

Le coût du capital et son surcoût

Sens de la notion, mesure et évolution,
conséquences économiques

Laurent Cordonnier (CLERSÉ, Université Lille 1)

Thomas Dallery (TVES, Université du Littoral)

Vincent Duwicquet (CLERSÉ, Université Lille 1)

Jordan Melmiès (GREDEG, Université de Nice/Sophia Antipolis)

Franck Vandavelde (CLERSÉ, Université Lille 1)

Cette recherche a été réalisée dans le cadre :

- d'une part, de la convention d'études conclue pour l'année 2011 (projet n° 3) entre l'Institut de recherches économiques et sociales (Ires) « au service des organisations représentatives de travailleurs » et la Confédération générale du travail (Cgt) ;
- d'autre part, de la convention d'étude SPS09224 du 27 mars 2012 conclue entre la Cgt et l'Université Lille 1.

Janvier 2013

Sommaire

Introduction	5
Pourquoi s'intéresser au coût du capital, et à son surcoût ?	
1. Actualité et positionnement de l'étude	5
2. Présentation synthétique de l'étude	8
Chapitre 1	
Le coût du travail n'est pas responsable de la dégradation du commerce extérieur français	15
1.1. Coût du travail et performances à l'exportation	17
1.1.1. <i>Un coût horaire plus élevé en France dans l'ensemble de l'économie, mais plus faible dans le secteur manufacturier</i>	17
1.1.2. <i>Le lien entre compétitivité-coût et compétitivité-prix</i>	19
1.2. Coût du travail et demande de biens et services	22
1.3. Effets structurels, compétitivité hors-prix et désajustements de change	24
1.3.1. <i>L'hétérogénéités structurelles de la zone euro</i>	24
1.3.2. <i>L'ampleur des désajustements de change à l'intérieur de la zone euro</i>	26
Conclusion	30
Chapitre 2	
Au cœur du régime d'accumulation financiarisé : un coût du capital élevé	33
2.1. Financiarisation des grandes entreprises cotées	34
2.1.1. <i>L'articulation entre la politique de marge (ou de prix) et la politique d'accumulation</i>	36
2.1.2. <i>Le dilemme entre marge et accumulation, et le choix de la croissance</i>	39
2.1.3. <i>Le pouvoir actionnarial et les nouvelles exigences de rentabilité</i>	41
2.1.4. <i>Analyse des conséquences microéconomiques du pouvoir actionnarial</i>	43
2.2. Financiarisation de l'ensemble de l'économie	45
2.2.1. <i>Augmentation de la rentabilité économique et financière</i>	46
2.2.2. <i>Hausse des marges et baisse de la part salariale</i>	52
2.2.3. <i>Ralentissement du rythme de l'accumulation du capital</i>	57
2.2.4. <i>Des profits massivement redistribués aux actionnaires</i>	61
2.3. Un régime macroéconomique régulé par des expédients	66
Chapitre 3	71
Le coût et le surcoût du capital : définitions et mesures	
3.1. Propriété et rémunération du capital	72
3.1.1. <i>Les trois acteurs de l'entreprise</i>	72
3.1.2. <i>A chaque fonction son revenu</i>	75
3.1.3. <i>La répartition du revenu national</i>	79
3.1.4. <i>La propriété contre l'entreprise</i>	81
3.2. Coût et surcoût du capital	82

3.2.1. <i>Capital réel et capital financier</i>	82
3.2.2. <i>De quoi les revenus financiers sont-ils le coût ?</i>	83
3.2.3. <i>Les coûts financiers indispensables, et ceux qui sont dispensables</i>	88
3.3. <i>Le surcoût du capital : une tentative d'évaluation</i>	94
3.3.1. <i>La rentabilité du capital n'est pas la mesure du surcoût du capital</i>	95
3.3.2. <i>Le poids de la rente dans l'économie n'est non plus la mesure du surcoût du capital</i>	97
3.3.3. <i>Une mesure du surcoût relatif du capital</i>	102
<i>i) Une première évaluation grossière (non corrigée de l'inflation, et sans prise en compte du risque entrepreneurial)</i>	105
<i>ii) Une deuxième évaluation avec correction des effets de l'inflation</i>	106
<i>iii) Une troisième estimation maximaliste, en fonction de la CCF, corrigée de l'inflation, mais sans prise en compte du risque entrepreneurial</i>	108
<i>iii) Une quatrième estimation, raisonnable</i>	109
Conclusion	112
Chapitre 4	
Des grandes entreprises aux entreprises de taille modeste : l'élévation de la norme financière contamine l'ensemble de l'économie	115
4.1. <i>L'élévation de la norme financière ne concerne pas que les grandes entreprises</i>	116
4.1.1. <i>L'évolution de la norme financière dans les entreprises de taille modeste</i>	116
4.1.2. <i>Le cas des micro-entreprises</i>	118
4.2. <i>Les courroies de transmission de l'élévation de la norme financière</i>	120
4.2.1. <i>La transmission de la norme par le marché des fonds propres</i>	121
4.2.2. <i>La transmission par le canal de l'endettement</i>	124
4.2.3. <i>La transmission par les rapports interentreprises</i>	125
4.2.4. <i>Un effet de souffle de la norme financière sur l'ensemble de l'économie ?</i>	126
4.3. <i>Modélisation des impacts macroéconomiques du déversement sur les PME de la norme financière, à travers la pressurisation des sous-traitants et le rationnement du crédit</i>	127
4.3.1. <i>Le scénario retenu</i>	128
4.3.2. <i>Présentation du modèle macroéconomique</i>	130
4.3.3. <i>Conclusions du modèle</i>	132
Conclusion générale	135
Bibliographie	141
Annexes	149

Introduction

Pourquoi s'intéresser au coût du capital, et à son surcoût ?

1. Actualité et positionnement de l'étude

A l'automne 2012, il semblait que tous les problèmes de l'économie française (la stagnation, la montée du chômage, le niveau élevé de la dette publique, la désindustrialisation, etc.) pouvaient se ramener à un seul : le manque de compétitivité de ses entreprises. Et il semblait que ce problème de compétitivité ne pouvait recevoir qu'une seule explication : les coûts salariaux trop élevés dans l'Hexagone.

Ce diagnostic sur les difficultés de l'économie française, et cette interprétation concernant leur origine, ne provenaient plus seulement d'experts argumentant pour le compte du patronat¹, ni de centres d'étude privés², ni d'essayistes réputés agiter le spectre du déclin pour demander de nouveaux sacrifices au salariat³. Ils semblaient avoir conquis l'ensemble des esprits, et servaient de sésame à tout discours sur l'état présent des affaires. Comme l'a noté un commentateur avisé de l'actualité économique et politique : « *Il y a quelques mois à peine, le terme de compétitivité ne faisait vibrer que le cercle étroit des économistes et des chefs d'entreprise. Il est aujourd'hui un immense mot valise contenant tous les maux de la France. PSA ou Arcelor ? La compétitivité. La dette, les Chinois, la balance commerciale, le trou de la Sécu, les berlines allemandes, la crise de l'euro ? La compétitivité, vous dis-je.* »⁴

En quelques mois aussi, la problématique de la compétitivité et du coût du travail, qui ne constituait que le point de vue de l'Allemagne sur ses propres succès à l'exportation et les malheurs de la zone euro⁵, a conquis le gouvernement français. Le rapport Gallois (2012), remis au Premier ministre, Jean-Marc Ayrault, au mois de novembre, a fait sienne en grande partie cette interprétation – sans toutefois faire du coût du travail la seule cause de la dégradation du commerce extérieur français. Il a débouché sans délais sur l'annonce d'une série de mesures destinées à restaurer la compétitivité de l'économie française, dont un grand nombre sont des mesures « hors coût », mais dont la plus spectaculaire et la plus énergique consiste en un crédit d'impôt annuel sur les sociétés, de l'ordre de 20 milliards d'euros, calculé en fonction de la masse salariale de chaque entreprise. « Le choc de compétitivité et

¹ COE-Rexecode (2012b) et (2012c), ou Didier et Koleda (2011).

² Artus (2012).

³ Selon Baverez (2012), « *le choix doit s'opérer entre la déflation par la baisse des salaires et la reflation par l'augmentation du travail, de l'épargne et de la production. Voilà pourquoi ce ne sont pas les dépenses publiques mais les réformes de structure qui peuvent relancer la croissance. Voilà pourquoi la priorité doit aller à la maîtrise des coûts du travail – notamment des charges sociales –, à l'investissement, à l'innovation et à la recherche. C'est par la restauration de la compétitivité des entreprises que sera relancée la croissance qui permettra à terme de rembourser la dette publique.* »

⁴ Philippe Escande, « La compétitivité inquiète les Français », *Le Monde*, mardi 4 décembre 2012.

⁵ Suivant Ulrich Wilhelm, Porte parole du gouvernement allemand à l'époque, « *La clé pour corriger les déséquilibres [commerciaux] dans la zone euro et stabiliser les finances publiques réside dans l'augmentation de la compétitivité de l'Europe dans son entier.* » *Financial Times*, 22 mars 2010. Pour une critique du modèle de développement néo-mercantiliste adopté par l'Allemagne, voir : van Treeck (2010).

de confiance » réclamé par le Premier ministre, passera donc essentiellement par la baisse du coût du travail. Du diagnostic aux solutions, en cet automne 2012, la boucle semblait bouclée.

Ce qui donne toute son actualité à la présente étude est qu'elle vient opportunément rappeler que tous nos problèmes économiques ne proviennent pas – loin de là – d'un manque de compétitivité des entreprises françaises, imputable, qui plus est, à un coût du travail trop élevé. Non seulement il est possible, comme on le verra, de récuser cette ligne de diagnostic et d'explication, mais encore, il est urgent de rappeler que nous avons bien d'autres problèmes, autrement pesants et structurels, que la compétitivité. L'essentiel de ces problèmes structurels, nous les partageons, à des degrés certes divers, avec la plupart des pays développés, et ils persistent depuis une trentaine d'années. L'ensemble des pays qui ont dominé économiquement la période fordiste ont en effet connu, depuis les chocs pétroliers de 1973 et 1979, des performances macroéconomiques très médiocres, s'accompagnant de poussées récurrentes du chômage – quand ce n'est pas une persistance de ce dernier à des niveaux élevés – d'une montée des inégalités, d'une explosion de la pauvreté.

Ce syndrome a peu à voir avec la question de la compétitivité de tel ou tel pays, étant donné qu'il est assez général (il touche aussi l'Allemagne, le Royaume-Uni, les Etats-Unis... pour se faire comprendre). La thèse que l'on défendra ici, à la suite d'autres travaux, est que ce syndrome a à voir avec l'élévation de la norme financière dans le monde, sous l'effet de la libéralisation financière et de la globalisation. La partie qui est en train de se jouer depuis une trentaine d'années pourrait ainsi s'appeler « la revanche de la propriété sur l'entreprise, ou la revanche de la rente sur l'activité ». Si donc une partie de nos malheurs présents a quelque chose à voir avec un coût (chose qui parle immédiatement aux économistes), ce serait plutôt avec le coût du capital.

C'est ce à quoi cette étude est en partie consacrée. Son intention première est bien, en effet, d'inviter les esprits curieux à s'intéresser de plus près au coût du capital. Non par simple souci de symétrie avec la manière dont est mobilisée aujourd'hui la question du coût du travail, dans l'idée de fournir une sorte de réponse du berger à la bergère. Il n'est pas question de cela. L'objectif n'est pas de monter en épingle une relation entre le coût du capital (ou son surcoût, lié à l'élévation de la rente financière) et les problèmes de compétitivité de l'économie française⁶. L'objectif poursuivi est différent et sans doute plus vaste : il est de donner à voir, ou de redonner à voir, sous une forme que l'on espère actualisée, les conséquences néfastes de l'élévation du coût du capital dans l'ère du capitalisme financiarisé, tant sur les plans microéconomique que macroéconomique.

Le capital a certes toujours un coût. Ce coût, c'est l'effort collectif qu'il faut fournir pour fabriquer les biens d'équipement neufs destinés à renouveler ou augmenter le stock de capital productif des entreprises ou des organisations qui produisent des richesses. C'est donc le coût de fabrication du capital productif, auquel s'ajoute, comme on le précisera, le risque entrepreneurial ou marchand. Mais au-delà de ce coût économique ou coût réel – que l'on

⁶ Bien que cette relation puisse être faite. Dans un rapport intitulé « En finir avec la compétitivité », publié par la Fondation Copernic et Attac, Coutrot *et alii* (2012) montrent que les entreprises françaises, confrontées à des tensions sur leurs marges, dans ce contexte de perte de compétitivité, ont préféré restreindre leurs efforts de recherche & développement plutôt que de diminuer les dividendes versés aux actionnaires... ce qui n'est pas de nature à restaurer leur compétitivité à l'avenir.

appellera par commodité le « vrai » coût du capital – l’acquisition des biens capitaux par les entreprises se « charge » ou se « surcharge » d’un coût financier, qui est déterminé par les modalités d’approvisionnement des entreprises en capitaux liquides, nécessaires au financement de ces acquisitions. Ce coût qui s’ajoute au coût réel du capital est formé concrètement de revenus prélevés sur l’entreprise – les intérêts et les dividendes – qui n’ont, en dehors du risque entrepreneurial, aucune justification économique. Ils relèvent pour une bonne part d’un phénomène de pure rente, dont la société dans son ensemble aurait intérêt à se libérer. Or, dans l’ère du capitalisme financier, les normes et les institutions de la finance libéralisée n’ont fait que renforcer le pouvoir et l’étendue de la rente, tandis que la doctrine financière dominante s’évertuait à faire passer ce surcoût du capital pour un coût normal, inhérent aux impératifs de financement (à travers la notion de coût moyen pondéré des capitaux, dont la mesure édulcore d’ailleurs considérablement la surcharge)⁷.

L’intention ultime de ce travail, pour l’énoncer peut-être un peu trop simplement, est en quelque sorte de ré-imputer correctement ce coût supposé du capital, en le faisant passer de la colonne du coût normal, à la colonne du surcoût, du moins pour la partie des revenus financiers qui représente bien une surcharge, relativement au besoin de produire et mettre en œuvre le capital productif. On souhaite donc, à la fois donner une idée claire sur le plan théorique de ce surcoût du capital, en fournir une mesure qui ne sous-estime pas son poids effectif relativement au « vrai » coût du capital, et faire comprendre (après d’autres), les effets considérables de l’élévation de ce surcoût sur la dynamique des économies capitalistes développées. Pour fixer les idées, on va jusqu’à proposer la construction d’un indicateur de surcoût du capital qui permet de suivre son évolution depuis les années 60. Cet indicateur rapporte la part des revenus financiers qui n’a pas de justification économique (une fois déduite, donc, la part qui peut se justifier) au prix d’acquisition des biens capitaux. Notre étude montre que le surcoût du capital, ainsi évalué, a fortement augmenté depuis le tournant des années 80, pour atteindre des niveaux dont on n’a peut-être pas idée : il majore le coût réel du capital de 50 à 70 %.

Les effets de cette élévation du surcoût du capital sont aujourd’hui assez bien connus, du moins parmi les économistes et les praticiens qui étudient la dynamique des économies capitalistes dominées par la finance. On en proposera ici une explicitation renouvelée... davantage sur la forme que sur le fond, en ordonnant les faits stylisés du capitalisme financiarisé autour de la théorie de la firme proposée par Adrian Wood. L’un des intérêts de cette présentation est de faire comprendre très directement ce que l’on doit redouter le plus comme conséquences de l’augmentation de la rente financière. En la matière, le plus évident n’est peut-être pas le plus important. On observe, bien évidemment, une augmentation du prélèvement financier – intérêts et dividendes – sur la richesse produite par les entreprises. Cette ponction vient (logiquement) diminuer à due concurrence les revenus perçus par les autres parties prenantes, au premier rang desquels les salariés⁸. Mais l’effet le plus massif de

⁷ Lordon (2008) a amplement contribué à déconstruire cette mystification.

⁸ Cette ponction devient sans doute suffisamment évidente pour que certains économistes qui avaient toujours admis la théorie néoclassique de la répartition (fondée sur la productivité marginale relative des facteurs travail et capital) se mettent à douter. Ainsi, dans un récent billet publié le 11 décembre 2012 sur son blog, Krugman (2012) reconnaît, après avoir consacré plusieurs billets les jours précédents à tenter d’expliquer l’évolution de la répartition entre salaires et profits grâce au progrès technique, au capital humain ou au pouvoir de monopole :

l'élévation de la rente financière va sans doute bien au-delà de son impact sur la répartition fonctionnelle des revenus : il réside dans l'élévation de la norme de rendement financier imposée aux entreprises, laquelle réduit de manière directe les opportunités d'investissement (les projets d'entreprise) susceptibles de souscrire à cette norme. L'élévation des exigences actionnariales, en élevant le coût du capital, corsète l'accumulation du capital et contraint les économies anciennement industrialisées, en manque de nouveaux Eldorados, à un régime dépressionnaire. Le coût supporté par les travailleurs et par l'ensemble de la société, du fait de l'augmentation du surcoût du capital (la pure rente financière), n'est donc pas essentiellement le prélèvement sans cause (pourtant bien réel) qu'ils supportent, mais l'ensemble des projets de développement des entreprises, misant sur l'utilité économique, sociale, écologique des produits, qui n'ont jamais existé du fait qu'ils ne souscrivent pas aux exigences de rendement financier du moment. Le coût social du « surcoût du capital », pour parler court, c'est finalement la non production des richesses qui n'auraient « rapporté » annuellement, en termes financiers, qu'entre 0 et 15 % de profit (relativement aux apports en capitaux). Si l'investissement passé avait été supérieur, non seulement nous disposerions aujourd'hui de plus d'usines et d'établissements de services, plus performants, mais le chômage serait certainement moindre.

Combien représentent ces pertes ? Il est difficile de le dire. Il faudrait pouvoir mesurer ce qui n'a jamais existé. Mais une bonne intuition économique permet peut-être de suggérer que l'ensemble des projets économiques susceptibles de rapporter entre 0 et 15 % est sans doute plus vaste que ceux qui sont susceptibles de rapporter entre 15 et 30 %... à moins de croire au miracle.

