIADIS, C. (2009) : *Figures du Pensable. Les Carrefours du Labyrinthe*, tome VI, Paris : Points.

CHARLES, S. (2006), *Macroéconomie hétérodoxe : de Kaldor à Minsky*, Paris : L'Harmattan.

CHARLES, S. (2008), "Corporate Debt, Variable Retention Rate and the Appearance of Financial Fragility", *Cambridge Journal of Economics*, volume 32, n°5, pp. 781-795.

CHIAPELLO, E. (2005), « Transformation des conventions comptables, transformation de la représentation de l'entreprise », pp. 121-150, *in*, CAPRON, M. (dir.), *Les normes comptables internationales, instruments du capitalisme financier*, Paris : La Découverte.

CHICK, V. et CASERTA, M. (1997), "Provisional Equilibrium and Macroeconomic Theory", pp. 223-237, *in*, ARESTIS, P., PALMA, G. et SAWYER, M. (éd), *Markets, Unemployment and Economic Policy. Essays in Honour of Geoff Harcourt, Volume 2*, London and New York: Routledge.

CLEVENOT, M. (2006), *Financiarisation, régime d'accumulation et mode de régulation. Peut-on appliquer le « modèle » américain à l'économie française ?*, Thèse de doctorat, Université Paris 13.

COASE, R. (1937), "The Nature of the Firm", *Economica*, volume 4, n°16, pp. 386-405.

COMMENDATORE, P. (2006), "Are Kaleckian Models Relevant for the Long Run?", pp. 288-307, *in*, SALVADORI, N. et PANICO, C. (éd.), *Classical, Neoclassical and Keynesian Views on Growth and Distribution*, Cheltenham: Edward Elgar.

CORDONNIER, L. (1994), « Rationalité Stratégique et Émergence des Normes », *Cahiers d'Économie Politique*, n°24-25, pp. 227-244.

CORDONNIER, L. (2006), « Le Profit sans l'Accumulation : la Recette du Capitalisme Gouverné par la Finance », *Innovations, Cahiers d'Économie de l'Innovation*, n°23, pp. 79-108.

CORDONNIER, L. et VAN DE VELDE, F. (2008), "Financial Claims and the Glass Ceiling of Profitability", papier présenté au Workshop *Financialization: Post-Keynesian Approaches*, Université Lille 1 (Avril).

CORDONNIER, L. et VAN DE VELDE, F. (2009), « Un point de vue post keynésien sur la financiarisation de l'économie », communication présentée lors du 4ème colloque international du CEMF-LEG *La crise monétaire et financière*, Université de Bourgogne, Dijon, 10-12 décembre.

CORIAT, B. et WEINSTEIN, O. (1995), *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Paris : Librairie Générale Française.

CROTTY, J. (1990a), "Keynes on the Stages of Development of the Capitalist Economy: The Institutional Foundation of Keynes' Methodology", *Journal of Economic Issues*, volume 24, n°3, pp. 761-780.

CROTTY, J. (1990b), "Owner-Manager Conflict and Financial Theories of Investment Instability: a Critical Assessment of Keynes, Tobin, and Minsky", *Journal of Post Keynesian Economics*, volume 12, n°4, pp. 519-542.

CROTTY, J. (1992), "Neoclassical and Keynesian Approaches to the Theory of Investment", *Journal of Post Keynesian Economics*, volume 14, n°4, pp. 483-496.

CROTTY, J. (1993), "Rethinking Marxian Investment Theory: Keynes-Minsky Instability, Competitive Regime Shifts, and Coerced Investment", *Review of Radical Political Economics*, volume 25, n°1, pp. 1-26.

CROTTY, J. (2005), "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era", pp. 77-110, *in*, EPSTEIN, G.A. (éd), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham: Edward Elgar.

CROTTY, J. et GOLDSTEIN, J. (1992), "The Investment Decision of the Post Keynesian Firm: A Suggested Microfoundation for Minsky's Investment Instability Thesis", *The Levy Economics Institute Working Paper* n°79.

DALLERY, T. (2009), "Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization", *Review of Radical Political Economics*, vol. 41, n°4, pp. 492-515.

DALLERY, T., ÉLOIRE, F. et MELMIÈS, J. (2009), « La Fixation des Prix en Situation d'Incertitude et de Concurrence : Keynes et White à la même Table », *Revue Française de Socio-Économie*, n°4, pp. 177-198.

DALLERY, T. et VAN TREECK, T. (2010, à paraître), "Conflicting Claims and Equilibrium Macroeconomic Adjustment Processes in a Stock-Flow Consistent Macromodel", *Review of Political Economy*.

DAVIDSON, P. (1972), *Money and the Real World*, London: Macmillan.

DAVIDSON, P. (1982-83), "Rational Expectations: a Fallacious Foundation for Studying Crucial Decision-Making Processes", *Journal of Post Keynesian Economics*, volume 5, n°2, pp. 182-197.

DAVIDSON, P. (1991), "Is Probability Theory Relevant for Uncertainty?", *Journal of Economic Perspectives*, volume 5, n°1, pp. 129-143.

DAVIDSON, P. (1996), « Reality and Economic Theory », *Journal of Post Keynesian Economics*, volume 18, n°4, pp. 479-508.

DAVIDSON, P. et DAVIDSON, G.S. (1984), "Financial Markets and Williamson's Theory of Governance: Efficiency versus Concentration versus Power", *Quarterly Review of Economics and Business*, volume 24, Winter.

DENORD, F. (2007), *Néo-Libéralisme Version Française. Histoire d'une Idéologie Politique*, Paris : Demopolis.

DOSTALER, G. et MARIS, B. (2009), *Capitalisme et Pulsion de Mort*, Paris : Albin Michel.

DUGGER, W.M. (1996), "Redefining Economics: from Market Allocation to Social Provisioning", pp. 31-43, *in*, WHALEN, C.J. (éd), *Political Economy for the 21st Century: Contemporary Views on the Trend of Economics*, New-York: ME Sharpe.

DUMÉNIL, G. et LÉVY, D. (1999), "Being Keynesian in the Short Term and Classical in the Long Term : the Traverse to Classical long-term Equilibrium", *The Manchester School of Economic and Social Studies*, volume 67, n°6, pp. 684-716.