2. Présentation synthétique de l'étude

Chapitre 1

Même si ce n'était pas au départ la préoccupation centrale de cette étude, le chapitre 1 nous replonge au cœur de la question qui a focalisé l'attention durant l'année 2012 : celle du déficit de la balance commerciale de la France. Il montre que si problèmes de compétitivité il y a, ils ne proviennent manifestement pas des coûts salariaux trop élevés, mais plutôt des facteurs hors coût. Il montre surtout que les déficits commerciaux ne sont pas principalement dus à des problèmes de compétitivité, mais à des effets de demande puissants au sein de la zone euro. Cette thèse, qui était encore originale il y a quelques mois, vient d'être reprise par la Banque de France⁹.

Il faut commencer par un rappel des faits. L'écart de coûts salariaux unitaires (CSU) entre la France et l'Allemagne s'est creusé dans les années 1990, à l'avantage de la France. La réunification allemande s'est en effet accompagnée d'une forte hausse des CSU dans le secteur manufacturier, laquelle s'est répercutée en partie sur les prix des exportations. Dans le même temps, la baisse du CSU en France, qui a surtout concerné le secteur manufacturier, a

« Si vous voulez comprendre ce qui se passe au sujet de la répartition des revenus dans l'économie du 21^e siècle, vous devez arrêter de parler autant des qualifications, et commencer à parler davantage des profits et de qui détient le capital. Mea culpa: je n'avais pas saisi cela jusque récemment. Mais c'est vraiment crucial. »

⁹ Gaulier et Vicard (2012).

garanti un gain de compétitivité prix aux entreprises françaises. Dans les années 2000, le CSU est resté stable en France, dans le secteur manufacturier. En revanche, dans ce même secteur, il a fortement diminué en Allemagne. Mais contrairement au cas français des années 1990, l'amélioration de la compétitivité coût en Allemagne a été peu répercutée sur la compétitivité-prix. Sur la période 1999-2007, l'Allemagne n'a pas profité d'une meilleure compétitivité-prix par rapport à la France. En revanche, le CSU a davantage augmenté en France dans les secteurs abrités de la concurrence internationale.

L'explication du creusement du déficit commercial de la France ne réside donc pas dans les écarts de coûts salariaux en tant que tels (à travers leurs effets compétitifs) ; elle réside dans les effets que la hausse différenciée des salaires (entre les pays) entraînent sur la formation de la demande globale en Europe. La hausse des salaires monétaires, en France, bien qu'étant en ligne avec les objectifs d'inflation très rigoureux de la Banque centrale européenne (BCE), a été malgré tout plus forte qu'en Allemagne (surtout dans les secteurs abrités), parce que l'Allemagne s'est engagée dans une politique de déflation salariale sévère. Ce différentiel dans le rythme d'évolution des salaires a eu des répercussions sur la demande interne et sur les importations de la France en provenance d'Allemagne (et *vice versa*), augmentant ainsi le déficit commercial bilatéral entre les deux pays.

Concernant les performances à l'exportation, les effets structurels (spécialisation sur les marchés porteurs, insertion des firmes dans la division internationale du travail, recherche et développement, image de marque...) apparaissent déterminants dans l'explication des différences entre la France et l'Allemagne. Dans un régime d'union monétaire, ces différences structurelles ne peuvent plus être compensées par des réajustements de change intra-zone. A cela s'ajoute l'appréciation de l'euro, qui a davantage pénalisé la France que l'Allemagne. La baisse du prix des exportations (exprimé en euros) en France sur la période 1999-2003, conjuguée à une légère hausse du prix en Allemagne, n'a pas eu d'effet positif sur les exportations françaises. Le gain de compétitivité en monnaie nationale n'a pas permis de combler la perte de compétitivité en monnaie internationale due à l'appréciation de l'euro. La surévaluation de l'euro pour la France, et sa sous-évaluation pour l'Allemagne, a eu pour conséquence d'augmenter la dette des entreprises françaises et de comprimer leurs marges, tandis que le phénomène inverse s'opérait outre-Rhin. Ceci n'a toutefois pas empêché les firmes françaises, comme on le montrera au chapitre 2, de continuer à verser des montants de dividendes élevés.

S'agissant des déséquilibres macroéconomiques de la zone euro, il n'est donc pas contestable qu'ils existent et qu'ils doivent être pris au sérieux. La dégradation du commerce extérieur français, même si elle ne s'explique pas de manière satisfaisante par les coûts salariaux, pèse inévitablement sur la croissance économique, en comprimant la demande effective et ce, dans un rapport multiplicateur, de type keynésien, avec le montant du déficit¹⁰. Si cette situation devait perdurer, la contrainte extérieure jouerait alors en permanence comme un facteur récessif qui aggraverait les difficultés économiques et sociales des agents résidents. La contrainte extérieure n'est cependant pas le seul problème auquel l'économie française est confrontée, et ce n'est sans doute pas le plus structurel. Faut-il rappeler que nous subissons, à

¹⁰ Voir : MacCombie and Thirlwall (1994) ; McCombie and Roberts (2002) ; Palley (2002).

l'instar d'un grand nombre de pays de l'OCDE, le contrecoup d'une crise financière majeure qui se traduit par une stagnation dont on n'entrevoit pas, pour l'instant, l'issue ? S'il n'est pas facile de suivre les mille et un retours de la pensée qui ont fini par réduire l'ensemble des difficultés économiques que nous avons connues ces trente dernières années à un problème de coût salarial, il apparaît que la tâche à laquelle on doit se consacrer plus utilement est la suivante : elle consiste à expliquer, ou à rappeler, que nos vraies difficultés prennent racine dans un modèle de développement – si le terme n'est pas usurpé – qui a systématiquement promu la finance, la propriété et la rente au rang de valeurs suprêmes, et qui a fini par étouffer l'entreprise, le travail et la production. L'interprétation que l'on suggère du marasme économique actuel, suivant cette ligne directrice, met en cause l'augmentation du coût du capital, c'est-à-dire l'élévation de la rente financière, plutôt que celle du coût du travail.

Chapitre 2

Le coût du capital (ou ce que l'on appellera plus loin son surcoût) a des incidences considérables tant sur les plans microéconomique que macroéconomique. Un coût du capital élevé, maintenu tel sur longue période, tend à configurer un régime d'accumulation singulier, dans lequel l'investissement est sensiblement déprimé, en dépit de profits élevés. Ces profits ne servent pas, en effet, l'accumulation du capital : ils sont massivement distribués sous forme de revenus de la propriété aux prêteurs et aux actionnaires. Dans un tel régime, la formation de la demande globale est structurellement pathologique, puisque l'investissement est mis sous l'éteignoir d'exigences de rendements élevés, et que la consommation se trouve bridée par l'augmentation de la part des revenus qui va aux rentiers (ou aux salariés du très haut de l'échelle, ceux qui sont liés directement ou indirectement, à la financiarisation de l'économie). Il n'est pas étonnant qu'un régime aussi dépressionnaire ait cherché des échappatoires dans l'activation de canaux de demande artificiels (et précaires) : l'effet richesse, l'endettement des ménages, l'endettement des Etats, les stratégies néo-mercantilistes d'exportation.

Le cœur de ce régime d'accumulation dominé par la finance est constitué par les grandes firmes cotées en Bourse. On peut schématiser ce qui se joue à cet endroit (où le point de vue actionnarial a pris le pas sur les anciennes pratiques managériales) en utilisant la théorie de la firme élaborée par Adrian Wood (1975). Ce schéma, comme on le verra, fait clairement apparaître les lignes de force qui ont progressivement reconfiguré la répartition des revenus et la dynamique de l'accumulation du capital, en montrant l'incidence du renouveau du pouvoir actionnarial sur les trois principales politiques décidées par les firmes : la politique d'accumulation, la politique de marge, le politique de dividendes.

Une grande partie du chapitre 2 est consacrée à l'examen des données statistiques qui permettent de suivre l'évolution de ces trois politiques (tout du moins les résultats de leur mise en œuvre) sur les trente dernières années, en concentrant l'essentiel de l'attention sur la France. Il se confirme assez nettement que les entreprises françaises ont exhibé tous les symptômes des changements induits par l'élévation de la norme financière : hausse du taux de marge, amélioration des rentabilités économiques et financières, atonie de l'accumulation du capital, accélération du versement des dividendes...

La vue d'ensemble est dès lors assez simple à reconstituer. Au niveau microéconomique, quelle que soit la taille des firmes, l'élévation de la norme financière a singulièrement modifié les stratégies de développement des entreprises : le régime financiarisé a incontestablement favorisé la rente au détriment de l'entreprise. Le nouvel assortiment des politiques adoptées au niveau microéconomique – *downsize and distribute* – a configuré en retour un régime macroéconomique dépressionnaire. Le schéma d'assemblage de ce nouveau régime, qui relie le point d'ancrage micro du pouvoir actionnarial à ses répercussions macro, fait aujourd'hui assez largement consensus parmi la plupart des économistes qui n'appartiennent pas au « *mainstream* ». Il sera présenté de manière synthétique.

Le poids de la rente financière constitue ainsi un pivot essentiel du régime d'accumulation qui s'est mis en place depuis une trentaine d'années. Or cette rente n'a rien de nécessaire. Il importe au contraire de comprendre qu'elle constitue une sorte de surcoût du capital, par nature parfaitement dispensable. Ce surcoût ne correspond en effet à aucun effort particulier requis pour produire et mettre œuvre les moyens de production. Il ne provient que de l'agencement particulier des procédés par lesquels l'acquisition des biens capitaux productifs est financée et organisée : le prêt et la délivrance de droits de propriété sur les entreprises. C'est donc un coût qui s'ajoute au coût de production des biens capitaux, mais qui n'ajoute rien à leur efficacité productive.

Chapitre 3

L'objet de ce chapitre est de proposer une mesure de ce que représente le surcoût du capital financier, relativement au coût réel de l'accumulation du capital productif. Pour ce faire, il s'agit d'abord de distinguer entre le coût du capital productif et le coût financier de sa mise à disposition des entreprises. Le coût du capital productif peut être appréhendé à travers les notions comptables de formation brute de capital fixe ou de consommation de capital fixe. Nous verrons qu'il existe des arguments analytiques et pratiques à l'appui du choix de l'une et l'autre notion. Le coût de la mise à la disposition des entreprises du capital productif est constitué, quant à lui, par l'ensemble des revenus financiers versés par les entreprises à d'autres agents que les entreprises, créanciers et détenteurs de parts (de sociétés non financières), qu'il s'agisse de particuliers (ménages) ou de sociétés financières. Ce flux de revenus financiers en provenance des sociétés non financières, nous le qualifions de « rente financière ». Rente au sens où il s'agit bien d'un revenu de pure et simple possession, par opposition aux revenus de l'activité sous ses deux formes : entreprise et travail. La question que nous nous posons est alors de savoir s'il est possible de distinguer, au sein de la rente financière, entre une part nécessaire et une part dispensable, au sens où elle pourrait être éliminée sans dommage pour l'accumulation du capital productif, tout en restant dans le cadre d'une économie d'entreprise privée. C'est cette part dispensable de la rente financière que nous qualifions de « surcoût du capital ». Ce surcoût du capital est appréhendé comme différence entre la rente financière totale et le coût financier inévitable, assurant la mise à la disposition des unités de production du capital productif. Le rapport du surcoût du capital, ainsi défini, au coût du capital productif fournit la mesure du poids que la propriété fait indûment peser sur l'activité. A cette définition nous associons finalement deux mesures, ayant chacune sa justification et sa pertinence.

L'argumentation procède en trois temps. Nous commençons par associer aux différentes fonctions économiques assurées par les parties prenantes de l'entreprise une décomposition de la valeur ajoutée suivant les différents types de revenus qui correspondent à ces fonctions. Le même principe de classification des revenus se retrouve au niveau macroéconomique de la répartition primaire des revenus, c'est-à-dire de la répartition des revenus directement liée à la production.

Après cette mise en ordre des formes d'appropriation du produit net (suivant les lignes de force tracées par les grandes fonctions économiques), nous commençons à entrevoir ce qui pourrait constituer un éventuel surcoût du capital. Une fois que l'on a distingué entre capital réel et capital financier, il devient en effet pertinent de se poser la question : de quoi les revenus financiers sont-ils le coût, et dans quelle mesure ce coût est-il justifié ? La réponse à cette question nous amène à faire deux détours analytiques. Le premier détour revisite la controverse entre les auteurs néoclassiques et keynésiens, concernant la nature et les déterminants du taux d'intérêt. Le second détour nous entraîne dans une sorte d'« expérience de la pensée » qui donne à voir diverses formes concevables d'organisation du financement de l'investissement productif... qui n'emportent pas les mêmes coûts de financement. Cette réflexion débouche sur un tableau raisonné des composantes de la rente financière et de leurs déterminants, tableau dont nous déduisons une distinction entre coût nécessaire et coût évitable de la mise à disposition des entreprises du capital réel. On défend l'idée que la rente financière se justifie en partie par la nécessité de couvrir le risque entrepreneurial, et en partie aussi par le coût de transformation de l'épargne liquide en prêts. Mais qu'au-delà de cette limite... on entre dans le champ du pur rapport de force où les revenus financiers prospèrent contre l'entreprise et l'activité.

Le troisième temps de l'argumentation est consacré à dégager une mesure satisfaisante du surcoût financier pesant sur l'accumulation du capital réel. Nous commençons par écarter deux mesures *a priori* concevables qui, sans être dénuées d'intérêt ni de pertinence, ne correspondent pas à notre définition du surcoût du capital. On explique que ni la rentabilité du capital, ni le poids de la rente dans la société ne constituent des mesures pertinentes. Nous proposons finalement deux mesures de ce que représente, selon nous, le surcoût du capital relativement à son coût réel. Nos estimations aboutissent à des ordres de grandeur qui donnent pour le moins à réfléchir. On prétend que la rente (annuelle) induite pourrait représenter entre 50 et 70 % du coût réel (annuel) des biens capitaux neufs ! Cette estimation, bien que grossière, et en apparence extravagante, est cependant peut-être trop prudente. Comme on s'en expliquera dans la conclusion, elle n'intègre pas, en effet, le poids de la rente foncière et immobilière. Or, si l'on s'intéresse vraiment à la question de savoir qui, de la propriété ou de l'activité, est en train de l'emporter, il faudrait sans doute prolonger l'examen de ce côté-là, sans risque *a priori* de perdre son temps.

Ces conclusions ont été tirées en considérant l'ensemble des sociétés non financières françaises. Elles ne concernent donc pas uniquement les grandes firmes cotées en Bourse. Mais il n'a pas été expliqué jusqu'ici pour quelles raisons les entreprises non soumises à la loi des marchés financiers auraient suivi le mouvement général (car elles l'ont suivi).

L'objet du chapitre 4 est d'examiner les raisons pour lesquelles l'élévation de la norme financière s'est étendue à l'ensemble des sociétés, les petites comme les grosses. Parmi ces raisons, une attention particulière est accordée aux mécanismes de report des contraintes qui pèsent sur les grandes entreprises, report sur leurs sous-traitants et fournisseurs et, un cran en dessous, sur leurs salariés. Ceci fera l'objet d'une analyse macroéconomique destinée à en saisir les répercussions globales.

Chapitre 4

L'objet de ce dernier chapitre est donc de déplacer la question de l'élévation de la norme financière, de son habitat naturel, constitué des grandes entreprises cotées, vers un milieu qui semble *a priori* plus étranger aux exigences des marchés financiers, à savoir l'univers des entreprises de taille modeste, appellation comprenant l'ensemble des entreprises non cotées, de la micro-entreprise jusqu'à l'entreprise de taille intermédiaire (ETI), voire la grande entreprise hors marché (des titres).

Dans les chapitres précédents, il a été discuté de l'élévation de la norme financière dans le cas des grandes entreprises, avec l'influence directe des pressions actionnariales sur les grandes politiques des firmes, en particulier sur les politiques de prix (ou de marge), d'accumulation du capital et de distribution des profits. Or, il s'avère que si les grandes entreprises représentent une part importante de la production et des emplois de l'économie nationale (environ un tiers), le tissu productif français s'appuie majoritairement sur des entreprises de taille plus modeste, qui ne sont pas affectées de la même manière que les grandes par la pression financière.

Ce chapitre se propose donc de regarder, dans un premier temps, si le constat d'une élévation de la norme financière pour les grandes entreprises peut être réédité au niveau des petites et moyennes entreprises. Pour cela, des données statistiques sur la rentabilité des entreprises par taille sont mobilisées. À la lecture de ces chiffres, il ressort que les entreprises de taille modeste semblent bien s'être lancées dans une quête, couronnée de succès, pour atteindre des niveaux de rentabilité plus élevés, qui supportent largement la comparaison avec la nouvelle norme financière que l'on aurait pu croire réservée aux grandes firmes.

Dans un deuxième temps, on examine les courroies de transmission qui ont pu jouer pour diffuser la norme financière à l'univers des petites et moyennes entreprises. Plusieurs canaux d'influence sont identifiés comme autant de chemins plausibles, complémentaires plutôt qu'exclusifs, ayant conduit à aligner la rentabilité des entreprises de taille modeste sur celle des grandes. On traite séparément le cas des entreprises de très petite taille (les micro-entreprises qui comptent moins de 10 salariés) pour lesquelles les variables déterminantes sont de toute évidence les contraintes financières (en particulier bancaires) et les stratégies patrimoniales de transmission de l'activité. Pour les autres entreprises, les axes principaux par lesquels se transmet la norme financière sont : la comparaison (inévitable) des rendements financiers sur le marché ouvert des capitaux propres et la concurrence que s'y livrent les entreprises pour lever ces capitaux ; la difficulté à s'assurer un financement externe pérenne ; la place subordonnée qu'occupent les PME et les ETI au sein du tissu productif français (au sein de groupes d'entreprises, ou insérées dans les relations de sous-traitance).

On fournit, pour terminer, une modélisation macroéconomique des mécanismes de transmission de la norme financière aux entreprises de taille modeste. Cette modélisation se concentre sur deux courroies de transmission parmi celles évoquées précédemment : la domination des petites et moyennes entreprises par les plus grandes, dans le cadre de relations de sous-traitance notamment ; la discrimination bancaire qui fait que les PME n'ont pas accès dans les mêmes conditions, ni au même prix, au financement externe que les grandes entreprises. Le modèle conclut que si la pression financière s'exerce de cette manière sur les entreprises de taille modeste (par la voie d'un report de contrainte sur la sous-traitance, ou à travers le rationnement du crédit), c'est l'ensemble de l'économie qui voit son rythme de croissance ralentir, sous l'effet d'une contraction de l'accumulation du capital et de la consommation. Ceci s'accompagne finalement d'une précarisation accrue des salariés des petites entreprises.

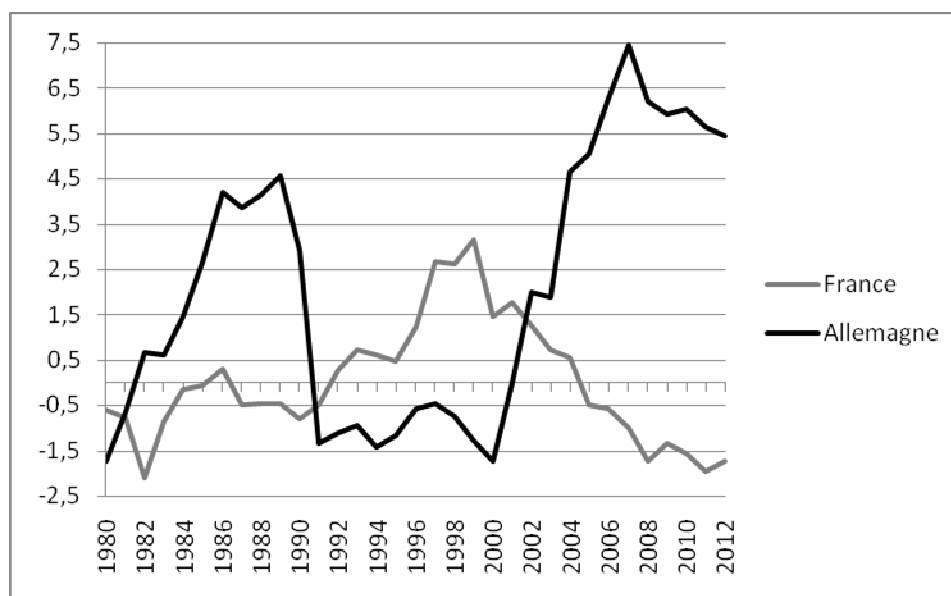
Chapitre 1

Le coût du travail n'est pas responsable de la dégradation du commerce extérieur français

Le « coût du travail » en France est régulièrement désigné – par les commentateurs, les économistes orthodoxes, les représentants patronaux, les dirigeants des grandes institutions économiques, les hommes politiques acquis aux thèses libérales – comme l'une des raisons possibles de nos difficultés économiques ou de nos performances macroéconomiques relativement médiocres en comparaison de ce que réaliseraient nos partenaires commerciaux (ou concurrents). Les écarts croissants de compétitivité entre le Nord et le Sud de la zone euro, en particulier entre l'Allemagne et la France, nous incitent à étudier les causes d'un tel déséquilibre. L'étude de l'évolution des balances courantes de la France et de l'Allemagne nous enseigne que les deux pays ont connu des évolutions inverses de leur balance courante depuis les années 1980 (graphique 1.1.).

Graphique 1.1.

Balance courante en pourcentage du PIB



Source : FMI, WEO, Octobre 2012

Dans les années 1980, le solde courant français affichait une tendance au déficit, tout en restant proche de l'équilibre. Dans le même temps, l'Allemagne dégagait des excédents courants atteignant près de 4 % du PIB à la fin des années 1980. Le processus de réunification de l'Allemagne commencé en 1989 a eu pour conséquence de diminuer brutalement la balance courante de l'Allemagne. Durant les années 1990, le déficit courant allemand a connu une certaine stabilité autour de 1,5 % du PIB. Les difficultés allemandes ont contrasté avec la situation française dont les comptes extérieurs se sont fortement améliorés durant les années

1990. La balance courante s'est améliorée fortement sur la période 1995-1999 en France. À l'instauration de l'euro en 1999, la France présentait un excédent courant d'environ 3 % du PIB et l'Allemagne était en déficit de 1,3 % du PIB.

Depuis la mise en place de l'Union économique et monétaire (UEM), la balance courante française se dégrade continuellement – le solde extérieur s'est dégradé de 5 points de PIB entre 1999 et 2012 – tandis que l'Allemagne dégagne des excédents très importants – sa balance courante s'est améliorée de 7 points de PIB depuis l'institution de l'euro.

En Allemagne, c'est sur la période 2003-2007 que l'évolution du solde courant fut la plus spectaculaire. En 2012, le déficit courant en France a atteint près de 2 % du PIB, soit le même niveau « record » qu'en 1982. La comparaison entre ces deux dates est intéressante. En 1982, la France et l'Allemagne étaient intégrées dans le Système monétaire européen (SME) instauré en 1979. Comme le montre le graphique 1.1., la France a ajusté son déficit sur la période 1982-1986. Ce retour à l'équilibre extérieur s'est opéré à travers un plan de rigueur et une dévaluation du Franc. Le Franc fut dévalué en juin 1982 de 5,75 %, en mars 1983 de 2,5 % et en mars 1986 de 3 %. De l'autre côté du Rhin, le Mark fut réévalué six fois de 1982 à 1992. Aujourd'hui, avec la mise en place de l'euro, les réajustements de change intra-zone ne sont plus possibles : le taux de change ne peut plus servir de mécanisme d'ajustement au sein de l'UEM.

Comme l'a illustré la crise du SME en 1992-1993, l'ancrage des monnaies européennes sur la monnaie allemande est difficilement soutenable sans coordination des politiques salariales et budgétaires. Il nous apparaît que la situation actuelle de la zone euro souffre de cette difficulté et que les pays du Sud de la zone, y compris la France souffre d'un euro surévalué. Au sein de la zone euro, aucun mécanisme d'ajustement ne peut aujourd'hui se substituer au taux de change. Néanmoins, comme tout mécanisme, le taux de change ne peut servir à lui seul à régler les problèmes de compétitivité dont souffre la France. La fin des années 1980 où la France affichait un léger déficit courant en est un bon exemple. Cependant, le taux de change s'avère être l'ajustement le plus efficace à court terme pour soulager la situation d'un pays en déficit extérieur. En théorie, une baisse du coût du travail pourrait procurer les mêmes effets qu'une dévaluation, mais cet effet s'avère lent, incomplet et très coûteux socialement (Mazier et Saglio, 2008). Le déficit actuel n'est donc pas un problème nouveau. Les années 1990 apparaissent exceptionnelles, dans la mesure où la réunification de l'Allemagne entre l'Est, bien moins développé, et l'Ouest, s'est accompagnée d'une réunification monétaire (1 Mark Est = 1 Mark Ouest), provoquant ainsi une forte hausse des coûts salariaux et de l'inflation en Allemagne, ainsi que des effets importants sur la demande d'importations.

Etant donné l'évolution asymétrique du coût du travail entre la France et l'Allemagne depuis les années 1990, nous étudierons dans ce chapitre le rôle qu'a pu jouer le coût du travail sur les performances extérieures des deux pays. Nous analyserons, dans la section 1, le lien entre le coût du travail et les exportations. Dans la section 2, notre étude portera davantage sur les effets demande et leur impact sur les importations. Enfin, dans la section 3, nous soulèverons les problèmes posés par le partage d'une monnaie unique dans une union monétaire aux structures productives hétérogènes.

1.1. Coût du travail et performances à l'exportation

1.1.1. Un coût horaire plus élevé en France dans l'ensemble de l'économie, mais plus faible dans le secteur manufacturier

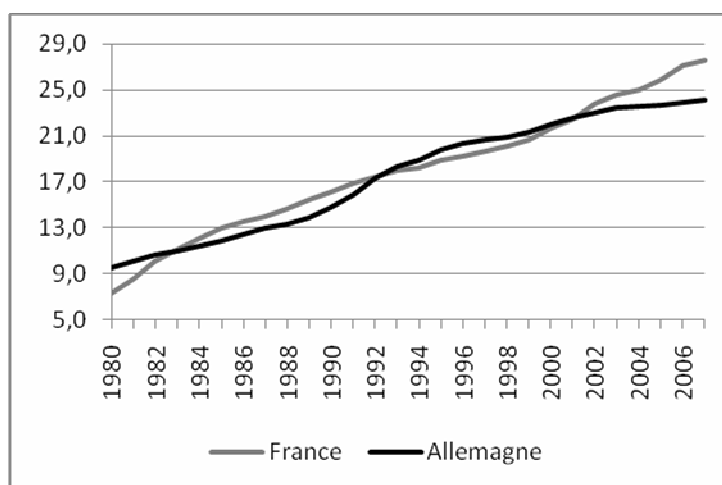
Pour mesurer la compétitivité d'un pays, les économistes ont recours à plusieurs indicateurs. La compétitivité-coût est généralement mesurée par le coût salarial unitaire (rapport entre le coût d'un travailleur et sa productivité). Afin de gagner en compétitivité-coût, les entreprises résidentes peuvent décider de freiner le coût du travail par rapport à leurs concurrents non résidents. C'est la stratégie qu'a entreprise l'Allemagne, à la fin des années 1990. Cette politique de modération salariale s'est accentuée dans les années 2000.

Afin d'étudier les effets de cette politique, il est important d'en souligner les mécanismes sous-jacents. La compression du coût du travail par rapport aux autres pays permet aux entreprises de réduire leurs prix à l'exportation et donc de gagner en compétitivité-prix et par là même d'exporter plus. Pour que cet effet-prix joue positivement sur les exportations, la baisse relative du coût du travail doit être effectuée dans l'industrie car c'est là principalement que les marchandises sont en concurrence au niveau international. Une baisse du coût du travail dans le secteur abrité de la concurrence internationale (services non exportables) n'aura aucun effet sur les exportations. En revanche, comme nous le verrons dans la section 2, la balance commerciale sera affectée *via* le canal des importations.

Les évolutions différentes du coût du travail en France et en Allemagne peuvent-elles expliquer les meilleures performances à l'exportation des firmes françaises durant les années 1990 et des firmes allemandes pendant les années 2000 ?

Graphique 1.2.

Coût horaire du travail, ensemble de l'économie (en euros)



Source : Klems

Nous utilisons les données de la base de données EU Klems. Ces données présentent l'avantage de décomposer par secteurs le niveau du coût horaire du travail. Le graphique 1.2. présente le coût horaire du travail dans l'ensemble de l'économie. Nous retrouvons les progressions évoquées précédemment à propos du solde courant. Durant les années 1980, le

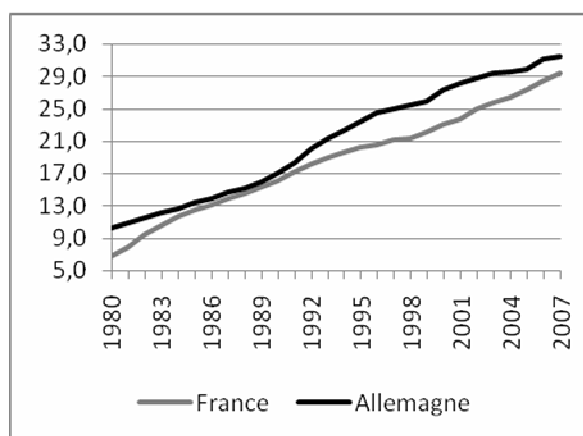
coût horaire du travail a davantage augmenté en France qu'en Allemagne. En termes de niveau, le coût horaire français s'élevait à 16,2 euros en 1990 et à 14,8 euros en Allemagne. L'effet de la réunification allemande a renversé la situation. La croissance du coût du travail a été moins forte en France qu'en Allemagne si bien que le coût allemand a dépassé le coût français. En 1996, le coût en France et en Allemagne était respectivement de 19,3 euros et de 20,3 euros. La fin des années 1990 a marqué le début de la modération salariale en Allemagne. Très clairement, l'écart entre la France et l'Allemagne s'est creusé et un nouveau retournement s'est effectué. Le coût français est repassé au dessus du coût allemand au début des années 2000. En 2007, le coût horaire s'élevait à 27,6 euros en France et à 24,1 euros en Allemagne, soit l'écart le plus important sur la période 1980-2007. Il apparaît évident que la divergence de coûts entre la France et l'Allemagne a eu des répercussions très importantes sur la balance courante et plus précisément sur la balance commerciale de biens de chaque pays.

Afin de mieux prendre en compte l'effet de cet écart croissant de coût du travail entre la France et l'Allemagne, nous devons analyser de façon plus détaillée le lien entre coût du travail et exportations. En effet, depuis l'euro, les exportations allemandes de biens ont été fortement dynamisées contrairement au cas français. Il convient donc de s'intéresser au coût du travail dans l'industrie manufacturière afin d'expliquer le rôle qu'a pu jouer le coût du travail sur les performances à l'exportation.

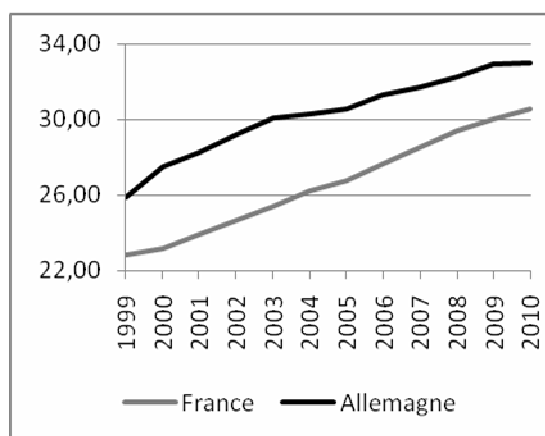
Graphique 1.3.

Graphique 1.4.

Coût horaire manufacturier (en euros)



Source : Klems



Source : BLS

Les graphiques 1.3. et 1.4. montrent les niveaux de coût horaire en France et en Allemagne dans le secteur manufacturier. Aussi bien les données de Klems (graphique 1.3.) que celles de l'US Bureau of Labour Statistics (BLS)(graphique 1.4.) montrent que le coût en Allemagne dans le secteur manufacturier est plus important qu'en France. Dans le secteur exposé à la concurrence internationale, nous observons la même tendance que pour l'économie totale : le coût français a rattrapé le coût allemand dans les années 1980, puis l'effet de la réunification allemande a accru l'écart entre les deux pays. La période de modération salariale des années 2000 a resserré l'intervalle. Cependant, d'après les données de Klems, le coût allemand dans le secteur manufacturier était supérieur au coût français de 2,1 euros en 2007. D'après les données du BLS, le coût horaire manufacturier demeure également plus élevé en Allemagne

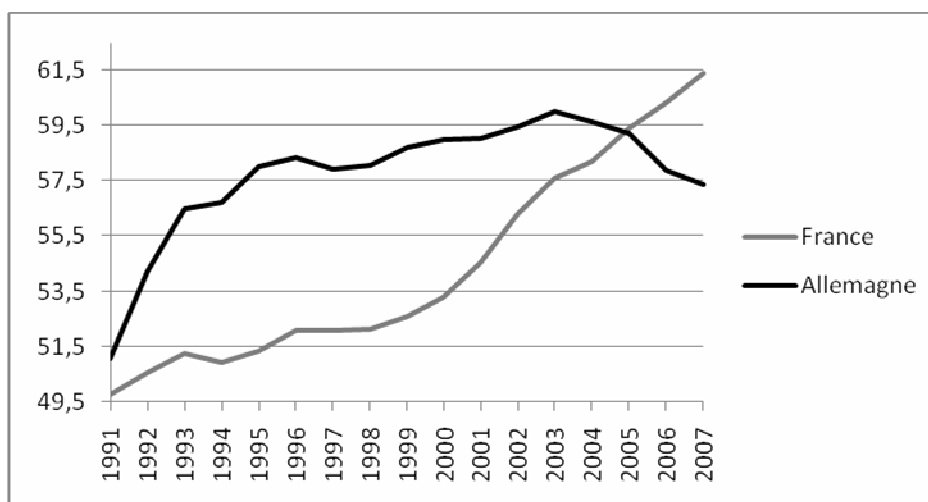
qu'en France. La politique de modération salariale menée outre-Rhin, notamment depuis 2003, a certes resserré l'écart entre les deux pays, mais le coût horaire français dans le secteur manufacturier reste pour l'année 2010 inférieur de 2,40 euros à celui de l'Allemagne.

1.1.2. Le lien entre compétitivité-coût et compétitivité-prix

Cependant, l'analyse du coût du travail ne doit pas se limiter au seul coût horaire. La productivité réelle horaire doit également être prise en compte. En effet, un niveau de coût horaire du travail élevé peut s'accompagner d'une productivité plus élevée (celle-ci compensant alors cela). Le coût salarial unitaire (CSU) mesure le coût horaire rapporté à la productivité réelle. D'après les données d'Eurostat disponibles pour la période 1991-2011, la productivité réelle dans l'ensemble de l'économie apparaît plus élevée en France. En 1991, la productivité horaire était de 31 euros en Allemagne et de 34 euros en France. En moyenne sur la période 1991-2011, l'écart de productivité entre la France et l'Allemagne était de 3 euros. En 2011, ce niveau d'écart s'est maintenue avec respectivement des niveaux de productivité de 42,3 euros et 45,4 euros en Allemagne et en France.

Graphique 1.5.