DUTT, A.K. (1984), "Stagnation, Income Distribution and Monopoly Power", *Cambridge Journal of Economics*, volume 8, n°1, pp. 25–40.

DUTT, A.K. (1990), *Growth, Distribution and Uneven Development*, Cambridge: Cambridge University Press.

DUTT, A.K. (1997), "Equilibrium, Path Dependence and Hysteresis in Post-Keynesian Models", pp. 238-253, *in*, ARESTIS, P., PALMA, G., et SAWYER, M. (éd.), *Markets, Unemployment and Economic Policy. Essays in Honour of Geoff Harcourt, vol. 2*, London and New York: Routledge.

EICHNER, A. (1976), *The Megacorp and Oligopoly: Micro Foundations of Macro Dynamics*, Cambridge: Cambridge University Press.

EPSTEIN, G.A. (1992), "Political Economy and Comparative Central Banking", *Review of Radical Political Economics*, volume 24, n°1, pp. 1-30.

EPSTEIN, G.A. (2005), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham: Edward Elgar.

EPSTEIN, G. et POWER, D. (2003), "Rentier Incomes and Financial Crises: an Empirical Examination of Trend and Cycles in some OECD Countries", *PERI Working Paper Series*, n°57.

FIRMIN, C. (2008), *Financiarisation, répartition des revenus et croissance en France. Quelques faits stylisés à l'épreuve d'un modèle stock – flux*, Thèse de Doctorat, Université Paris 1.

FLASCHEL, P., FRANKE, R. et SEMMLER, W. (1997), *Dynamic Macroeconomics: Instability, Fluctuations, and Growth in Monetary Economies*, London: the MIT Press.

FREEMAN, R.E. (1984), *Strategic Management: a Stakeholder Approach*, Boston: Pitman.

GALBRAITH, J.K. (1967), *The New Industrial State*, Boston: Houghton Mifflin.

GODLEY, W. et CRIPPS, F. (1983), *Macroeconomics*, London: Fontana Paperbacks.

GODLEY, W. et LAVOIE, M. (2001-2), "Kaleckian Models of Growth in a Coherent Stock-Flow Monetary Framework: a Kaldorian View", *Journal of Post Keynesian Economics*, volume 24, n°2, pp. 277-312.

GODLEY, W. et LAVOIE, M. (2007), *Monetary Economics. An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

GROSSETTI, M. et GODART, F. (2007), « Harrison White : des Réseaux Sociaux à une Théorie Structurale de l'Action », *SociologieS, Revue scientifique internationale*, http://sociologies.revues.org/document233.html

GUERRIEN, B. (2002), *Dictionnaire d'Analyse Économique*, 3e édition augmentée, Paris : La Découverte & Syros.

HARROD, R.F. (1948), *Towards a Dynamic Economics*, London: Macmillan & Co.

HEILBRONER, R. (1973), *Comprendre la Macroéconomie*, Paris : Économica.

HEIN, E. (2006), “Interest, Debt and Capital Accumulation – a Kaleckian Approach”, *International Review of Applied Economics*, volume 20, n°3, pp. 337-352.

HEIN, E. (2007), “Interest Rate, Debt, Distribution and Capital Accumulation in a Post-Kaleckian Model”, *Metroeconomica*, 2007, volume 58, n°2, pp. 310-339.

HEIN, E. (2009), “A (Post-)Keynesian Perspective on ‘Financialisation’”, *IMK Studies*, n°1/2009, 63 p.

HEIN, E. et KRAMER, H. (1997), “Income Shares and Capital Formation: Patterns of Recent Developments”, *Journal of Income Distribution*, volume 7, n°1, pp 5-28.

HEIN, E. et OCHSEN, C. (2003), “Regimes of Interest Rates, Income Shares, Savings, and Investment: a Kaleckian Model and Empirical Estimations for some Advanced OECD Economies », *Metroeconomica*, volume 54, n°4, pp. 404-433.

HEIN, E., LAVOIE, M. et VAN TREECK, T. (2008), “Some Instability Puzzles in Kaleckian Models of Growth and Distribution: a critical Survey”, *IMK Working Paper*, n°19/2008.

HEIN, E. et VAN TREECK, T. (2007), “’Financialisation’ in Kaleckian / Post-Kaleckian Models of Distribution and Growth”, *IMK Working Paper*, n°7/2007.

HEIN, E. et VAN TREECK, T. (2008), “’Financialisation’ in Post-Keynesian Models of Distribution and Growth – A Systematic Review”, *IMK Working Paper*, n°10/2008.

HEIN, E. et VOGEL, L. (2008), “Distribution and Growth Reconsidered: Empirical Results for six OECD Countries”, *Cambridge Journal of Economics*, volume 32, n°3, pp. 479-511.

HEYE, C. (1995), “Expectations and Investment: an Econometric Defense of Animal Spirits”, pp. 197-223, *in*, EPSTEIN, G.A. et GINTIS, H.M. (éd), *Macroeconomic Policy after the Conservative Era. Studies in Investment, Saving and Finance*, Cambridge: Cambridge University Press.

HICKS, J. (1973), *Une théorie de l’histoire économique*, Paris : Éditions du Seuil.

HOANG-NGOC, L. et FIRMIN, C. (2009), *Sous la crise, la répartition des revenus*, Paris : La Dispute.

HORN, G., DROGE, K. STURN, S., VAN TREECK, T. et ZWIENER, R. (2009), "From the Financial Crisis to the World Economic Crisis. The Role of Inequality", *IMK Policy Brief*.

JENSEN, M. et MECKLING, W. (1976), "Theory of the Firm – Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, volume 3, n°4, pp. 305-60.

KALDOR, N. (1956), "Alternative Theories of Distribution", *Review of Economic Studies*, volume 23, n°2, pp. 83-100.

KALDOR, N. (1957), "A Model of Economic Growth", *Economic Journal*, volume 67, pp. 591-624.

KALDOR, N. (1982, [1985]), *Le fléau du monétarisme*, Paris : Economica.

KALECKI, M. (1937), "The Principle of Increasing Risk", *Economica*, volume 4, n°16, pp. 440-447.

KALECKI, M. (1943), *Studies in Economic Dynamics*, London: Allen & Unwin.

KALECKI, M. (1954), *Theory of Economic Dynamics. An Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economy*, London: Allen & Unwin.

KALECKI, M. (1971), *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy*, Cambridge: Cambridge University Press.

KALECKI, M. (1990), "Political Aspects of Full Employment", in OSIANTYNSKI, J. (éd), *Collected Works of Michal Kalecki*, vol. 1, Oxford: Oxford University Press.

KEYNES, J.M. (1924), « La fin du laissez-faire », pp. 55-86, *in* KEYNES, J.M. (2002), *La Pauvreté dans l'Abondance*, Paris : Gallimard.

KEYNES, J.M. (1930a), "A Treatise on Money: The Pure Theory of Money", in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, volume 5 (1971), London: MacMillan, Saint Martin's Press.

KEYNES, J.M. (1930b), "A Treatise on Money: The Applied Theory of Money", in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, volume 6 (1971), London: MacMillan, Saint Martin's Press.

KEYNES, J.M. (1933), « L'Autosuffisance Nationale », pp. 194-212, *in* KEYNES, J.M. (2002), *La Pauvreté dans l'Abondance*, Paris : Gallimard.

KEYNES, J.M. (1936), "The General Theory of Employment, Interest and Money", in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, volume 7 (1973), London: MacMillan, Paris : Éditions Payot & Rivages pour la traduction française (2005).

KEYNES, J.M. (1983), *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Economic Articles and Correspondence: Investment and Editorial, vol. 12,* London: Macmillan.

KNIGHT, F. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston, réédition (1965), New-York: Harper and Row.

KRIPPNER, G.R. (2005), "The Financialization of the American Economy", *Socio-Economic Review*, volume 3, n°2, pp. 173-208.

KURZ, H.D. (1986), "Normal Positions and Capital Utilization", *Political Economy*, volume 2, n°1, pp. 37-54.

LAVOIE, M. (1985), « La Théorie Générale et l'Inflation de Sous Emploi », *in*, POULON, F. (éd), *Les Écrits de Keynes*, Paris : Dunod.

LAVOIE, M. (1992), *Foundations of Post Keynesian Analysis*, Aldershot: Edward Elgar.

LAVOIE, M. (1995), "The Kaleckian Model of Growth and Distribution and its Neo-Ricardian and Neo-Marxian Critiques", *Cambridge Journal of Economics*, volume 19, n°6, pp. 789-818.

LAVOIE, M. (1996), "Traverse, Hysteresis, and Normal Rates of Capacity Utilization in Kaleckian Models of Growth and Distribution", *Review of Radical Political Economics*, volume 28, n°4, pp. 113-147.

LAVOIE, M. (2002), "The Kaleckian Growth Model with Target Return Pricing and Conflict Inflation", pp. 172-188, *in*, SETTERFIELD, M. (éd), *The Economics of Demand-Led Growth*, Cheltenham: Edward Elgar.

LAVOIE, M. (2003), "Kaleckian Effective Demand and Sraffian Normal Prices: Towards a Reconciliation", *Review of Political Economy*, volume 15, n°1, pp. 53-74.

LAVOIE, M. (2004), *L'Économie postkeynésienne*, Paris : La Découverte, coll. Repères.

LAVOIE, M. (2005), « Les Théories Hétérodoxes ont-elles Quelque Chose en Commun ? Un Point de Vue Post-Keynésien », *Économies et Sociétés*, volume 36, n°6, pp. 1091-1124.

LAVOIE, M. (2006), "*Cadrisme* within a Kaleckian Model of Growth and Distribution", *ROBINSON Working Paper* n°06-05, University of Ottawa.

LAVOIE, M. (2008), "Surveying Short-run and Long-run Stability Issues with the Kaleckian Model of Growth", *ROBINSON Working Paper*, n°08/07, University of Ottawa.

LAVOIE, M., RODRIGUEZ, G., et SECCARECCIA, M. (2004), "Similarities and Discrepancies in Post-Keynesian and Marxist Theories of Investment: A Theoretical and Empirical Investigation", *International Review of Applied Economics*, volume 18, n°2, pp. 127-149.

LAZONICK, W. (2008), "The Quest for Shareholder Value: Stock Repurchases in the US Economy", *Recherches Économiques de Louvain*, volume 74, n°4, pp. 479-540.

LAZONICK, W. et O'SULLIVAN, M. (2000), "Maximizing Shareholder Value: a New Ideology for Corporate Governance", *Economy and Society*, volume 29, n°1, pp. 13-35.

LE BOURVA, J. (1962), « Création de la Monnaie et Multiplicateur du Crédit », *Revue Économique*, volume 13, n°1, pp. 29-56.

LEE, F.S. (2010, à paraître), *Post Keynesian Microeconomic Theory*, London and New-York: Routledge.

LE HÉRON, E. et MOUAKIL, T. (2008), "A Post Keynesian Stock-Flow Consistent Model for Dynamic analysis of Monetary Policy Shock on Banking Behaviour", *Metroeconomica*, vol. 59, n°3, pp. 405-440.

LENFANT, J.S. (2006), « L'équilibre général depuis Sonnenschein, Mantel et Debreu : courants et perspectives », Communication au 5ème colloque de l'Association internationale Walras : *Regards croisés sur Léon Walras*, Lausanne, 21-23 septembre.

LORDON, F. (2000), *Fonds de Pension, Piège à Cons ? Mirage de la Démocratie Actionnariale*, Paris : Raisons d'Agir.

LORDON, F. (2006), « Métaphysique des luttes », *Recherches et Régulation Working Paper*.

LORDON, F. (2008a), *Jusqu'à Quand ? Pour en Finir avec les Crises Financières*, Paris : Raisons d'Agir.

LORDON, F. (2008b), « Avant-propos », *in* LORDON, F. (dir.), *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Paris : Les Presses de Sciences Po.

MAKI, D. et PALUMBO, M. (2001), "Disentangling the Wealth Effect: a Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s", Federal Reserve System, *Finance and Economics Discussion Series* n°2001-21.

MARGLIN, S. et SCHOR, J. (1990), *The Golden Age of Capitalism*, Oxford: Clarendon Press.