Coût salarial unitaire dans l'ensemble de l'économie (en %)



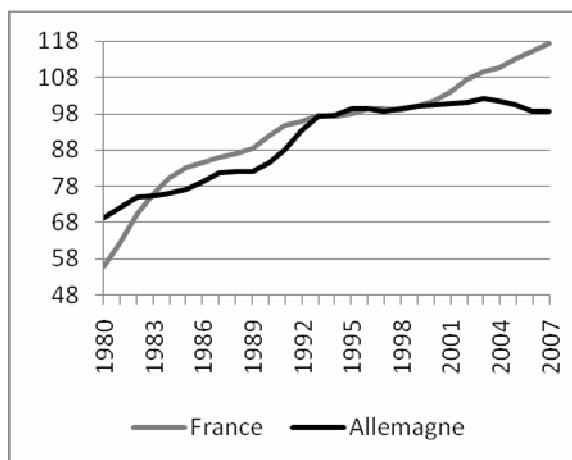
Source : Klems, Eurostat, calcul des auteurs

Le graphique 1.5. décrit l'évolution du niveau du coût salarial unitaire dans l'ensemble de l'économie. Nous observons la même tendance que pour le coût horaire du travail : le coût salarial unitaire augmente fortement et continuellement en France entre 1999 et 2007. En Allemagne, l'augmentation du coût salarial unitaire est spectaculaire dans les années 1990, puis est freinée entre 1999 et 2003. À partir de 2003, le coût salarial unitaire diminue dans l'ensemble de l'économie allemande.

Mais là encore, il convient de différencier les secteurs exposés à la concurrence internationale de l'ensemble de l'économie. Les graphiques 1.6. et 1.7. nous permettent de comparer le coût salarial unitaire dans l'ensemble de l'économie et dans le secteur manufacturier.

Graphique 1.6.

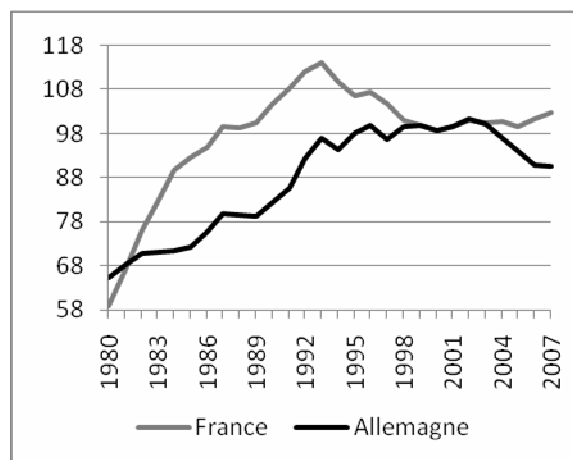
Coût salarial unitaire, ensemble
(1999 = 100)



Source : Klems

Graphique 1.7.

Coût salarial unitaire manufacturier
(1999 = 100)



Source : Klems

On constate de fortes divergences. Pour l'ensemble de l'économie, le CSU allemand a bien connu une augmentation plus rapide suite à la réunification. Mais l'année 1999 marque un tournant entre la France et l'Allemagne. Le CSU a augmenté en France de 1999 à 2007 tandis que sur la même période le CSU stagnait avec une légère diminution depuis 2003. Il apparaît très important de noter que le coût salarial unitaire français a augmenté modestement, en conformité avec la cible d'inflation de la Banque centrale européenne (BCE) et en se maintenant dans la moyenne des pays de l'OCDE.

Concernant le secteur manufacturier, deux périodes peuvent être distinguées :

- De 1993 à 1999, le CSU a fortement diminué en France (- 12 %) tandis qu'il augmentait en Allemagne (+ 3 %). Durant cette période, les performances extérieures de la France étaient bien meilleures qu'en Allemagne, ce qui confirmerait le fait que la baisse du CSU a favorisé grandement les exportations françaises au détriment de l'Allemagne dont le CSU augmentait ;
- De 2003 à 2007, le CSU en France est resté stable alors que le CSU diminuait en Allemagne, laquelle gagnait ainsi en compétitivité-coût. La divergence du CSU entre la France et l'Allemagne résulte donc d'une politique salariale restrictive en Allemagne et non pas d'un dérapage des salaires dans le secteur manufacturier en France. Néanmoins, cette stratégie déflationniste a bien favorisé la compétitivité-coût de l'Allemagne relativement à la France.

Afin de confirmer le lien positif de la baisse du CSU sur les exportations, il faut vérifier que le gain de compétitivité-coût s'est bien traduit par un gain de compétitivité-prix à l'exportation (par répercussion des coûts sur les prix). En comprimant leurs coûts salariaux, les firmes allemandes ont eu la possibilité d'augmenter leur taux de marge, de réduire leur prix à l'exportation et/ou de compenser les effets de la forte appréciation de l'euro dans les années 2000.

Tableau 1.1. Coût salarial unitaire et indice des prix à l'exportation (variations en %)								
	1991-1999		1999-2007		1999-2003		2003-2007	
	Fr	All	Fr	All	Fr	All	Fr	All
Coût salarial unitaire : Economie totale	5,6	13,8	17,4	-1,5	9,6	2,1	7,1	-3,6
Coût salarial unitaire : Industries manufacturières	-7,7	16,6	2,8	-9,3	0,5	0,2	2,3	-9,5
Indice des prix : Exportations de biens	0,5	5,9	2,7	4	-3,5	1,5	6,4	2,4
Source : Klems, Eurostat, calcul des auteurs								

Le tableau 1 présente l'évolution du CSU dans l'économie totale et dans le secteur manufacturier de 1991 à 2007. La période de réunification allemande a fortement bénéficié aux industries manufacturières en France dont le CSU a diminué de 7,7 % alors qu'en Allemagne, le CSU augmentait de 16,6 % sur la période 1991-1999. L'indice des prix à l'exportation confirme que la compétitivité relative de la France par rapport à l'Allemagne s'est améliorée pendant la réunification allemande : les prix à l'exportation ont augmenté de seulement 0,5 % en France contre 5,9 % en Allemagne.

La période 1999-2007 s'avère fort différente de la période précédente. Le CSU a diminué fortement en Allemagne (- 9,3 %) dans le secteur manufacturier tandis qu'il augmentait modérément en France (+ 2,8 %). L'évolution des prix à l'exportation sur cette période est intéressante. Bien que l'Allemagne ait gagné en compétitivité-coût, ce gain ne s'est pas traduit par une amélioration de la compétitivité-prix. En effet, les prix ont augmenté moins vite en France (+ 2,7 %) qu'en Allemagne (+ 4 %).

En décomposant la période étudiée en deux sous périodes – 1999-2003 et 2003-2007 –, nous remarquons que les CSU ont stagné dans le secteur manufacturier aussi bien en France qu'en Allemagne sur la période 1999-2003. Pourtant, le prix des exportations a diminué en France (- 3,5 %) et augmenté en Allemagne (+ 1,5 %). À l'instauration de l'euro, les firmes françaises ont profité d'un gain de compétitivité-prix vis-à-vis de l'Allemagne. Pourtant, cela ne s'est pas traduit par une amélioration des exportations et du solde courant français. Cette situation surprenante s'explique en grande partie par le fait que l'euro s'est apprécié (+ 6 % sur la période 1999-2003 en terme effectif réel) ce qui a dégradé la compétitivité-prix des biens français en monnaie internationale. La forte hausse de l'euro, bien que davantage maîtrisée par les firmes françaises, a pénalisé les exportations et les marges des entreprises françaises. La compression des marges n'étant pas une stratégie soutenable dans le temps, il n'est pas surprenant d'observer que sur la période 2003-2007, les prix à l'exportation français ont augmenté plus vite (+ 6,4 %) qu'en Allemagne (+ 2,4 %). Ce gain relatif de l'Allemagne a donc pu profiter aux exportations allemandes sur cette période. Néanmoins, la forte baisse des CSU en Allemagne (- 9,5 %) a certes permis de maîtriser l'appréciation de l'euro, mais cette baisse s'est peu répercutée sur les prix. Les écarts de compétitivité-prix apparaissent moins prononcés que les écarts de compétitivité-coût traduisant une augmentation de la marge des

entreprises allemandes. Du côté français, la hausse des prix des exportations conjuguée à une valeur de l'euro élevée et s'appréciant de 3 % sur la période 2003-2007 a contribué à dégrader la compétitivité des firmes françaises.

Il apparaît donc que l'Allemagne a bien gagné en compétitivité-prix sur la période 2003-2007. Ce gain est toutefois moins important que le gain obtenu *via* la baisse du CSU dans le secteur manufacturier. Sur la période 1999-2007, dans l'ensemble de l'économie, l'écart dans l'évolution des CSU entre la France et l'Allemagne s'avère plus élevé que dans le secteur manufacturier. La hausse des CSU en France combinée à une baisse du CSU en Allemagne a produit un effet asymétrique sur la demande interne de chaque pays. La politique désinflationniste allemande a également eu un effet sur la répartition du revenu national et sur les inégalités.

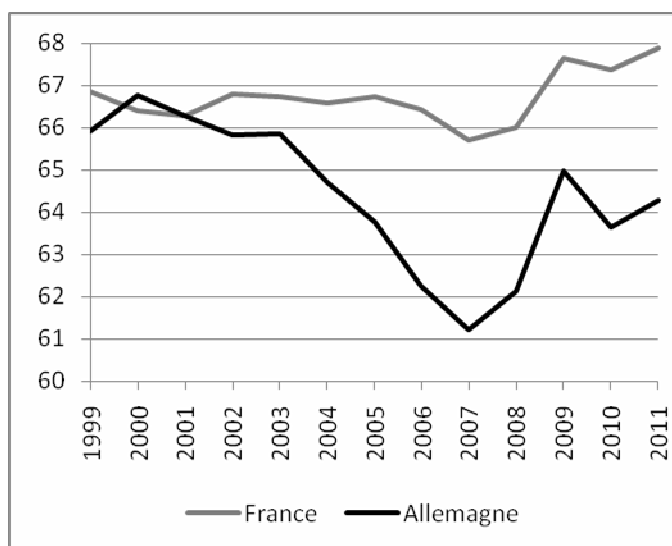
1.2. Coût du travail et demande de biens et services

Du fait que la modération salariale a été menée dans l'ensemble de l'économie, les salariés ont été les plus touchés par cette politique qui a réduit leur pouvoir d'achat. La création de nombreux « mini jobs » a augmenté les emplois à temps partiel faiblement rémunérés. Les inégalités salariales se sont fortement accrues, tout comme la précarité et la pauvreté.

Le rythme de la productivité ayant été maintenu pendant que les salaires réels étaient freinés, la part salariale dans la valeur ajoutée a diminué significativement (graphique 1.8.).

Graphique 1.8.

Part ajustée des salaires dans la valeur ajoutée



Source : Commission européenne, base de données Ameco

Logiquement, la baisse de la part salariale en Allemagne a été très importante sur la période 2003 à 2007, durant laquelle elle s'est contractée de 5 points. Cette réduction a eu deux conséquences :

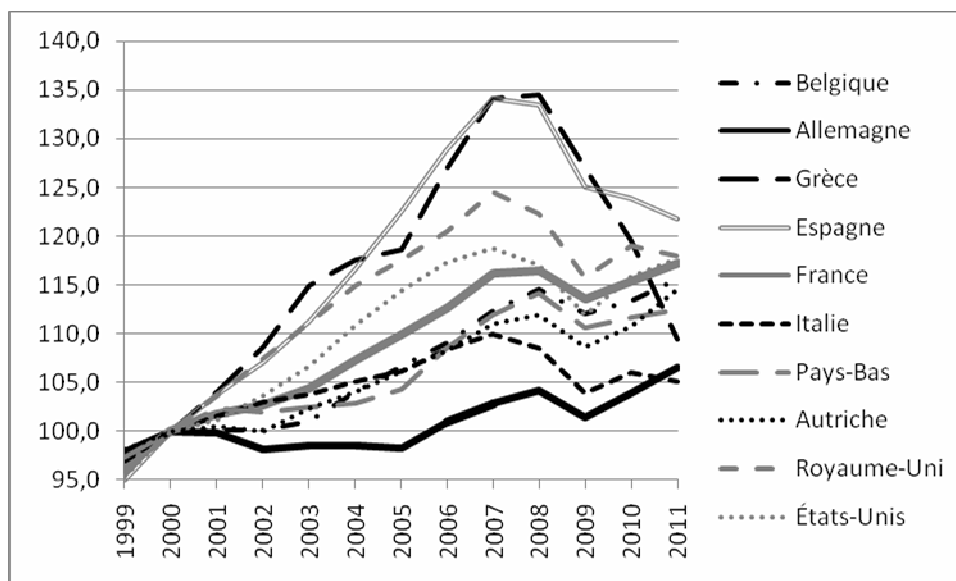
- La baisse de la part des salaires a freiné la consommation des ménages allemands et par là même les importations de biens de consommation... et donc les exportations de ses partenaires commerciaux, dont la France ;
- Contrairement à la prédiction classique, la forte hausse des profits n'a pas engendré une forte hausse des investissements. Au contraire, le rythme d'accumulation a été plus soutenu en France qu'en Allemagne. Cette configuration a réduit les exportations de biens intermédiaires de la France vers l'Allemagne et augmenté les importations françaises en provenance d'Allemagne.

De plus, l'Etat allemand a mené dès 2001 une politique de ralentissement des dépenses publiques qui s'est accentuée depuis 2003.

Les trois composantes de la demande interne – investissement, consommations privée et publique – ont été fortement freinées, ce qui a accentué le surplus d'épargne sur l'investissement et donc augmenté mécaniquement la balance courante allemande.

Graphique 1.9.

Evolution des demandes internes (base 100 en 2000)



Source : Eurostat

Pour illustrer le fait que les effets « demande » ont un rôle prépondérant dans le commerce international, le graphique 1.9. montre les dynamiques hétérogènes des demandes internes dans les années 2000. Sans surprise, les pays dont la demande interne a été la plus dynamique sont les pays qui ont connu un déficit commercial sur le marché des biens (Espagne, Grèce, Royaume-Uni, États-Unis, France). Inversement, les pays qui ont freiné leur demande interne (en premier lieu l'Allemagne mais aussi les Pays-Bas, la Belgique, l'Autriche et l'Italie) ont connu une balance commerciale excédentaire.

En décomposant l'origine géographique des déséquilibres commerciaux, il apparaît là encore que les différences de demandes internes jouent un rôle important. Sur la période 1999-2010, en moyenne, la France est en excédent avec les États-Unis (0,3 % du PIB), le Royaume-Uni

(0,2 %), l'Espagne (0,2 %) et la Grèce (0,13 %), soit quatre pays où la demande interne a été plus soutenue qu'en France. *A contrario*, les pays où la demande interne a été moins dynamique qu'en France sont les pays avec lesquels la France est en déficit. Le déficit vis-à-vis de l'Allemagne a été en moyenne de 1,2 % du PIB, soit 25 % du déficit total. En ajoutant les déficits vis-à-vis du Benelux et de l'Italie, on retrouve plus de la moitié (52 %) du déficit français.

Du côté de l'Allemagne, les principaux pays avec lesquels elle enregistre les excédents les plus élevés sont les Etats-Unis (1,3 % du PIB), le Royaume-Uni (0,9 %), la France (0,9 %) et l'Espagne (0,7 %). L'Allemagne est en revanche en déficit avec la Chine (0,4 % du PIB, soit 25 % de son déficit total), les Pays-Bas ou le Japon.

Une étude récente de la Banque de France (Gauillier et Vicard, 2012) confirme que les effets-demande sont la principale cause des déficits extérieurs des pays du Sud de la zone euro.

Il est également intéressant de souligner le rôle que jouent les importations allemandes dans l'explication de ses bonnes performances à l'exportation. La politique de modération salariale allemande a freiné les importations de biens de consommation. Cependant, l'Allemagne a continué à importer massivement des biens intermédiaires, notamment en provenance des pays de l'Est (République tchèque, Pologne, Hongrie). Une étude de l'OFCE (Daudin *et alii*, 2006) a montré que près de 20 % des exportations allemandes étaient en réalité des réexportations (des produits importés pour être réexportés). Ce phénomène de commerce vertical lié aux activités d'*outsourcing* expliquerait également une partie des exportations des Pays-Bas.

1.3. Effets structurels, compétitivité hors-prix et désajustements de change

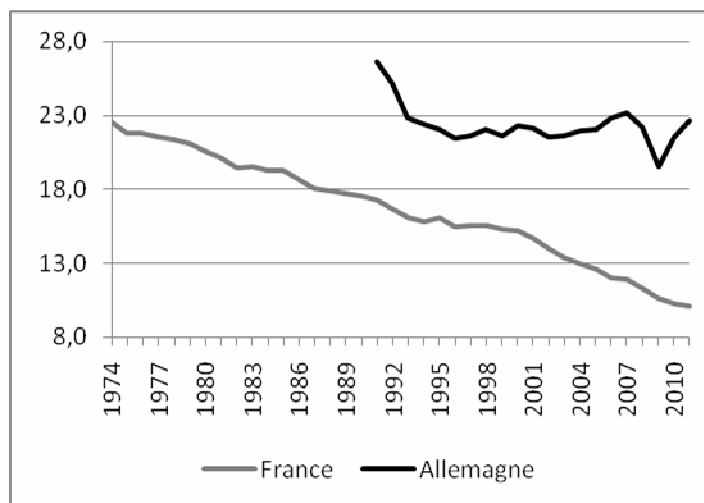
1.3.1. L'hétérogénéité structurelle de la zone euro

La zone euro est caractérisée par une forte hétérogénéité des structures productives. Ces différences de spécialisation en union monétaire mettent en cause la viabilité de la zone euro, au sein de laquelle aucun mécanisme de transferts budgétaires, susceptible de jouer un rôle assuranciel, n'a été mis en place.

Les situations structurelles de la France et de l'Allemagne offrent une illustration de cette forte hétérogénéité entre le Nord et le Sud de la zone euro. Dès 1991, les différences structurelles étaient marquées entre la France et l'Allemagne. La part du secteur manufacturier dans la valeur ajoutée était respectivement en Allemagne et en France d'environ 26 et 17 %. Tandis que l'économie allemande a maintenu une part manufacturière stable depuis la fin des années 1990, cette dernière n'a cessé de diminuer en France. En 2011, l'industrie manufacturière ne représentait plus que 10 % de la valeur ajoutée en France, soit plus de deux fois moins qu'en Allemagne.

Graphique 1.10.