MARX, K. (1867, [1983]), *Le Capital : Critique de l'Économie Politique, Livre Premier : Le Procès de Production du Capital*, Paris : Éditions Sociales.

MINSKY, H.P. (1986, [2008]), *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill Professional: New York.

MISSAGLIA, M. (2007), "Demand Policies for Long Run Growth: Being Keynesian both in the Short and in the Long Run?", *Metroeconomica*, volume 58, n°1, pp. 74-94.

MOTT, T. et SLATTERY, E. (1994), "The Influence of Changes in Income Distribution on Aggregate Demand in a Kaleckian Model: stagnation vs. exhilaration reconsidered", pp. 69-82, in DAVIDSON, P. et KREGEL, J. (éds), *Employment, Growth and Finance. Economic Reality and Economic Growth*, Aldershot: Edward Elgar.

MOUCHOT, C. (1996), *Méthodologie économique*, Paris : Éditions du Seuil.

PALLEY, T. (2008), "Financialization: What it is and Why it Matters", *IMK Working Paper*, n°04/2008.

PALUMBO, A. et TREZZINI, A. (2003), "Growth Without Normal Capacity Utilization", *European Journal of the History of Economic Thought*, volume 10, n°1, pp. 109-135.

PARGUEZ, A. (1980), « Profit, Épargne, Investissement ; Éléments pour une Théorie Monétaire du Profit », *Économie Appliquée*, volume 33, n°2, pp. 425-455.

PARK, M.S. (1997), "Accumulation, Capacity Utilisation and Distribution", *Contributions to Political Economy*, volume 16, pp. 87-101.

PASINETTI, L. (1962), "Rate of Profit and Income Distribution in Relation to the Rate of Economic Growth", *Review of Economic Studies*, volume 29, n°4, pp. 267-279.

PERROUX, F. (1973), *Pouvoir et Économie*, Paris : Bordas.

PETIT, P. (1998), « Formes structurelles et régimes de croissance de l'après-fordisme », *L'Année de la Régulation*, vol. 2, pp. 169-196.

PETIT, P. (2006), "Socio-institutional changes in the post-Fordist era", pp. 103-122, *in* CORIAT, B., PETIT, P. et SCHMÉDER, G., *The Hardship of Nations. Exploring the Paths of Modern Capitalism*, Cheltenham: Edward Elgar.

PIKETTY, T. et SAEZ, E. (2006), "How Progressive is the U.S. Federal Tax System? A Historical and International Perspective", *Journal of Economic Perspectives*, volume 21, n°1, pp. 3-24.

PLIHON, D. (2002), *Rentabilité et Risque dans le Nouveau Régime de Croissance*, Rapport du Commissariat Général au Plan, Paris : La Documentation Française.

PLIHON, D. (2004), *Le Nouveau Capitalisme*, 2ème édition, Paris : La Découverte, coll. Repères.

POLANYI, K. (1944, [1983]), *La Grande Transformation. Aux Origines Politiques et Économiques de notre Temps*, Paris : Gallimard.

POSTEL, N., ROUSSEAU, S. et SOBEL, R. (2009), « Économie politique, institutionnalisme et hétérodoxies. Un essai de généalogie conceptuelle de l'objet propre des hétérodoxies économiques », Contribution au *Forum de la Régulation*, décembre 2009.

ROBINSON, J. (1951), *Collected Economic Papers*, Volume 1, Oxford: Basil Blackwell.

ROBINSON, J. (1956), *The Accumulation of Capital*, London: Macmillan.

ROBINSON, J. (1962, [1964]), *Essays in the Theory of Economic Growth*, London: Macmillan and Co Ltd.

ROWTHORN, R. (1981), "Demand, Real Wages and Economic Growth", *Thames Papers in Political Economy*, Autumn, pp. 1-39.

SAHLINS, M. (2009), *La nature humaine : une illusion occidentale*, Paris : Éditions de l'éclat.

SCHMITT, B. (1966), *Monnaie, Salaires et Profits*, Paris : Presses Universitaires de France.

SHAIKH, A. (2009), "Economic Policy in a Growth Context: A Classical Synthesis of Keynes and Harrod", *Metroeconomica*, volume 60, n°3, pp. 455-494.

SKOTT, P. (1989), *Conflict and Effective Demand in Economic Growth*, Cambridge: Cambridge University Press.

SKOTT, P. (2008a), "Theoretical and Empirical Shortcomings of the Kaleckian Investment Function", *University of Massachusetts Amherst Working Paper*, n°2008-11.

SKOTT, P. (2008b), "Growth, Instability and Cycles: Harrodian and Kaleckian Models of Accumulation and Income Distribution", *University of Massachusetts Amherst Working Paper*, n°2008-12.

SKOTT, P. (2008c), "Investment Functions, Stability and the Reserve Army of Labor", *Mimeo*.

SKOTT, P. et RYOO, S. (2008), "Macroeconomic Implications of Financialisation", *Cambridge Journal of Economics*, volume 32, n°8, pp. 827-862.

SIMON, H. (1976), "From Substantive to Procedural Rationality", in LATSIS, S.J. (éd): *Method and Appraisal in Economics*, Cambridge: Cambridge University Press.

SMITH, A. (1776, [2001]), *Recherche sur la Nature et les Causes de la Richesse des Nations*, Paris : Flammarion.

SOLOW, R. (1956), "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, volume 70, n°1, pp. 65-94.

SOMBART, W. (1902), *Der moderne Kapitalismus*. *Die Genesis des Kapitalismus*, t. 1, Leipzig.

STEINDL, J. (1952), *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Oxford: Basil Blackwell.

STEINER, P. (1999), *La Sociologie Économique*, Paris : La Découverte, coll. Repères.

STOCKHAMMER, E. (2004a), "Financialization and the Slowdown of Accumulation", *Cambridge Journal of Economics*, volume 28, n°5, pp. 719-741.

STOCKHAMMER, E. (2004b), *The Rise of Unemployment in Europe: a Keynesian Approach*, Cheltenham: Edward Elgar.

STOCKHAMMER, E. (2005-6), "Shareholder Value Orientation and the Investment – Profit Puzzle", *Journal of Post Keynesian Economics*, volume 28, n°2, pp. 193-215.

STOCKHAMMER, E. (2008), "Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime", *Competition and Change*, volume 12, n°2, pp. 184-202.

STOCKHAMMER, E., ONARAN, O. et EDERER, S. (2009), "Functional Income Distribution and Aggregate Demand in the Euro Area", *Cambridge Journal of Economics*, volume 33, n°1, pp. 139-159.

TAYLOR, L. (1985), "A Stagnationist Model of Economic Growth", *Cambridge Journal of Economics*, volume 9, n°4, pp. 383-403.

TAYLOR, L. (2004), *Reconstructing Macroeconomics. Structuralist Proposals and Critiques of the Mainstream*, London: Harvard University Press.

TOBIN, J. (1982), "Money and Finance in the Macroeconomic Process", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 14, n°2, pp. 171-204.

VAN DE VELDE, F. (2005), *Monnaie, Chômage et Capitalisme*, Villeneuve d'Ascq : Presses Universitaires du Septentrion.

VAN TREECK, T. (2007), "Reconsidering the Investment-Profit Nexus in Finance-Led Economies: an ARDL-based Approach", *IMK Working Paper*, n°1/2007.

VAN TREECK, T. (2008a), "Reconsidering the Investment-Profit Nexus in Finance-Led Economies: an ARDL-based Approach", *Metroeconomica*, volume 59, n°3, pp. 371-404.

VAN TREECK, T. (2008b), "The Political Economy Debate on 'Financialisation' – A Macroeconomic Perspective", *IMK Working Paper*, n°01/2008.

VAN TREECK, T. (2008c), "Asymmetric income and wealth effects in a non-linear error correction model of US consumer spending", *IMK Working Paper*, n°06/2008.

VAN TREECK, T. (2009), “A Synthetic, Stock-Flow Consistent Macroeconomic Model of Financialisation”, *Cambridge Journal of Economics*, volume 33, n°3, pp. 467-493.

VON NEUMANN, J. et MORGENSTERN, O. (1944), *The Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton: Princeton University Press.

WEBER, M. (1905, [1967]), *L’Éthique Protestante et l’Esprit du Capitalisme*, Paris : Plon.

WEBER, M. (1919, [1959]), *Le Savant et le Politique*, Paris : Plon.

WEIL, S. (1934, [1955]), *Réflexions sur les causes de la liberté et de l’oppression sociale*, Paris : Gallimard.

WHITE, H. (1981), “Where Do Markets Come From?”, *American Journal of Sociology*, volume 87, n°3, pp. 517-587.

WHITE, H. (2002), *Markets from Networks. Socioeconomic Models of Production*, Princeton: Princeton University Press.

WOOD, A. (1975), *A Theory of Profits*, Cambridge: Cambridge University Press.

Annexe n°1 : variables et équations du modèle SFC

Endogenous variables:

c_r: Total real consumption

cg: Capital gains

cg_exp: Expected capital gains

cons: Total consumption

cr: Rentiers' consumption

cr_r: Rentiers' real consumption

cw_r: Workers' real consumption

e_d: Demand for equities

e_exp: Expected stock market value

e_s: Supply of equities

fb: Bank profits

fd: Dividends

ft: Total profits

fu: Undistributed profits

g: Accumulation rate

gy: Growth rate of rentier income

gy_r: Real growth rate of rentier income

h: Profit share

i: Investment

i_r: Real investment

il: Banks' lending rate

k: Capital stock

k_r: Real capital stock

l_s: Total loans (supply)

lev: Firms' leverage ratio

levc: Maximum leverage ratio tolerated by banks

lf: Firms' loans outstanding

m_d: Money deposits (demand)

m_s: Money deposits (supply)

n: Employed workers

npot: Potential employment

p: Price level

pe: Price of equity

pinfl: Price inflation

pinfl_exp: Expected price inflation

q: Tobin's q

r: Profit rate

re: Rate of return on equity

re_r: Real rate of return on equity

rl: Banks' real lending rate

rm: Banks' real deposit rate

rs: Target rate of return actually incorporated into prices

rsf: Firms' rarget rate of return

rsw: Workers' target rate of return

theta: Mark-up of firms

u: Utilisation rate

un: Unemployed workers

ur: Unemployment rate

v: Rentiers' net worth

v_exp: Rentiers' expected net worth

w: Wage rate

w_r: Real wage rate

wb: Wage bill

wb_r: Real wage bill

winfl: Wage inflation

winfl_exp: Expected wage inflation

ws: Wage share

y: Output

y_r: Real output

ydr: Rentiers' disposable income

ydr_exp: Rentiers' expected disposable income

ydr_r: Rentiers' real disposable income

ydr_r_exp: Rentiers' expected real disposable income

ypot: Potential output

ypot_r: Real potential output

Exogenous variables and parameters:

beta1: Propensity to consume out of rentier disposable income

beta2: Propensity to consume out of net worth

delta1: Indicator of shareholders' power

delta2: Speed of adjustment of dividend payout ratio to profitability gap

delta21: Speed of adjustment of dividend payout ratio to excess leverage

delta3: Speed of adjustment of share buybacks to profitability gap

delta31: Speed of adjustment of share buybacks to excess leverage

gamma0: Autonomous investment

gamma1: Investment response to profitability target

gamma2: Investment response to leverage ratio

gamma3: Investment response to utilisation

im: Banks' deposit rate

lambda0: Autonomous preference for equity

lambda1: Response in preference for equity to deposit rate

lambda2: Response in preference for equity to rate of return on equity

lambda3: Indicator of transactions demand for money

mju: Labour productivity

omega1: Response of wage increases to frustrated claims by workers

omega10: Autonomous bargaining power of workers

omega11: Effect of unemployment rate on workers' bargaining power

omega2: Response of wage inflation to expected price inflation

psi1: Response of price increases to frustrated claims by firms

psi2: Response of price inflation to expected wage inflation

rho1: Speed of adjustment of firms' profitability target to actual profitability

rho2: Sensibility of workers' claims to changes in unemployment rate

rsh: Target profit rate of shareholders

rsm: Target profit rate of managers

sf: Firms' retention rate

sigma: Capital-to-full capacity ratio

thetab: Banks' markup on interest rate

us: Standard utilisation rate

x: Ratio of net equity issues to investment

Distribution and inflation:

rs = (us - (us / p)*(w / mju))/sigma

w = (omega1*(rs(-1) - rsw(-1)) + omega2*pinfl_exp)*w(-1)+w(-1)

p = (psi1*(rsf(-1) - rs(-1)) + psi2*winfl_exp)*p(-1)+p(-1)

omega1 = omega10 - omega11*ur(-1)

w_r = w/p

winfl = (w- w(-1))/w(-1)

winfl_exp = winfl(-1)

pinfl = (p- p(-1))/p(-1)

pinfl_exp = pinfl(-1)

rsw = rsw(-1) + rho2*(ur(-1) - ur(-2))

rsf = delta1*rsh + (1 - delta1)*rsm

Fordism (delta1 = 0): rsf = rsm = rsf(-1) + rho1*(r(-1) - rsf(-1))