Part de l'industrie manufacturière dans la valeur ajoutée (en %)



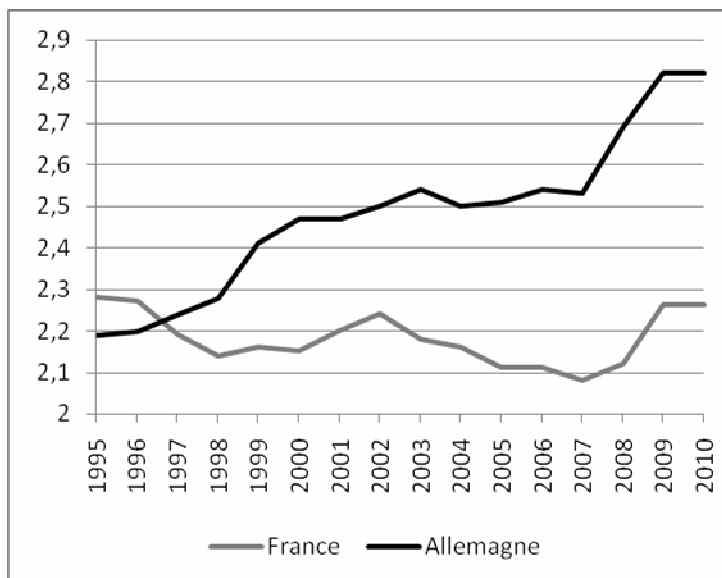
Source : Eurostat

Comme nous l'avons vu, l'Allemagne, en menant une politique non coopérative de restriction salariale, a gagné en compétitivité-prix sur la période 2003-2007. Ce regain de compétitivité-prix est venu s'ajouter au fait que la compétitivité allemande est basée depuis des décennies sur la qualité, l'image de marque et le service après vente. Diverses études économétriques ont montré que les produits allemands sont moins dépendants des prix que les produits français. D'après Cachia (2008), l'élasticité-prix des exportations serait de 0,7 en France et de 0,3 en Allemagne.

La meilleure compétitivité hors prix de l'Allemagne peut également s'expliquer par un effort de recherche et développement (R & D) plus important. Le graphique 1.11. présente les dépenses de R & D en France et en Allemagne. En 1995 les dépenses de R & D étaient relativement plus importantes en France (2,3 % du PIB, contre 2,2 % en Allemagne). À la fin des années 1990, l'Allemagne a augmenté ses dépenses de R & D, tandis que la France ralentissait son effort d'innovation. L'écart entre la France et l'Allemagne se confirme dans les années 2000. L'année 2003 constitue un tournant. Comme nous l'avons remarqué précédemment, la politique de modération salariale allemande fut très marquée de 2003 à 2007. Pendant cette même période, la France a réduit ses dépenses de R & D d'environ 0,1 point de PIB, tandis que l'Allemagne les maintenait à 2,5 % du PIB.

Graphique 1.11.

Dépenses de R & D dans l'ensemble de l'économie (en % du PIB)



Source : Eurostat

Concernant la structure industrielle des firmes exportatrices, des différences apparaissent également entre les deux pays. L'essentiel du commerce international allemand est le fait d'un nombre limité de très gros exportateurs. Ainsi, 1 % des firmes exportatrices réalisent 60 % des exportations en Allemagne, contre 44 % en France. Selon l'étude de Lantenois (2009), il apparaît que les exportations dépendent positivement de la taille des entreprises, de leur rentabilité et de leur effort en R & D. Comparativement à la France, l'Allemagne dispose par ailleurs d'un nombre bien plus important de firmes exportatrices de taille moyenne.

Comme nous l'avons vu, l'effort de R & D est également plus important en Allemagne, tout comme la profitabilité des entreprises. Il apparaît donc d'autant plus difficile pour les firmes françaises, globalement moins rentables, de supporter des coûts d'entrée et de survie liés à la présence à l'international (recherche de partenaires commerciaux, promotion des produits, ou encore mise aux normes du pays importateur).

Ces divergences structurelles favorisent l'Allemagne au détriment de la France. Cet avantage s'est fortement accentué depuis la mise en place de l'euro. En effet, lorsque l'euro s'apprécie, comme ce fut le cas de 2000 à 2008, les firmes allemandes sont moins touchées, d'une part parce que leurs exportations sont moins dépendantes des prix que les produits français et, d'autre part, parce que la politique de baisse du coût salarial unitaire en Allemagne a permis aux firmes allemandes de compenser une partie des effets négatifs de l'appréciation de l'euro.

1.3.2. L'ampleur des désajustements de change à l'intérieur de la zone euro

Un euro « fort » a donc mis en lumière les différences structurelles qui caractérisent les pays européens. La France n'ayant plus la possibilité de dévaluer sa monnaie par rapport à l'Allemagne, les différences structurelles ne peuvent plus être effacées par le taux de change. L'appréciation de l'euro aggrave les déséquilibres commerciaux intra-zone. Bien que les pays

de la zone euro partagent une monnaie unique, les pays du Sud, dont la France, ont connu une surévaluation de leur monnaie, contrairement aux pays du Nord. En 2011, l'euro serait surévalué de 15 % en France et sous-évalué de 23 % en Allemagne (Duwicquet, Mazier et Saadaoui, 2013).

Tableau 1.2. Variations de coûts liées aux désajustements de change observés (% du PIB)

	2000-2004	2005-2008	2009-2011
Allemagne	- 4,2	- 11,2	- 12,1
Pays-Bas	- 3,7	- 8,0	- 9,3
Autriche	- 6,8	- 10,1	- 8,7
Irlande	- 3,7	5,7	- 6,8
Finlande	- 12,0	- 7,5	- 2,0
Italie	- 2,0	- 1,4	- 0,6
France	- 3,6	4,3	5,1
Espagne	4,1	31,9	5,7
Grèce	2,6	12,9	9,2
Portugal	14,6	29,8	13,9

Coûts moyens par sous-périodes exprimés en % du PIB de chaque pays. Source : Duwicquet, Mazier et Saadaoui (2013).

Compte tenu des fondamentaux de chaque pays, un taux de change d'équilibre peut être calculé. Le FEER¹¹ est défini comme le taux de change d'équilibre qui prévaut lorsque l'économie atteint simultanément les équilibres internes et externes¹², pour l'ensemble des partenaires commerciaux. Cette mesure est obtenue à l'aide d'un modèle de commerce international où toutes les variables sont endogènes, à l'exception de l'équilibre externe (défini par l'équilibre de la balance courante) et l'équilibre interne (défini par la pleine utilisation du potentiel productif).

Pourquoi et comment estimer des taux de change d'équilibre ?

Pour chaque pays européen appartenant à la zone euro, il est possible d'estimer un taux de change d'équilibre qui est différent de celui de l'euro. Bien que le taux de change bilatéral de l'euro par rapport aux autres monnaies soit le même pour tous les membres de la zone, les taux de change effectifs réels et nominaux de chaque pays européens sont différents compte tenu des grandes divergences dans les structures de commerce extérieur. Par ailleurs, en dépit des progrès dans l'intégration économique et financière européenne, les pays européens restent marqués par d'importantes différences au niveau structurel et institutionnel. Ces asymétries ont été fréquemment étudiées et justifient l'estimation d'un taux de change d'équilibre pour chaque pays membre de la zone euro.

Afin de calculer le taux de change d'équilibre, il convient d'estimer à l'aide de l'économétrie des données de panel la balance courante d'équilibre.

¹¹ Taux de change d'équilibre fondamental, ou *Fundamental Equilibrium Exchange Rate*, en anglais.

¹² L'équilibre interne correspond à la pleine utilisation du potentiel productif sans générer de pressions inflationnistes. L'équilibre externe signifie que la balance courante observée correspond à la balance courante soutenable à moyen terme.

La balance courante étant égale à la différence entre épargne domestique et investissement domestique – *i. e.* la balance épargne-investissement –, les développements récents de l'étude des balances courantes se sont intéressés aux déterminants de moyen et long termes des comportements d'investissement et d'épargne. Les balances courantes d'équilibre sont obtenues par l'estimation de déterminants structurels des balances courantes : caractéristiques démographiques, stade de développement, déficits publics, actifs nets étrangers. Les déterminants principaux des balances courantes à moyen terme sont :

- Les caractéristiques démographiques représentées par les ratios de populations dépendantes – plus de 65 ans et moins de 15 ans – sur la population en âge de travailler, qui devraient avoir un impact négatif sur la balance épargne-investissement puisque un ratio de dépendance plus élevé devrait induire une diminution de l'épargne ;
- Les actifs nets étrangers, qui doivent avoir un impact positif sur la balance courante grâce aux revenus du capital qu'ils génèrent ;
- Le solde budgétaire. Un déficit public aura un effet négatif sur la balance courante, mais cet effet peut être considéré comme simplement comptable et n'est donc pas nécessairement introduit ;
- Enfin, l'écart de la production à son niveau potentiel (*output gap*) : une plus forte utilisation des capacités de production entraînera une détérioration de la balance courante.

D'après l'étude de Duwicquet, Mazier et Sadaoui (2013), l'euro serait surévalué pour la France depuis 2005. Cette surévaluation – euro trop fort par rapport à sa valeur d'équilibre – équivaut à un surcoût pour les entreprises françaises. Ce coût supplémentaire représenterait 4 à 5 % du PIB français (tableau 2).

Selon Blanchard et Milesi-Ferretti (2012), une politique de sous-évaluation de la monnaie (ou de maintien d'un taux de change déprécié) est formellement équivalente à une combinaison de taxes sur les importations et de subventions à l'exportation. Depuis l'introduction de l'euro, l'Allemagne apparaît sous-évaluée. Cette sous-évaluation – niveau de l'euro inférieur à sa valeur d'équilibre – représente un gain de compétitivité-coût de plus de 10 % du PIB allemand sur la période 2005-2011.

Les pays du Nord disposant d'un fort degré d'ouverture (relativement aux pays du Sud), un désajustement (écart au taux de change d'équilibre) sera fortement bénéfique pour leur économie.

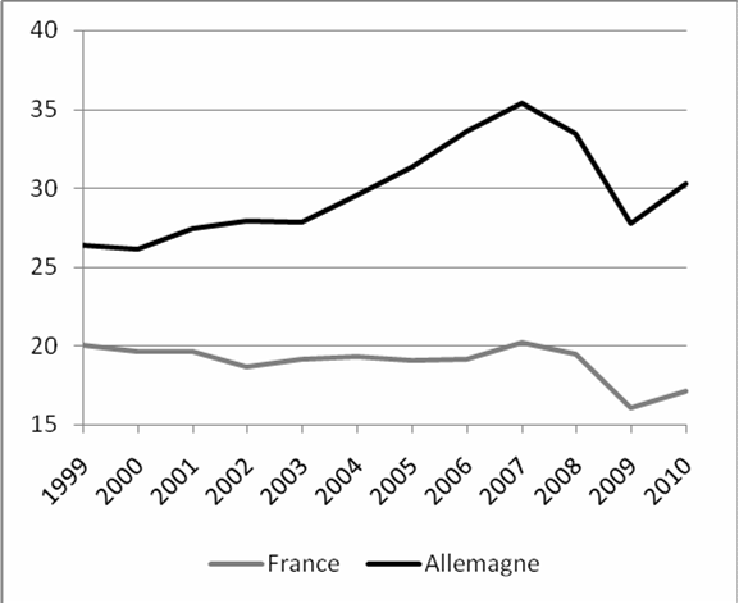
Ces désajustements de change augmentent fortement les déséquilibres intra-zone euro. Les pays du Sud qui sont en déficit courant (Grèce, Portugal, Espagne, Italie, France) souffrent de l'impossibilité de dévaluer leur monnaie. L'ajustement du déficit extérieur doit donc passer par une contraction des salaires nominaux et de la demande interne, ce qui accroît le coût social et la montée du chômage. Les firmes françaises défavorisées par un euro surévalué ont vu leur dette augmenter. Pourtant, malgré les mauvaises performances à l'exportation, elles ont continué à distribuer des dividendes d'un montant important.

Compte tenu de la dégradation de la compétitivité extérieure de l'économie française, ce surcoût du capital (voir chapitre 3), même s'il est au premier abord plus faible qu'en Allemagne (en points de PIB), pèse d'un poids plus élevé dans la contrainte financière des entreprises françaises. La plus forte rentabilité des firmes allemandes assouplit en effet la contrainte financière pesant sur elles. L'actif net financier des sociétés non financières en Allemagne était en 2010 négatif de 60 % du PIB, soit d'un poids deux fois moindre qu'en

France (- 120 %). Dans ce contexte, le surcoût du capital lié au versement de dividendes pèse d'autant plus en France qu'en Allemagne. Malgré une part plus importante des dividendes versés – en 2010, les firmes allemandes et françaises versaient respectivement 10 et 4,5 % du PIB sous forme de dividendes nets –, les firmes allemandes ont pu continuer à verser des revenus du capital en conformité avec leur taux de marge. En revanche, les firmes françaises ont augmenté leurs versements de dividendes alors que leur taux de marge stagnait ou diminuait (du fait de la crise de 2007-2008).

Graphique 1.12.

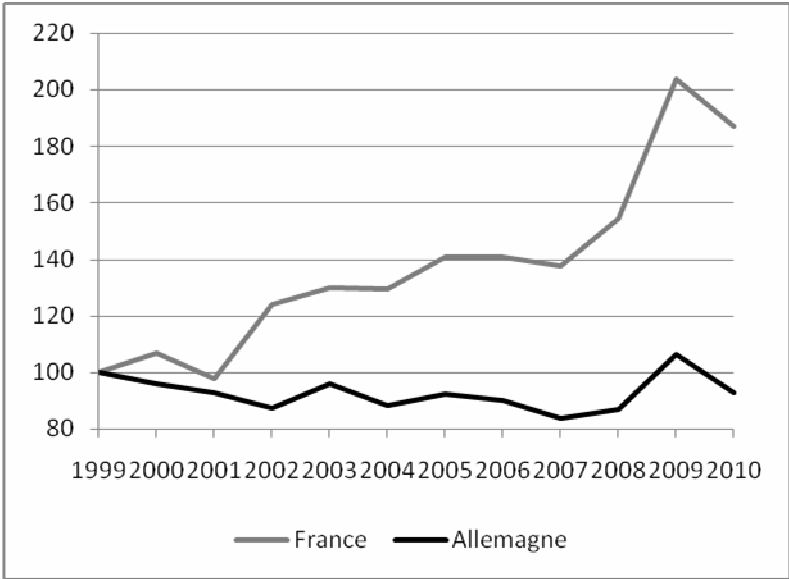
Taux de marge net des entreprises non financières (en %)



Source : Eurostat

Graphique 1.13.

Evolution du taux de dividendes versés (base 100 en 1999)



Source : Eurostat, calculs des auteurs

Le graphique 1.13. décrit l'évolution de cette contrainte financière. L'indicateur calculé se définit comme le rapport entre les dividendes versés nets – dividendes versés par les firmes moins les dividendes reçus par les firmes – et la valeur ajoutée nette des firmes (à partir des chiffres de la Comptabilité nationale).

L'évolution du taux de dividendes versés a été bien différente en Allemagne et en France. Entre 1999 et 2008, les firmes allemandes ont réduit leur taux de versement des dividendes d'environ 10 %. Entre ces deux mêmes années, les firmes françaises ont quant à elles augmenté leur taux de versement d'environ 50 %. Malgré la crise économique de 2009, les entreprises ont continué de verser un montant élevé de dividendes, augmentant ainsi fortement leur taux de versement. Le surcoût du capital, comme on le verra au chapitre 2, a pris dans les années 2000 une ampleur de plus en plus importante, en France, pesant sur la croissance de l'économie française, laquelle, contrairement à l'Allemagne, n'a pu être soutenue par les exportations.

Conclusion

Il n'est pas contestable que la France connaît depuis quelques années, comme d'autres pays du Sud de l'Europe, un déséquilibre préoccupant de sa balance commerciale. A l'intérieur de la zone euro, ces déséquilibres commerciaux ne peuvent pas être régulés par des glissements relativement continus et modérés des parités entre les monnaies nationales, puisque la monnaie unique exclut ce type d'ajustement. La situation présente peut donc s'interpréter comme la cohabitation, à l'intérieur même de la zone euro, d'une monnaie surévaluée pour les pays du Sud, et d'une monnaie sous-évaluée pour les pays du Nord, au sens où le rétablissement des équilibres internes et externes pour chaque pays exigerait, toutes choses égales par ailleurs, des réajustements de parité, dont on a donné la mesure.

Du point de vue de la France, ce réajustement serait nécessaire – ou plutôt, une érosion lente et continue de la devise nationale aurait été nécessaire –, non pour compenser un dérapage des coûts salariaux – on a vu que la progression des coûts salariaux unitaires avait été parfaitement en ligne avec les objectifs d'inflation de la BCE depuis l'institution de l'euro –, mais pour contrebalancer un déficit de compétitivité hors coûts (essentiellement le problème du positionnement en gamme), et pour s'adapter (par le bas) au recul de la part de l'Allemagne dans la formation de la demande globale en Europe.

Ces problèmes sont sérieux et ils n'ont toujours pas reçu de solutions. L'issue la plus intelligente – peut-être la seule qui reste ? – consisterait sans doute à mettre en place, de manière concertée au niveau européen, des politiques macroéconomiques coopératives, visant à assurer une sorte de réciprocité générale dans la génération de la demande globale en Europe (ou dans la zone euro).

La progression concertée, et modulée suivant les pays, des salaires monétaires devrait être une composante essentielle, à côté des politiques budgétaires, de cette coopération. Une progression concertée et différenciée des salaires aurait le double objectif d'assurer une lente érosion des dettes – en relevant l'objectif d'inflation salariale toléré – et de corriger en partie les déséquilibres commerciaux en modulant les effets-demande, générés ici et là, en fonction du sens des déséquilibres.