Financialisation (delta1=1): rsf = rsh = rsf(-1)

n = y_r / mju

y_r = y/p

un = npot - n

npot = ypot_r/mju

ypot = k / sigma

ypot_r = k_r / sigma

ur = un / npot

theta = (rs*sigma)/(us - rs*sigma)

ft = (theta / (1 + theta)) * y

h = ft/y

wb = w*n

wb_r = wb / p

ws = wb/y

Firms' investment and financing decisions:

g = gamma0 - gamma1*rsf(-1) - gamma2*lev(-1) + gamma3*u(-1)

Fordism: gamma1 = 0

Financialisation: gamma2 = 0

i_r = g * k_r(-1)

k_r = k_r(-1) + i_r

k = k_r*p

lev = lf/k

lf = lf(-1) + i - fu - (e_s - e_s(-1)) * pe

fu = ft - fd - il * lf(-1)

fd = (1 - sf) * (ft(-1) - il(-1) * lf(-2)) * (1 + g(-1))

e_s = e_s(-1) + x * i(-1) / pe

u = y/ypot

y = i + cons

i = i_r*p

r = ft/k

sf = sf(-1) (Fordism)

Financialisation: sf = sf(-1) - delta2*(rsf(-1) - r(-1)) + delta21*(levc(-1)-lev(-1))

x = x(-1) (Fordism)

Financialisation: x = x(-1) - delta3*(rsf(-1)-r(-1)) + delta31*(levc(-1) - lev(-1))

Personal consumption and portfolio decisions:

c_r = cw_r + cr_r

cons = c_r * p

cw = cw_r*p

cr = cr_r*p

cw_r = wb/p

cr_r = beta1*(ydr_r_exp) + beta2*(v(-1)/p(-1))

ydr_r_exp = (1+gy_r)*ydr_r(-1)

gy = (ydr - ydr(-1)) / ydr(-1)

gy_r = (ydr_r - ydr_r(-1)) / ydr_r(-1)

v = v(-1) + ydr - cr + cg

v_r = v/p

cg = (pe - pe(-1)) * e_d(-1)

e_d = e_s

e_exp = (lambda0 - lambda1 * rm + lambda2 * re_r(-1)) * v_exp - lambda3 * ydr_exp

v_exp = v(-1) + ydr_exp + cg_exp - cr

cg_exp = (1 + g(-1)) * cg(-1)

pe = e_exp/e_d

re = (fd + cg) / (pe(-1) * e_d(-1))

re_r = re - pinfl

ydr_r = ydr/p

ydr = fd + fb + im*m_d(-1)

ydr_exp = (1 + gy)*ydr(-1)

Banks and further monetary variables:

rm = im - pinfl

il = (1 + thetab)*im

rl = il - pinfl

fb = il * l_s(-1) - im * m_s(-1)

l_s = lf

m_d = m_d(-1) + v - v(-1) - (e_d - e_d(-1)) * pe - (pe - pe(-1)) * e_d(-1)

m_s = l_s

q = (lf + e_s * pe) / k

Annexe n°2 : niveaux de certaines variables clefs dans le cadre de deux configurations du modèle SFC

Fordisme coopératif

	Symboles	Valeurs initiales	Valeurs finales
Taux de profit économique	r	0,0664	0,0684
Taux de croissance	g	0,0418	0,0446
Taux d'utilisation	u	0,922	0,998
Part des salaires dans la valeur ajoutée	ws	0,6398	0,6574
Part des profits dans la valeur ajoutée	h	0,3601	0,3426
Inflation (prix et salaires)	pinfl	0,035	0,0543
Taux d'endettement des firmes	lev	0,0869	0,0767
Taux de profit cible des managers	rsm	0,04	0,04
Taux de profit cible des actionnaires	rsh	0,07	0,07
Taux de profit cible des firmes	rsf	0,0664	0,0684
Taux de profit cible des salariés	rsw	0,0488	0,048
Taux de profit incorporé dans les prix	rs	0,0576	0,0548
Taux de marge	theta	0,5629	0,5211
Pouvoir des salariés	omega10	0,2	0,4

(choc = renforcement du pouvoir de négociation des salariés, omega10)

Financiarisation

	Symboles	Valeurs initiales	Valeurs finales
Taux de profit économique	r	0,055	0,0625
Taux de croissance	g	0,0409	0,0377
Taux d'utilisation	u	0,8409	0,8992
Part des salaires dans la valeur ajoutée	ws	0,6729	0,6524
Part des profits dans la valeur ajoutée	h	0,327	0,3475
Inflation (prix et salaires)	pinfl	0,0106	0,0267
Taux d'endettement des firmes	lev	0,1647	0,2969
Taux de profit cible des managers	rsm	0,04	0,04
Taux de profit cible des actionnaires	rsh	0,07	0,085
Taux de profit cible des firmes	rsf	0,055	0,0625
Taux de profit cible des salariés	rsw	0,0496	0,049
Taux de profit incorporé dans les prix	rs	0,0523	0,0556
Taux de marge	theta	0,4859	0,5327

(choc = renforcement des exigences actionnariales, rsh)

Liste des figures

Graphique n°1.1 : Taux d'inflation 32

Graphique n°1.2 : Taux de croissance 32

Graphique n°1.3 : Taux de chômage 33

Graphique n°1.4 : Part (ajustée) des salaires dans la valeur ajoutée 42

Graphique n°1.5 : Taux d'accumulation 42

Graphique n°1.6 : Taux de profit 43

Graphique n°1.7 : Répartition de l'excédent net d'exploitation en % de la valeur ajoutée des sociétés non financières aux États-Unis 44

Graphique n°1.8 : Répartition de l'excédent brut d'exploitation en % de la valeur ajoutée des sociétés non financières en France 44

Graphique n°1.9 : Dividendes nets dans le profit après impôts aux États-Unis 46

Graphique n°1.10 : Taux d'épargne des ménages américains 62

Graphique n°1.11 : Part des dividendes dans le revenu des ménages américains 63

Graphique n°1.12 : Part du revenu national détenue par les 10% les plus riches 63

Schéma n°1.1 : Un circuit macroéconomique simplifié 67

Tableau n°1.1 : Éléments d'opposition orthodoxie/hétérodoxie 89

Schéma n°1.2 : Le marché tripartie et la firme comme interface 92

Schéma n°2.1 : La représentation traditionnelle de la théorie post-keynésienne de la firme 118

Schéma n°2.2 : La firme post-keynésienne en financiarisation (modèle de Stockhammer). 121

Schéma n°2.3 : La firme galbraithienne et la contrainte financière renforcée 128

Schéma n°2.4 : Le report de contrainte à l'intérieur de la firme galbraithienne 133

Schéma n°2.5 : La maximisation du free cash flow 139

Tableau n°2.1 : Structure financière simplifiée de la firme 142

Schéma n°2.6 : La maximisation de la richesse actionnariale (shareholder wealth) 146

Schéma n°3.1 : Le double lien entre accumulation et rentabilité chez Robinson. 164

Schéma n°3.2 : Le paradoxe des coûts. 181

Schéma n°3.3 : Le paradoxe de l'épargne. 182

Schéma n°3.4 : Le renforcement des « esprits animaux ». 183

Tableau n°3.1 : Résultats de plausibilité pour les modèles de *mark-up pricing*. 198

Tableau n°3.2 : Résultats de plausibilité pour les modèles de *target-return pricing*. 199

Schéma n°3.5 : La stabilité du modèle kaleckien. 203

Schéma n°3.6 : L'instabilité du modèle kaleckien. 204

Tableau n°3.3 : Résultats de stabilité pour les modèles de *mark-up pricing*. 208

Tableau n°3.4 : Résultats de stabilité pour les modèles de *target-return pricing.* 209

Schéma n°4.1 : La firme post-keynésienne et le conflit entre managers et actionnaires 243

Schéma n°4.2 : Le conflit entre managers et salariés : revendications et inflations 251

Schéma n°4.3 : Revendications conflictuelles et réalisation des objectifs des firmes 257

Tableau n°4.1 : La matrice des bilans 261

Tableau n°4.2: La matrice des transactions 261

Schéma n°4.4 : Augmentation du pouvoir de négociation des salariés : le capitalisme « coopératif » 267

Schéma n°4.5 : Augmentation des exigences actionnariales : le « paradoxe de la gourmandise » 273

Schéma n°4.6 : Augmentation des exigences actionnariales : la modification des politiques financières 275

Schéma n°4.7 : Augmentation des exigences actionnariales : le « plafond de verre de la rentabilité »..... 279

Table des matières

REMERCIEMENTS 5

INTRODUCTION GENERALE 8

Objet de la thèse : la financiarisation 12
La financiarisation au sein des institutions du capitalisme 13
La financiarisation comme système au sein du capitalisme 15
Plan de la thèse 20

PREMIERE PARTIE : FINANCIARISATION ET THEORIES DE LA FIRME 24

INTRODUCTION. Finance, accumulation et pouvoir : la firme capitaliste 25

CHAPITRE PREMIER : De l'histoire croisee de la finance et du capitalisme, aux croisements des theories de la firme et de la finance 27

1.1. Introduction 27

1.2. Faits stylisés autour de la financiarisation 28

1.2.1. Du Fordisme au capitalisme financiarisé : comment et pourquoi ? 28

1.2.2. Accumulation et libéralisation financière 33

1.2.3. Libéralisation financière et rapports de force 40

1.3. Finance et capitalisme : la financiarisation comme tentative de désencastrer la finance de l'économie 49

1.3.1. Capitalisme et économies de marchés : essais de définition 49

1.3.2. Dette et naissance du capitalisme : le désencastrement de l'économie 53

1.3.3. Typologie des capitalismes et place de la finance 57

1.3.4. Dette et fonctionnement du capitalisme : le pré-financement de la production, et la réalisation de profits purs 64

1.4. Aux croisements des théories de la firme et de la finance 71

1.4.1. Finance et firme dans la théorie néoclassique : économie d'échanges et contrats 71

1.4.2. Les présupposés d'une économie politique hétérodoxe : incertitude, monnaie, production, et sociologie 80

1.4.3. Finance et firme dans la théorie post-keynésienne : économie monétaire de production et rapports de force 90

1.5. Conclusion 100

CHAPITRE DEUX : Théories post-keynésiennes de la firme financiarisée 104

2.1. Introduction 104

2.2. Les décisions d'accumulation à l'intérieur de la théorie post-keynésienne de la firme 107

2.2.1. Le cadre général : une théorie galbraithienne de la firme 108

2.2.2. Les deux piliers du modèle d'accumulation 110

2.2.3. Une première intégration de la financiarisation avec le modèle de Stockhammer 119

2.3. La financiarisation comme contrainte : la persistance de la firme galbraithienne 123

2.3.1. La financiarisation et l'augmentation des versements de dividendes 124

2.3.2. La financiarisation comme contrainte pour les managers 127

2.3.3. Le report de contrainte comme solution 129

2.4. La financiarisation comme objectif en soi : la firme dirigée pour les actionnaires 134

2.4.1. Maximisation du taux de profit ou maximisation du free cash flow ? 135

2.4.2. La maximisation de la richesse actionnariale 140

2.4.3. L'absence d'un savoir pertinent et l'émergence d'une convention financière 143

2.5. Conclusion 148

DEUXIEME PARTIE : MACROECONOMIES POST-KEYNESIENNES DE LA FINANCIARISATION 153

INTRODUCTION. Finance, accumulation et structures : le système capitaliste 154

CHAPITRE TROIS : Actualité des modèles kaleckiens de croissance et de répartition en contexte de financiarisation 158