Cependant, que l'on veuille ou non régler ces problèmes de déséquilibres commerciaux en Europe, ils n'expliquent pas à eux seuls, loin de là, l'ensemble des maux dont souffre l'économie française, comme la plupart des pays développés d'ailleurs. La croissance médiocre, le sous-emploi chronique, la montée des inégalités, l'explosion de la pauvreté (en France moins qu'ailleurs, il est vrai), etc. sont antérieurs à la mise en place de l'euro et touchent bien d'autres pays. Ils sont dus pour une grande part à l'avènement d'un régime d'accumulation du capital qui a été défavorable à l'activité en général et aux revenus du travail en particulier, et qui a favorisé la restauration de la rente financière. C'est ce que l'on va examiner à partir du chapitre 2 et dans toute la suite de ce rapport. Ce faisant, on espère convaincre que si nous avons des problèmes de coût, ce ne sont pas des problèmes de coût du travail – on s'y est employé dans ce chapitre –, mais bien plutôt des problèmes de coût (ou de surcoût) du capital.

Chapitre 2

Au cœur du régime d'accumulation financiarisé : un coût du capital élevé

L'objet de ce chapitre est d'expliquer et de donner à voir qu'un coût du capital élevé – en réalité un *surcoût* élevé – a des incidences considérables sur l'économie, tant sur le plan microéconomique que macroéconomique. Ceci sera mené à bien sans proposer dès maintenant des définitions très précises de ce que sont le coût du capital et son surcoût, ni proposer une méthode satisfaisante pour tenter de les mesurer (ce sera précisément l'objet du chapitre 3). On souhaite commencer par montrer l'importance de la question, avant d'entreprendre l'effort qui consiste à tirer au clair les notions et à en fournir une mesure. Dans ce chapitre, on se contentera donc des approximations suivantes : on appellera *coût du capital* le prix d'acquisition des biens d'investissement, et *surcoût du capital* la rente financière payée aux prêteurs ou aux actionnaires qui fournissent les fonds nécessaires à cette acquisition.

Les développements qui suivent ont donc pour but de mettre en évidence, ou de rappeler, en mobilisant des arguments théoriques et des éléments de conviction empiriques, que l'élévation de la rente financière et son maintien à un niveau élevé, sur longue période, tendent à configurer un régime d'accumulation du capital singulier, caractérisé par une dynamique très médiocre de l'investissement, et ce en dépit de profits remarquablement élevés. Le point de vue actionnarial, qui domine aujourd'hui l'entreprise, privilégie en effet la rentabilité de l'investissement (relativement à la croissance) et favorise la distribution massives des profits aux actionnaires, lesquels profits sont devenus « excédentaires » au regard des projets d'expansion des entreprises. Dans un tel régime, la formation de la demande globale est structurellement pathologique, puisque l'investissement est mis sous l'éteignoir d'exigences de rendements financiers élevés (Boyer, 2000) et que la consommation se trouve bridée par l'augmentation de la part des revenus qui va aux rentiers et aux salariés du très haut de l'échelle, ceux qui sont liés à la financiarisation de l'économie (Dew-Becker et Gordon, 2005 ; Godechot, 2012). On comprendra qu'il n'est pas étonnant qu'un régime aussi dépressionnaire ait cherché des échappatoires dans l'activation de canaux de demande assez artificiels et pour le moins précaires : l'effet richesse (Maki et Palumbo, 2001), l'endettement des ménages (Dutt, 2005, 2006), l'endettement des Etats, les stratégies néo-mercantilistes d'exportation (Herzog-Sein, 2010).

On commencera par présenter les incidences de l'élévation du coût du capital au niveau microéconomique de l'entreprise (section 1). On prend comme référence la grande entreprise cotée, pour étudier la manière dont une augmentation de la rente financière, à travers des exigences de rendements accrues, imposées par les actionnaires, modifie les grands choix stratégiques effectués par la direction de l'entreprise. On utilise pour ce faire la théorie de la firme de Wood (1975) qui est le cadre d'analyse microéconomique le plus congruent avec la macroéconomie postkeynésienne. Cette théorie permet de dégager de manière ordonnée les traits caractéristiques du régime d'accumulation dominé par la finance auxquels on peut

s'attendre, sur la base d'une analyse microéconomique des politiques décidées par les firmes : hausse de la rentabilité économique et de la rentabilité financière ; hausse du taux de marge (*i. e.* baisse de la part des salaires), ralentissement du rythme de l'accumulation du capital, hausse des profits distribués. Cette analyse permet d'identifier et de comprendre ce qui a constitué le point pivot et l'élément structurant du capitalisme financier : le divorce entre la rentabilité (bonne, voire très bonne) et l'accumulation du capital (médiocre).

On laisse de côté dans ce chapitre la question de savoir ce qu'il en est des entreprises non cotées. La manière dont elles ont été affectées par l'élévation de la norme financière est traitée au chapitre 4.

On s'attache, dans la section 2, à montrer que les traits caractéristiques précédents, inférés de la théorie de Wood, sont largement corroborés par les statistiques que l'on peut mobiliser en vue d'établir le diagnostic des grandes évolutions à l'œuvre dans les principaux pays anciennement industrialisés. On concentre toutefois l'attention principalement sur la France. Les données que nous utilisons concernent le plus souvent l'ensemble des entreprises non financières. Les tendances observées englobent donc les grandes entreprises cotées et les autres (hors entreprises individuelles). Il se confirme qu'au niveau global, les entreprises se sont mises en quête de « la recette du profit sans l'accumulation » (Cordonnier, 2006) et qu'elles l'ont largement trouvée.

Ceci pose une question intrigante, que l'on examine à la section 3. Lorsque l'on cherche à recomposer le « puzzle » de la financiarisation des entreprises, en passant au niveau macroéconomique, la théorie nous dit que le ralentissement de l'accumulation du capital aurait dû provoquer (à travers son effet dépense) une chute des profits, et donc une chute de la rentabilité du capital. Les actionnaires auraient donc dû, *toutes choses égales par ailleurs*, se voir refuser, par effet de composition macroéconomique, l'amélioration de la rentabilité qu'ils recherchaient ardemment au niveau de chaque firme. Or, il n'en a rien été. La baisse de l'accumulation n'a pas déprimé les profits.

C'est en cherchant à comprendre ce qui s'est passé, que l'on comprend encore un peu mieux la véritable nature de ce régime d'accumulation. Comme on le verra, *toutes les choses ne sont pas restées égales par ailleurs*. Des canaux de dérivation ou des états de fortune ont été construits pour venir en renfort de la demande d'investissement et suppléer son rôle défaillant dans la génération du profit au plan macroéconomique. La crise économique et financière a résulté précisément de la précarité de ces dérivations, de leur caractère instable autant que limité.

2.1. Financiarisation des grandes entreprises cotées

Le cœur de ce régime d'accumulation dominé par la finance est constitué par les grandes firmes cotées en Bourse, dont les choix stratégiques ont été considérablement remodelés par l'emprise du point de vue actionnarial sur leur direction. On peut schématiser ce qui se joue à cet endroit en utilisant la théorie de la firme élaborée par Wood (1975). Ce schéma a le mérite de faire clairement apparaître les raisons pour lesquelles la dynamique de l'accumulation du capital est solidement articulée, au niveau microéconomique lui-même, à la répartition des revenus. En partant de ce schéma, que l'on présente à la section 2.1., il est relativement aisé

de mettre en scène l'incidence qu'a eu le renouveau du pouvoir actionnarial sur les trois principales politiques – articulées les unes aux autres – dont les firmes ont à décider : la politique d'accumulation, la politique de marge (ou de prix) et la politique de dividendes. C'est ce que l'on examine à la section 2.2. La relation entre ces choix à moyen terme et les conditions du financement externe, en particulier du crédit, feront l'objet de développements plus précis au chapitre 5.

Adrian Wood et la théorie postkeynésienne de la firme

Nous avons choisi le diagramme de Wood, pour analyser les conséquences de la financiarisation de l'économie au plan microéconomique, pour deux raisons :

- La première est qu'il s'agit du cadre d'analyse le plus élémentaire pour mettre en scène les effets d'une variation du coût du capital au niveau d'une firme particulière ;
- La seconde est que cette analyse fait ressortir les quatre variables de décision – taux d'accumulation, taux de marge, taux de distribution des profits, ratio d'endettement – qui sont déterminantes sur le plan macroéconomique. Avec la théorie de Wood, on dispose en quelque sorte des fondements microéconomiques de la macroéconomie postkeynésienne (voir encadré suivant).

La théorie postkeynésienne de la firme a connu ses développements les plus importants entre la fin des années 1960 et le milieu des années 1970. À cette époque, les postkeynésiens, après avoir développé leurs modèles macroéconomiques de croissance dans les années 1940-1950, se tournent vers l'échelon microéconomique pour approfondir leur paradigme et le doter d'une microéconomie autonome.

Cette période de la fin des Trente glorieuses est dominée par les grandes entreprises conglomerales gouvernées par les managers. C'est l'ère de la technostructure dépeinte par Galbraith (1968). Dans ce contexte, un foisonnement de publications va venir étayer cette microéconomie de la firme, alors balbutiante chez les postkeynésiens. On peut citer les travaux de Eichner (1976), de Harcourt et Kenyon (1976), de Marris (1964), etc. Adrian Wood (1975) ferme en quelque sorte la marche de cette veine de travaux, en les ramenant à l'essentiel, et en proposant une formulation simple et convaincante de la liaison entre la politique d'investissement et la politique de prix. Il contribue à articuler solidement la croissance et la répartition à l'échelle microéconomique.

Après avoir occupé le devant de la scène au tournant des années 1970, la théorie de la firme retourne quasiment dans l'ombre. Le programme de recherche postkeynésien s'est porté, dans les années 1980 et 1990, sur d'autres thématiques : méthodologie, économie monétaire... Ce n'est que depuis le milieu des années 2000 (Stockhammer, 2004 ; Dallery, 2009) que la théorie de la firme est revenue occuper une place de choix dans les débats postkeynésiens. La théorie de Wood s'est ainsi montrée particulièrement pertinente pour analyser les conséquences de la restauration du pouvoir actionnarial sur l'entreprise.

Quelques repères pour situer les économistes postkeynésiens

Les économistes postkeynésiens sont ceux qui ont développé la théorie de Keynes dans le long terme. Parmi les auteurs les plus connus de la première génération figurent Roy Harrod, Michal Kalecki, Joan Robinson et Nicholas Kaldor. Ils pensent que le principe de la demande effective – la détermination du volume de l'activité et de l'emploi par le niveau de la demande globale qui est juste suffisant pour rentabiliser l'offre – n'est pas seulement valable à court terme – ce qui était le cadre d'analyse de Keynes – mais qu'il est également pertinent à long terme – lorsque l'on tient compte des effets capacité de l'investissement. Ce faisant, ils réhabilitent en partie le message perdu des économistes classiques du XIX^e siècle, notamment celui de Marx, qui ne croyait pas à la loi des débouchés de Jean-Baptiste Say.

Les économistes classiques, parmi lesquels on compte notamment Adam Smith et David Ricardo, s'intéressaient au double lien entre croissance et répartition. Les économistes néo-classiques, dominants

depuis le début du XX^e siècle, ont initialement délaissé la thématique de la croissance pour se tourner vers les questions de répartition individuelle, en rapport avec leur principale préoccupation: le problème de l'allocation optimale des ressources rares.

Keynes était en désaccord frontal avec les néo-classiques qu'il accusait de ne pas comprendre la nature du chômage durant la grande crise des années 1930 (un chômage involontaire lié à la crise des débouchés). Il entreprit donc une révolution paradigmatique mais, dans un souci de dialoguer avec les économistes de son temps, pour mieux les convaincre, il conserva certaines hypothèses critiquables des néoclassiques. La portée de sa révolution peut donc être jugée équivoque. Il existerait ainsi un double projet keynésien, l'un pragmatique, l'autre plus radical (Favereau, 1985).

Alors que les économistes de la synthèse ont opté en faveur de l'interprétation pragmatique du projet keynésien, en tentant une cohabitation entre Keynes et les néoclassiques, les économistes postkeynésiens ont tranché en faveur d'un projet en rupture complète avec le cadre néoclassique. À la synthèse avec les néoclassiques, les postkeynésiens ont opposé une construction théorique qui s'apparente plutôt à une synthèse entre Keynes et Marx. Le « dépassement » de Keynes par les auteurs postkeynésiens, comme à rebours de l'histoire de la pensée économique, a donc paradoxalement consisté à retrouver Marx, ce dont témoignent deux des plus illustres postkeynésiens (Michal Kalecki et Joan Robinson) qui ont été particulièrement influencés par les écrits de Marx.

Le projet postkeynésien, dont ce rapport porte clairement l'empreinte, s'intéresse au premier chef à la dynamique complexe entre l'accumulation du capital et la répartition du revenu national (Robinson, Kalecki, Kaldor). Mais on trouve aussi au cœur des problématiques postkeynésiennes des thèmes récurrents comme l'instabilité de la croissance de long terme (Roy Harrod), le circuit monétaire (Alain Parguez), l'incertitude radicale (Paul Davidson), l'instabilité financière (Hyman Minsky)...

Les postkeynésiens sont très proches de l'École française de la régulation (Michel Aglietta, Robert Boyer) dont les développements macroéconomiques proposent souvent un bouclage de type keynésien, mettant l'accent sur les effets de demande effective. La microéconomie postkeynésienne pourrait quant à elle se rapprocher davantage des travaux de l'École française des conventions (Olivier Favereau) et du vieil institutionnalisme américain (Thorstein Veblen, John R. Commons, John K. Galbraith). Il existe de nombreux ponts entre ces écoles dites « hétérodoxes » en économie.

Il existe beaucoup moins de points de passage lorsqu'il est question des liens entre la théorie postkeynésienne et les différentes composantes de l'orthodoxie. Dans une acception large, cette orthodoxie (ou *main stream*) regroupe les économistes de la synthèse néoclassique (John Hicks, Paul Samuelson, Robert Solow), les néokeynésiens (Paul Krugman, Joseph Stiglitz), les nouveaux keynésiens (Greg Mankiw), les nouveaux classiques (Robert Lucas, Robert Barro)... Ces écoles font jouer un rôle plus ou moins important au côté « offre » de l'économie (technologies, préférences, organisation des marchés) et ne font place aux effets « demande » (rôle des dépenses et des anticipations) que très marginalement. En particulier, nombre d'économistes néokeynésiens font du « keynésianisme symptomatique » : ils essaient d'obtenir des résultats en apparence keynésiens, en mobilisant des causalités qui peuvent être intéressantes – rigidité des prix, asymétrie d'information, concurrence imparfaite – mais qui sont mises en œuvre dans un environnement institutionnel assez peu keynésien. Certains néokeynésiens, comme Krugman ou Stiglitz ont toutefois été amenés progressivement à défendre des positions proches de celles des postkeynésiens, à mesure qu'ils constataient les impasses du néolibéralisme et de la financiarisation de l'économie¹³.

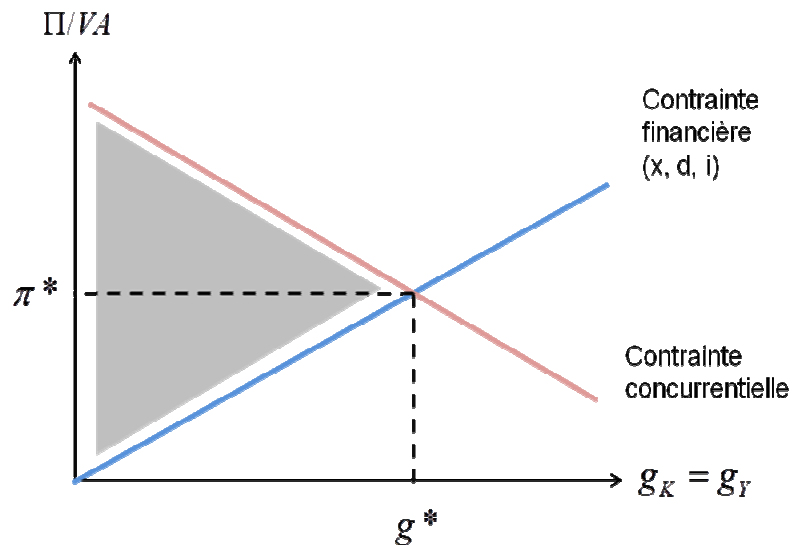
2.1.1. L'articulation entre la politique de marge (ou de prix) et la politique d'accumulation

Les deux décisions cardinales que doivent prendre les dirigeants portent sur la politique de marge, représentée par le taux de marge (en ordonné sur le graphique 2.1.) et la politique

¹³ Pour en savoir plus sur l'économie postkeynésienne, voir Lavoie (2004).

d'investissement, représentée par le taux d'accumulation du capital productif (en abscisse). Ces décisions sont censées engager la firme sur un moyen terme, lequel est, tautologiquement, le temps qui s'écoule entre deux révisions de la politique d'investissement. Les « choix » du taux de marge et du taux d'accumulation sont complètement liés, pour deux raisons qui se trouvent exprimées respectivement à travers une *contrainte concurrentielle* (CC) et une *contrainte de financement* (CF) :

Graphique 2.1.
Le diagramme de Wood



Notations

g_k : taux de croissance du stock de capital (K) ou taux d'accumulation du capital sur l'unité de temps considérée (l'année, par exemple). Soit : $g_k = \Delta K / K$. Comme la variation du stock de capital (ΔK) correspond aux dépenses d'investissement (I) de la période, on peut aussi écrire $g_k = I/K$.

g_y : taux de croissance des quantités produites et des ventes sur l'année (Y). Soit : $g_y = \Delta Y / Y$. Il s'agit des prévisions de croissance de la production et des ventes justifiant une décision de faire croître le stock de capital au même rythme : $g_k = g_y$. En effet, si l'on suppose, comme le font la plupart du temps les postkeynésiens, que le coefficient de capital ($v \equiv K / Y$) est constant à court/moyen terme, le stock de capital doit croître au même rythme que les quantités produites pour maintenir un taux d'utilisation normal des capacités de production.

x : part des investissements financés par emprunt.

d : taux de distribution des profits, sous forme de dividendes (D). Soit : $d = D/\Pi$.

i : taux d'intérêt

Π : masse des profits réalisés dans la période considérée.

VA : valeur ajoutée produite (en valeur) sur la période considérée.