3.1. Introduction 158

3.2. Les modèles post-keynésiens de croissance et de distribution 161

3.2.1. Quelques éléments d'une histoire de la macroéconomie post-keynésienne 161

3.2.1.1. Les modèles de croissance de Joan Robinson 161
3.2.1.2. Les modèles kaleckiens de croissance et de distribution 167
3.2.1.3. Les modèles à la Bhaduri et Marglin 171

3.2.2. Le socle commun des modèles post-keynésiens de croissance et de distribution 173

3.2.3. Quelques manipulations d'usage 180

3.3. Un défaut de plausibilité des modèles comme signe d'une inadéquation à la réalité ? 184

3.3.1. Méthodologie de la simulation 184

3.3.2. Présentation des différentes fonctions d'investissement 190

3.3.3. Des modèles qui manquent de plausibilité 195

3.4. De l'instabilité de l'équilibre à l'équilibre de l'instabilité 201

3.4.1. Les conditions de stabilité de l'équilibre kaleckien 202

3.4.2. Une facétieuse stabilité 205

3.4.3. Dynamique comparée des modèles et de la réalité 214

3.5. Conclusion 221

CHAPITRE QUATRE : Croissance et répartition au sein d'un modèle macroéconomique stock-flux cohérent (SFC) de la financiarisation 225

4.1. Introduction 225

4.2. L'équilibre de long terme est-il une position pleinement ajustée ? Une revue critique de la littérature 228

4.2.1. Long terme, équilibre et plein-ajustement : état des lieux et positionnement de nos travaux 228

4.2.2. Classique à long terme ? Les réponses kaleckiennes et leurs critiques 232

4.2.2.1. Chick et Caserta (1997) et le refuge dans le moyen terme 233
4.2.2.2. L'endogénéisation du taux d'utilisation standard 234
4.2.2.3. Notre position : taux d'utilisation standard fourchette, inflation conflictuelle et primauté de la rentabilité 236

4.2.3. Objectifs conflictuels et ajustement à l'équilibre : la divergence permanente entre taux d'utilisation effectif et standard comme situation d'équilibre 238

4.3. Exigences conflictuelles et réalisation des objectifs des firmes : perspectives micro- et macroéconomiques 241

4.3.1. La politique d'accumulation et le conflit entre managers et actionnaires 242

4.3.2. La répartition et le conflit entre managers et salariés 246

4.3.3. Le bouclage macroéconomique et la réalisation des objectifs des firmes 251

4.4. Revendications conflictuelles et processus d'ajustement : simulations avec un modèle stock-flux cohérent 258

4.4.1. Une vue d'ensemble du modèle 259

4.4.2. Une interprétation du modèle de Lavoie (2002, 2003) : le régime fordiste 265

4.4.3. Le régime financiarisé : effets contraires, inflexibilité et limites des exigences de profit 271

4.5. Conclusion 280

CONCLUSION GENERALE 283

BIBLIOGRAPHIE 300

ANNEXES 317

Le divorce rentabilité/croissance dans le capitalisme financiarisé.

Changements de régimes, équilibres, instabilités et conflits.

Résumé : Le divorce entre rentabilité et croissance qui a émergé depuis les années 80 soulève un paradoxe qu'il convient d'expliquer. La réalisation macroéconomique des profits étant déterminée par les dépenses des capitalistes, le ralentissement de l'accumulation ne peut pas (théoriquement) s'accompagner d'un redressement de la rentabilité, toutes choses égales par ailleurs.

Après avoir rappelé, dans un premier chapitre, que la financiarisation n'est que le dernier avatar d'une tendance longue du capitalisme à s'extraire de l'économie réelle, nous montrons, dans un deuxième chapitre, que la financiarisation conduit, pour la firme individuelle, à une réorientation vers les exigences de rentabilité actionnariales, au détriment des managers et de l'accumulation du capital, de la sécurité financière (endettement) et réelle (utilisation des capacités), ainsi qu'en défaveur des salariés (salaire réel).

Après avoir traité, dans un troisième chapitre, de deux questions méthodologiques embarrassantes pour les modèles kaleckiens de croissance et de distribution (peu plausibles dans l'ensemble, instables pour les plus plausibles), nous utilisons, dans le quatrième chapitre, une seconde approche macroéconomique (modèle stock-flux cohérent) où le conflit affecte la répartition (inflation conflictuelle) et l'accumulation (arbitrage entre croissance et rentabilité). Nous montrons alors que la distribution de dividendes et le rachat d'actions permettent, dans les limites autorisées par l'endettement, d'alimenter la consommation des rentiers, et de réaliser la rentabilité exigée, malgré le ralentissement de l'accumulation.

Mots-clés : Financiarisation ; Accumulation du Capital ; Répartition ; Conflits ; Équilibre

The profitability/growth divorce in financialised capitalism.

Regimes' shifts, equilibra, instabilities and conflicts.

Abstract: The divorce between profitability and growth that emerged since the 80s raises a paradox that has to be explained. The macroeconomic realisation of profits being determined by capitalists' spendings, the slowdown of accumulation cannot come (theoretically) with a profitability recovery, others things being equal.

After having recalled, in a first chapter, that financialisation is only the last avatar of a long trend for capitalism to escape from real economy, we show, in a second chapter, that financialisation leads, for the individual firm, to a reorientation towards shareholders' profitability claims at the expense of managers and capital accumulation, financial (indebtedness) and real (capacity utilisation) security, and also of workers (real wage).

After having faced, in a third chapter, two methodological, embarrassing questions for kaleckian models of growth and distribution (not very plausible and unstable for the most plausible ones), we use, in a fourth chapter, a second macroeconomic approach (stock-flow consistent model) where conflict impacts distribution (conflict inflation) and accumulation (growth/profit trade-off). We show that dividends distribution and share buybacks allow, within the limits permitted by indebtedness, for a stimulation of rentiers' consumption and for the realisation of profitability claims, in spite of the slowdown of accumulation.

Keywords: Financialisation ; Capital Accumulation ; Distribution ; Conflicts ; Equilibrium