Π/VA : taux de marge (ou part des profits).

i) *La contrainte financière*

D'un côté, plus une firme souhaite croître rapidement, en termes de quantités produites et de ventes (g_y), plus elle doit investir rapidement en capacités de production (g_k), et plus elle doit dégager un financement interne important... ce qui requiert un taux de marge (II/VA) d'autant plus élevé. Cette relation (croissante) entre le rythme de l'accumulation et le taux de marge nécessaire à son financement peut être connue avec assez de précision par les décideurs. S'ils connaissent le taux de financement externe (x) sur lequel ils peuvent raisonnablement compter (et qu'ils jugent pas trop risqué), en recourant à des emprunts ou en procédant à des émissions d'action, et s'ils connaissent le taux de distribution des profits (d) qui agréé aux actionnaires (en ligne avec la norme du marché et les décisions de l'assemblée générale), ils peuvent en déduire directement le montant de la marge par unité de produit (ou le taux de marge, ici) qu'il faut réussir à dégager (bon an mal an) pour réussir à boucler le financement d'un rythme d'accumulation donné¹⁴. Le taux de marge doit en effet être suffisant pour assurer le taux de distribution des profits réclamés par les actionnaires et pour assurer la part du financement de l'investissement qu'il n'est pas question de faire prendre en charge par des parties externes (par prudence de la part de la firme, ou par réticence de la part de ces parties externes). Pour des ratios x et d donnés, plus les dirigeants souhaitent faire croître rapidement les capacités de production, plus il faudra que la part des profits dans la valeur du produit soit élevée... et complémentirement : plus il faudra que la part des salaires soit faible ! C'est ce que traduit la contrainte financière ;

ii) *La contrainte concurrentielle*

D'un autre côté, les firmes n'ont pas vraiment la possibilité de fixer les prix aussi haut qu'elles le souhaiteraient, de manière à dégager sans souci le taux de marge dont elles ont besoin pour financer le rythme de l'accumulation qu'elles désirent¹⁵. Un taux de marge élevé dégrade en effet leur compétitivité (relativement aux entreprises avec lesquelles leurs produits sont en concurrence) et ralentit forcément à moyen terme la croissance de leur vente. A l'inverse, un taux de marge faible est de nature à stimuler la progression des ventes à moyen terme. Il existe en conséquence une contrainte sur le taux de marge maximum compatible avec chaque politique d'accumulation envisageable (ou de croissance des ventes envisageables, assortie à cette politique d'accumulation). Pour un positionnement concurrentiel des autres firmes donné, les dirigeants d'une entreprise particulière savent bien que cette relation est décroissante : plus on envisage une croissance rapide, plus on doit accepter de la soutenir par une politique de marge « agressive » (*i. e.* de marges faibles)¹⁶. Cependant, si les dirigeants connaissent bien le sens de variation de cette relation, ils connaissent sans doute moins exactement la forme et la place de cette contrainte concurrentielle dans le plan (II/VA ,

¹⁴ La marge par unité de produit est calculée en prenant pour base un volume de production correspondant à un taux d'utilisation jugé « normal et souhaitable » de la capacité de production.

¹⁵ Si tel était le cas, le capitalisme serait vraiment une promenade de santé... pour les capitalistes !

¹⁶ Et plus il faut l'accompagner par des dépenses de publicité et de distribution qui augmentent le coût unitaire de production et donc réduisent la marge (toutes choses égales par ailleurs).

g_k). C'est une différence notable avec la contrainte financière. Car ici la relation est une grandeur anticipée, qui n'existe « réellement » que dans la tête des dirigeants, lesquels tentent de traduire de cette façon, et plus ou moins précisément, ce qu'ils savent de leur compétitivité relative. D'autant que la position dans le plan de la contrainte concurrentielle (plus ou moins élevée) mêle deux types de considérations : la compétitivité relative de la firme, et l'état de la prévision sur la croissance de la demande globale. Toutes choses égales par ailleurs (pour un même taux de marge), une demande globale en croissance plus rapide permet en effet de faire croître la production et les ventes plus rapidement.

Les dirigeants de la firme ont ainsi à choisir le couple de politiques stratégiques ($II/VA, g_k$) qu'ils veulent mettre en œuvre, sous ces deux contraintes. Graphiquement, l'espace des stratégies qui sont à la fois commercialement accessibles (CC) et financièrement soutenables (CF) est contenu dans le triangle délimité par les deux contraintes et l'axe des abscisses (surface grisée).

2.1.2. Le dilemme entre marge et accumulation, et le choix de la croissance

Parmi l'ensemble de ces politiques possibles, il est assez évident que seules celles figurant sur la CC feront l'objet d'un véritable examen par les décideurs. Les autres seront rapidement écartées. Car tous les couples situés en dessous de la CC représentent certes des politiques de croissance réalistes (tant commercialement que financièrement)... mais ce sont des politiques qui laissent ouvertes la possibilité d'augmenter le taux de marge, sans que l'on se heurte à un problème de débouchés. Ce sont de fait des politiques qui sacrifient des profits. Le choix des politiques « rationnelles » se réduit donc aux couples situés sur le segment de la contrainte concurrentielle en amont de son intersection avec la CF. C'est à cet endroit que le problème de la décision semble devenir plus épineux. Car, tout du long de la contrainte concurrentielle, il faut faire un arbitrage entre marge et croissance... ce qui crée potentiellement un dilemme. En lisant les choses dans le sens de la descente : accélérer l'accumulation – pour accélérer les ventes et réaliser davantage de profits à l'avenir – exige en effet de réduire le taux de marge – et en conséquence de renoncer à un certain profit par unité de produit à l'avenir. Comment les dirigeants s'arrangent-ils avec ce dilemme ?

Les économistes postkeynésiens répondent généralement que dans la période du capitalisme managérial, les dirigeants privilégiaient assez systématiquement la croissance. Leur explication, en substance (Wood, 1975 ; Lavoie, 1992 ; Stockhammer, 2004, 2005-6 ; Dallery, 2009) est que l'objectif d'une croissance soutenue est au carrefour des différentes motivations qui animent les grands managers, ceux que Galbraith (1968) a appelé les membres de la technostucture :

- i) Bâtir et diriger des empires industriels (ou de services) pour assurer le statut, le prestige, la notabilité de ceux qui le dirigent ;
- ii) Atteindre une taille critique pour peser sur leur environnement (au niveau du bassin d'emploi, au niveau des conditions de financement, auprès des fournisseurs, face aux réseaux de distribution, etc.) ;

- iii) Diversifier les activités, à travers la construction de conglomérats, pour amortir les risques entrepreneuriaux...

Ces économistes font également remarquer qu'une fois les exigences des actionnaires prises en compte – cela fait partie du respect de la contrainte financière –, les managers ont le champ libre pour déployer leur propre rationalité... laquelle est précisément cette sorte de « préférence pour la croissance », qui est l'aune de leurs succès ou de leurs échecs. Ceci reste vrai, même au sein du capitalisme financiarisé. C'est précisément parce que ce penchant est constant que les actionnaires doivent se donner les moyens – en termes de règles de gouvernance, de schémas de rémunération, de discipline de marché – de contrer cette préférence managériale¹⁷. Ceci étant, une fois connues les exigences des actionnaires – qu'elles soient faibles ou fortes –, les dirigeants sont censés opter pour la croissance la plus élevée possible et pour le taux de marge cohérent avec le besoin d'autofinancement qui s'ensuit, sachant que ce dernier est forcément limité par l'impératif de compétitivité. Le choix des dirigeants est donc, graphiquement, le couple $(II/VA^*, g^*_k)$.

En résumé, c'est au sein de l'entreprise, et en relation avec les agents qui se trouvent à son interface financière – prêteurs et actionnaires – que se décident les quatre grandes politiques qui gouvernent l'accumulation du capital et la répartition des revenus :

- la politique de dividendes (représentée par le paramètre d) ;
- la politique de financement externe (x) ;
- la politique de croissance ou d'accumulation (g_k) ;
- la politique de marge ou de prix (II/VA).

Il vaut la peine de souligner ici jusqu'à quel point cette manière de représenter l'entreprise – pour l'instant : la grande entreprise – est lourde d'implications ! Cela signifie en effet que si rien ne venait contrarier *ex post* la mise en œuvre de ces décisions (c'est-à-dire, s'il n'existait pas de contrainte de débouché au niveau macroéconomique... résultant de la composition de ces décisions microéconomiques), l'ensemble des grandeurs pertinentes de l'économie se trouverait déterminé au niveau des firmes (mis à part le taux d'intérêt). Celles-ci décident en effet pratiquement de tout : de la croissance, de l'accumulation du capital, de la répartition des revenus (marge, dividendes versés, salaires... rapportés au total des revenus) et de la structure financière (fonds propres *versus* endettement).

L'entreprise, chez Wood, est bien la pièce centrale d'une théorie du capitalisme¹⁸, l'institution qui se trouve au confluent des processus de production, d'allocation des facteurs et de répartition des revenus. Elle devient l'institution cardinale de l'économie qui vole la vedette au marché. « *C'est bien cela le problème*, disait Joan Robinson (1977). *La tâche de décider comment les ressources devraient être allouées n'est pas assurée par le marché mais par les grandes entreprises qui ont la charge d'assurer le financement de leur développement. Ces questions impliquent la totalité du système politique et social du monde capitaliste ; elles ne*

¹⁷ Ce qui se traduit par une contrainte financière plus pentue que durant les Trente glorieuses (voir *infra*).

¹⁸ Rappelons que le titre de l'ouvrage de Adrian Wood est « Une théorie du profit ».

peuvent pas être tranchées par la théorie économique, et il serait décent, pour le moins, que les économistes admettent qu'ils n'ont pas de réponses à ces questions. »

2.1.3. Le pouvoir actionnarial et les nouvelles exigences de rentabilité

L'intérêt, pour la présente étude, de cette théorie de la firme, est qu'elle permet de comprendre et d'ordonner les conséquences notoires qu'a pu avoir sur l'économie et la société le « retour de l'actionnaire » dans la gouvernance des firmes. Ce retour de l'actionnaire, qui a signé la fin du fordisme et du capitalisme managérial, s'est effectué à la faveur de la libéralisation et de l'internationalisation des marchés financiers, durant la décennie 80, et de la montée en puissance des investisseurs institutionnels dans la détention du capital des entreprises (Batsch, 2002 ; Plihon, 2009). Le pouvoir actionnarial s'est ainsi concentré dans les mains des fonds d'épargne mutuels (en France : les Sicav et les FCP), des fonds de pension ou des compagnies d'assurance. Ce pouvoir a pu se déployer en cheminant le long de trois canaux :

- l'activisme actionnarial (la participation aux instances de gouvernance des entreprises cotées) ;
- l'évaluation financière (par les agences de conseil et de notation) ;
- la discipline de marché, laquelle sanctionne, à travers les cours boursiers, les actions des entreprises « mal dirigées »... à l'aune des nouvelles conventions financières.

Le pouvoir de la finance sur l'entreprise, une fois établi – on peut situer ce tournant, suivant les pays, entre les années 85 et 95 – s'est consolidé à travers l'édiction de chartes, de codes de bonne gouvernance, l'énoncé de maximes et de bonnes pratiques à l'adresse des hauts dirigeants, le changement de statuts de certaines entreprises, la mise en place de schémas de rémunération destinés à aligner les intérêts du management sur le point de vue actionnarial, voire l'adoption de textes législatifs¹⁹... toutes sortes de dispositifs plus ou moins institutionnalisés aujourd'hui, visant à formuler et à garantir (en partie) les nouvelles « tables de la loi » en matière de « bonne » gouvernance des firmes, en matière de stratégies industrielles et en matière d'objectifs financiers. Charge aux trois canaux précédemment énoncés de faire respecter cette loi²⁰.

S'agissant des objectifs financiers, la norme assignée aux dirigeants est désormais d'atteindre des seuils de ROE (*return on equity*) clairement affichés : de l'ordre de 15, 20 %, voire 30 % par an, en fonction du risque de marché de l'entreprise en question (risque de perte en capital pour les détenteurs d'action, lié à la fluctuation du cours en Bourse).

Ces objectifs de rentabilité financière ne sont pas énoncés au hasard : ils sont censés correspondre au seuil de rentabilité des fonds propres à partir duquel la valeur boursière de l'entreprise s'établit au dessus de la valeur comptable des fonds propres de la firme (voir l'encadré ci-dessous pour plus d'explications) car c'est bien l'objectif ultimement recherché

¹⁹ En France, la loi du 2 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques a introduit un certain nombre de dispositions concernant le droit des sociétés, dispositions visant explicitement à renforcer le pouvoir des actionnaires dans le pilotage stratégique et le contrôle de l'entreprise.

²⁰ Règles de gouvernance, schémas de rémunération, discipline des marchés.

par les actionnaires et leurs mandataires : créer ce qu'ils appellent, dans le langage de la nouvelle doctrine financière (Medaf), de la « valeur pour l'actionnaire ».

Les objectifs financiers des entreprises cotées : un exemple

Supposons qu'une firme J ait acquis ses moyens de production (K), d'une valeur totale de 1200 M €, grâce à des apports en fonds propre (FP) de 600 M € (constitués depuis sa création par les apports initiaux des associés, les bénéfices conservés – non distribués – d'année en année et destinés à autofinancer les investissements, et les émissions successives d'action) et un endettement (E) de 600 M € également (sur lequel le taux d'intérêt moyen est de 5 %). Le bilan de l'entreprise J se présente de la manière suivante :

Bilan entreprise J	
Actif	Passif
Capital productif : K = 1200 €	Fonds propres : FP = 600 €
	Endettement : E = 600 € (i = 5 %)

Si cette entreprise réalise un *résultat d'exploitation*, ou profit (Π), de 100 M € dans l'année, sa *rentabilité économique*, sera, par définition : $r_e = \Pi / K$, soit, dans cet exemple, 8,33 %. Ce ratio mesure la performance de l'ensemble des capitaux engagés (et immobilisés) dans la firme, qu'ils proviennent des fonds propres ou de l'endettement. En anglais, la rentabilité économique se dit : *return on capital engaged* (ROCE), ce qui traduit peut-être mieux la prise en compte de l'ensemble des capitaux immobilisés.

La *rentabilité financière*, quant à elle, vise à cerner la performance des seuls capitaux « apportés » par les actionnaires (en réalité il s'agit tout autant des profits non distribués que de leurs apports en liquide, lors des souscriptions à des augmentations de capital). La rentabilité financière rapporte en conséquence la part des profits qui reviennent aux actionnaires (soit : le résultat d'exploitation moins les intérêts versés aux prêteurs), ce que l'on appelle également le bénéfice, au seuls fonds propres. Formellement : $r_f = (\Pi - iE) / FP$. Ce qui donne, dans cet exemple : 11,66 %.

La rentabilité financière est plus élevée, ici, que la rentabilité économique, parce que la part des profits versés sous forme d'intérêts aux prêteurs (30 M € sur les 100 M € au total) est plus faible que la part de leurs capitaux apportés dans le total du passif (50 %). Cela est dû au fait que les prêteurs acceptent un taux d'intérêt plus faible (5 %) que la rentabilité moyenne des capitaux engagés (8,33 %). Ils « acceptent » donc que les actionnaires se servent une plus grosse part que la leur (70 millions de bénéfices pour 600 millions d'apports). S'ils acceptent ce différentiel de rémunération, c'est que les prêts et les crédits sont supposés moins risqués que les apports en fonds propres, en raison du privilège du prêteur, en cas de liquidation. D'une manière générale, quand $r_e > i$, on aura nécessairement $r_f > i$. On parle alors d'effet de levier positif... pour l'actionnaire.

Supposons ensuite que les épargnants ou leurs mandataires (les investisseurs institutionnels), ou d'autres firmes que J, susceptibles d'acheter ou de vendre les actions de la firme J sur le marché, pensent que cette action est trois fois plus risquée qu'une obligation d'Etat, qui rapporte aujourd'hui du 3,33 % par an. Ils seront prêts à détenir des actions de la firme J à condition que son rendement couvre au moins ce risque, c'est-à-dire à condition qu'elle rapporte du 10 % par an (ceci constitue donc *le rendement exigible* de cette action). En supposant que tout le bénéfice (70 M €) annuel de la firme J est distribué en dividendes aux actionnaires, et en supposant qu'il existe un million d'actions en circulation, le dividende par action sera de 70 €. Les « opérateurs » qui envisagent d'acheter cette action seront donc disposés à la payer jusqu'à 700 €, parce qu'à ce prix, elle leur rapporte encore tout juste un rendement de 10 % par an (en supposant encore, pour

simplifier, que l'entreprise J n'est pas en croissance). Réciproquement, ceux qui détiennent cette action n'auront pas envie de s'en dessaisir pour un prix inférieur à 700 €, étant donné qu'ils ne trouveront pas un meilleur couple rendement-risque ailleurs (à moins qu'on leur propose justement plus de 700 €). Le prix de marché de l'action (son cours) s'établira en conséquence au niveau qui réalise son rendement exigible, soit : 700 €. Comme il y a un million d'action en circulation, la capitalisation boursière de la firme équivaut alors à 700 milliards. Dans ce cas, elle dépasse de 100 M € la valeur comptable des fonds propres. Cela signifie que si un acteur voulait acheter la firme en « raflant » toutes ses actions sur le marché, il devrait la payer plus cher (700 M €) que le décompte de ce que les actionnaires ont apporté ou laissé en fonds propres dans cette firme, depuis sa création (600 M €). La différence entre la valeur de marché de la firme et la valeur de ses fonds propres est désignée, par la théorie financière contemporaine (Medaf), *la valeur créée pour l'actionnaire*.

L'idée est que lorsque les actionnaires mettent 6 € dans cette firme, ils savent qu'en revendant leurs actions sur le marché, cela leur rapportera 7 €. En dégageant une *rentabilité financière* (de 11,66 %) supérieure au *rendement exigible du marché* des actions (de 10 %), les dirigeants de la firme garantissent aux actionnaires cet écart de valeur entre leurs apports et le prix de revente. Là où la théorie financière est subtile – politiquement parlant – est qu'en désignant ainsi cette différence – et en désignant de même l'objectif que doivent poursuivre les dirigeants –, elle laisse accroire que les actionnaires n'ont gagné de l'argent qu'à partir du moment où de la valeur de marché a été créée (à condition donc que le ROE dépasse le rendement exigible). Ceci tend à occulter savamment que les dividendes annuels versés aux actionnaires (la répartition du profit) sont également un gain pour l'actionnaire... et de loin le plus important (Lordon, 2009) ! Bref, même une firme qui ne créerait pas de valeur pour l'actionnaire lui ferait quand même gagner de l'argent.

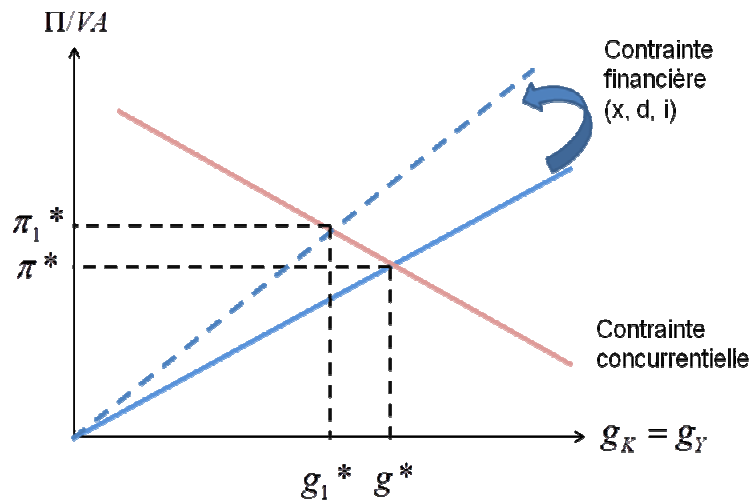
Pour en savoir plus sur la doctrine Medaf et pour prolonger le raisonnement autour d'un exemple plus complet : voir Plihon *et alli* (2002).

2.1.4. Analyse des conséquences microéconomiques du pouvoir actionnarial

Les conséquences de ces transformations intervenues dans la gouvernance des firmes et au niveau des objectifs financiers qui sont assignés aux managers peuvent être étudiées en reprenant le diagramme de Wood. Il y a certes plusieurs manières de scénariser et de styliser les transformations évoquées précédemment, pour mener l'analyse dans ce cadre. Parmi celles-ci, deux sont assez équivalentes. On peut traduire l'orientation grandissante des objectifs financiers des firmes vers « la valeur pour l'actionnaire », soit en termes d'exigences de versements de dividendes accrues (hausse de d dans la contrainte financière), soit en termes de relèvement des objectifs de rentabilité économique, à travers un redressement du taux de marge cible, provoquant une « remontée vers le Nord-Ouest » des politiques décidées (taux de marge et accumulation), le long de la contrainte concurrentielle. Dans les deux cas, ceci se traduira analytiquement de la même façon : par un resserrement de la contrainte financière qui pivote dans le sens contraire des aiguilles d'une montre (voir graphique 2.2.).

Graphique 2.2.

Conséquences de l'augmentation des exigences financières



En effet, dans le premier cas – hausse des exigences en termes de dividendes versés –, il s’agit bien, au sens strict, d’un resserrement de la contrainte financière. Face aux exigences de sorties d’argent *cash* accrues, l’entreprise doit augmenter sa capacité à dégager de l’autofinancement. Elle y parvient en ré-haussant son taux de marge – passage de π^* à π_1^* –, ce qui la contraint à réduire sa voilure, en diminuant le rythme de l’accumulation et de la croissance – passage de g^* à g_1^* –, du fait de sa moindre compétitivité. Le sens de lecture du capitalisme financier penche alors plutôt du côté : « *distribute and downsize* »²¹.

Dans le second cas – hausse des rendements cibles pour créer de la valeur pour l’actionnaire –, c’est la hausse du taux de marge requis qui contraint en première instance à réduire la voilure. A première vue, le point de la décision, en se déplaçant vers l’Ouest, en (π_1^*, g_1^*) , se situe donc au dessus de la contrainte financière (laquelle n’a pas bougé). Cela signifie que si la politique de redressement de la rentabilité réussit, la firme accumulera sans cesse des liquidités en excès par rapport à ses projets d’investissement... En réalité, ce peut être la bonne interprétation, et ce peut être l’interprétation des actionnaires eux-mêmes, ou des institutions financières qui les représentent, lesquelles se sont mises justement à réclamer que les profits qui ne peuvent pas être réinvestis dans des projets atteignant les seuils requis (les fameux 15, 20 ou 30 %), ou dans des projets de croissance externe intéressants, soient « rendus » aux actionnaires. Ce qui équivaut à dire que le taux de distribution des profits (d) se redresse de manière à ce que la contrainte financière vienne « coller » aux nouveaux objectifs de rentabilité (la contrainte pivote donc de la même façon que dans la première version de l’histoire). Suivant cette interprétation, qui a notre préférence, les maximes de la finance penchent plutôt du côté « *downsize and distribute* »²². Cependant, comme le relève

²¹ C’est le sens de lecture que privilégient Duménil et Lévy (2011), par exemple.

²² C’est le sens de lecture qui a la faveur de Lazonick et O’Sullivan (2000), lesquels ont popularisé cette maxime dans les milieux académiques, marxistes et postkeynésiens.

Álvarez Peralta (2012), les deux interprétations se confortent plutôt qu'elles ne se concurrencent²³.

Au total, si l'on se contente pour l'instant d'une analyse microéconomique, l'influence grandissante de l'actionnariat dans la direction et le contrôle des grandes firmes devrait se traduire par une sorte de syndrome, dominant complètement le tableau « clinique » de cette phase du capitalisme financiarisé, qui se manifeste par la concomitance entre un rythme de l'accumulation du capital très déprimé et des profits relativement élevés. Ce syndrome, dont on n'a donné pour l'instant qu'un aperçu théorique, est souvent désigné par les termes de « divorce entre profit et investissement », laissant entendre que le capitalisme a su trouver « la recette du profit sans l'accumulation » (Cordonnier, 2006). Si les analyses que nous en avons proposées à partir de la théorie de Wood sont correctes, ce ne sont cependant pas les seuls traits caractéristiques que l'on devrait observer en examinant les statistiques (même si ce sont bien entendu les plus importants). L'ensemble des traits spécifiques de ce régime d'accumulation que nous avons dégagés sont résumés dans le tableau 2.1. :

Tableau 2.1. Conséquences attendues de l'augmentation des exigences financières sur les politiques des firmes	
Variables	Sens de variation attendu
Rentabilité économique	+
Rentabilité financière	+
Rythme de l'accumulation du capital	-
Taux de marge	+
Part des salaires dans le revenu global (complémentaire du taux de marge)	-
Taux de distribution des profits	+

2.2. Financiarisation de l'ensemble de l'économie

On pourrait penser que ce mouvement de financiarisation de l'entreprise ne concerne que les grandes entreprises cotées en Bourse, étant donné que les canaux par lesquels s'insinue le pouvoir actionnarial transitent essentiellement par les marchés d'action. Ces derniers sont en effet le pivot de la discipline de marché, de l'activisme actionnarial et de la constitution des normes de bonne gouvernance. Pourtant, les modifications importantes dans la gouvernance des grandes firmes cotées, dans les objectifs financiers qui leur ont été assignés, ainsi que dans les stratégies industrielles qu'elles ont mises en œuvre pour se plier aux nouvelles maximes de la finance (Milberg, 2008) n'ont pas laissé indemnes les autres entreprises : les autres entreprises cotées, les grandes entreprises non cotées, les établissements de taille intermédiaires et les PME. La financiarisation de leurs politiques – ou plutôt : l'élévation de la norme de rendement, qu'elles semblent aujourd'hui respecter – est toutefois passée par des

²³ « *The 'financial puncture' and the 'flight' of relatively idle capital to the financial sphere are the specific instruments by which capital has sought to maintain the rate of profit.* »

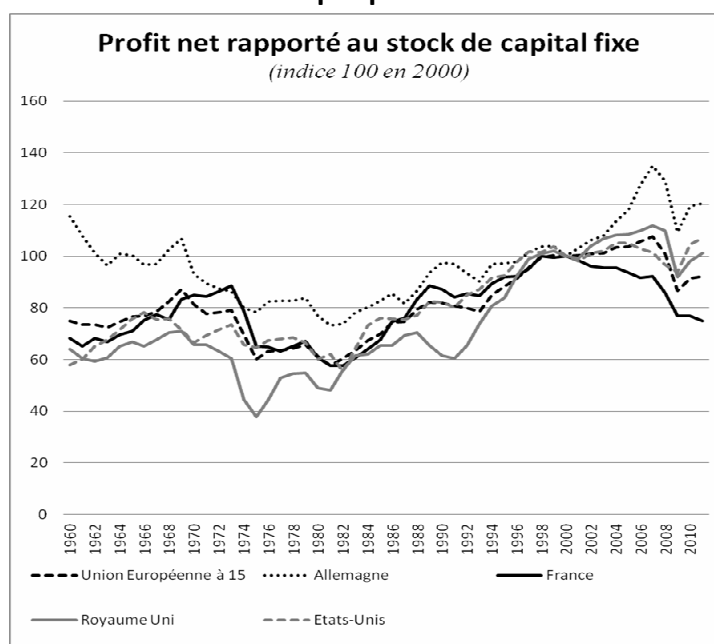
canaux plus indirects que la pression des marchés financiers. Ces canaux résident dans les stratégies patrimoniales des petits entrepreneurs, dans les logiques d'accumulation fulgurante des *start-up*, dans la constitution de groupes d'entreprises de taille intermédiaire, dans les opérations de LBO réalisées par les fonds d'investissement, dans les contraintes de financement bancaire et les pressions que les grands groupes exercent sur leurs fournisseurs, etc. Le chapitre 4 est consacré à présenter ces différents canaux par lesquels la nouvelle norme financière s'est répandue dans toute la société. Le dernier point abordé – le rôle joué par le report des contraintes financières sur les sous-traitants et les salariés de la sous-traitance (Melmiès et Dallery, 2009) – fera lui-même l'objet d'un développement particulier au chapitre 4, pour en expliciter les incidences macroéconomiques.

2.2.1. Augmentation de la rentabilité économique et financière

Si l'on s'attache d'abord aux résultats, il n'est pas contestable que la période de financiarisation du capitalisme s'est traduite par une remontée assez notable de la rentabilité du capital, à partir des années 80, et ce dans la plupart des pays occidentaux.

Le graphique 2.3. présente l'évolution de la rentabilité nette des capitaux fixes, dans l'ensemble de l'économie – et donc, pas seulement pour le secteur des entreprises – pour les principaux pays occidentaux – ceux dont les économies ont dominé la période fordiste. L'indicateur utilisé dégage en quelque sorte une rentabilité économique pour l'ensemble des actifs fixes utilisés dans l'espace économique considéré²⁴.

Graphique 2.3.



Source : base de données Ameco, Commission européenne, 2012.
Séries : (Revenu intérieur net moins rémunération des salariés) rapporté au stock de capital fixe net, à prix constants.

²⁴ Ces séries doivent être prises avec précaution. Comme nous l'a fait remarquer Michel Husson, elles reposent sur des séries de capital qui ont été « initialisées » de manière assez abrupte et conventionnelle, en supposant que le ratio « stocks de capital fixe sur PIB » est égal à 3 dans tous les pays en 1960. Cela signifie qu'il ne faut pas prêter attention aux différences de niveaux observés entre les pays. Seules les évolutions peuvent être jugées significatives.

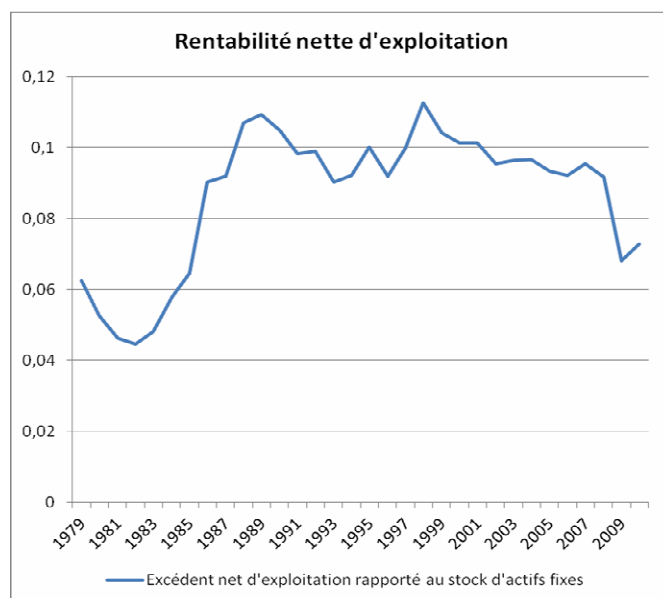
Il est assez clair que vers la fin des Trente glorieuses, l'indice de rentabilité économique « global » s'apprêtait à toucher un point bas (aux environs de 60 pts), alors que durant toute la décennie 2000, il s'est maintenu sur une crête avoisinant 100 pts, après avoir connu une montée assez régulière entre les années 80 et le tournant du siècle. La France ne fait pas exception à ce mouvement général, même si l'indicateur de rentabilité a du mal à tenir la position atteinte en 2000, durant toute la décennie qui suit (la cassure se situant véritablement en 2008, au moment de l'entrée en crise).

La rentabilité économique des sociétés non financières, en France

On peut se faire une idée plus précise de l'évolution de la rentabilité économique des entreprises françaises, à partir des chiffres de la Comptabilité nationale. En resserrant la focale sur les sociétés non financières (S11), il y a au moins deux manières de procéder pour approcher l'idée d'un profit d'exploitation : soit en parcourant le compte des sociétés non financières dans le sens de « la descente », soit en prenant le chemin de la « remontée ».

Le sens de la descente signifie que l'on part de la valeur de la production des entreprises, pour lui enlever successivement les éléments qui constituent le coût de production, de manière à approcher une grandeur que l'on estime représentative du profit d'exploitation. Suivant, cette méthode, une mesure acceptable de la rentabilité économique est le ratio : excédent net d'exploitation sur actifs fixes²⁵. Le graphique 2.4. retrace l'évolution de ce ratio de 1979 à 2009.

Graphique 2.4.



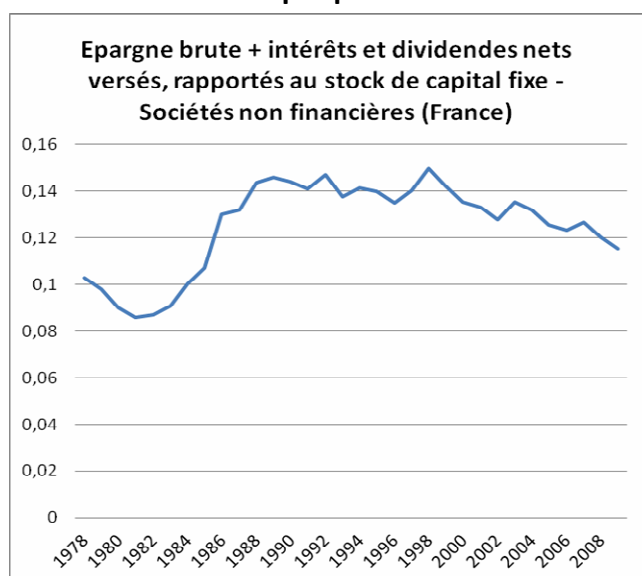
Source : Insee, comptabilité nationale.
Calculs et présentation par nos soins.

²⁵ Pour obtenir l'ENE, on retranche les éléments suivants de la valeur de la production des entreprises : les consommations intermédiaires ; la rémunération des salariés ; la consommation de capital fixe. Mais pas les intérêts sur la dette – et encore moins les revenus distribués de la propriété – qui font partie du profit. On obtient une sorte de profit d'exploitation net d'amortissement.

Ce resserrement de la focale corrobore largement ce qui avait été entrevu pour l'ensemble de l'économie. La rentabilité des entreprises françaises s'est redressée de manière très spectaculaire dans la décennie 80, à la faveur de la politique de désindexation salariale (les entreprises ont pu reconstituer leurs marges en poussant leurs prix, sans que les salaires puissent rattraper cette évolution) et à la faveur du *big bang* financier. Ceci s'est par ailleurs produit dans un contexte macroéconomique où les taux d'intérêts réels étaient élevés, du fait des politiques monétaires restrictives d'inspiration monétariste. Ces taux d'intérêts réels élevés, en durcissant la contrainte financière²⁶, ont armé un peu plus la volonté des dirigeants de tenir ferme sur le partage salaires-profits (en conjuguant rigueur salariale et reconstitution des marges). Le nouveau plateau de rentabilité économique une fois atteint (9 % selon ce calcul) s'est maintenu bon an mal an à un niveau deux fois plus élevé que son étiage, enregistré au moment du second choc pétrolier. L'esquisse d'une dégradation de la rentabilité économique ne s'est véritablement faite jour qu'après l'irruption de la crise économique et financière (en 2007-08).

Ces évolutions sont largement confirmées par la deuxième approche, celle qui procède dans le sens (inverse) d'une (petite) remontée du compte des sociétés non financières. Il s'agit cette fois de reconstituer le profit d'exploitation à partir de l'autofinancement. L'idée est d'ajouter aux profits conservés par les entreprises, les profits qu'elles ont distribués. Pour ce faire, on retient l'épargne brute des entreprises (qui mesure le revenu qui reste aux entreprises... une fois les profits distribués en intérêts et dividendes), et on réintègre les dividendes *distribués* aux actionnaires et les intérêts *versés* aux prêteurs (pour reconstituer l'intégralité des profits bruts, avant distribution). Cependant, comme une partie de ces intérêts et de ces dividendes versés proviennent eux-mêmes des revenus financiers gagnés par les firmes (dégagés sur la base de leurs actifs financiers), on déduit les intérêts et dividendes *perçus* par les entreprises de ce « profit reconstitué »... pour rester au plus près d'une mesure du profit d'exploitation (rapporté aux actifs productifs). C'est ce qui est présenté au graphique 2.5.

Graphique 2.5.



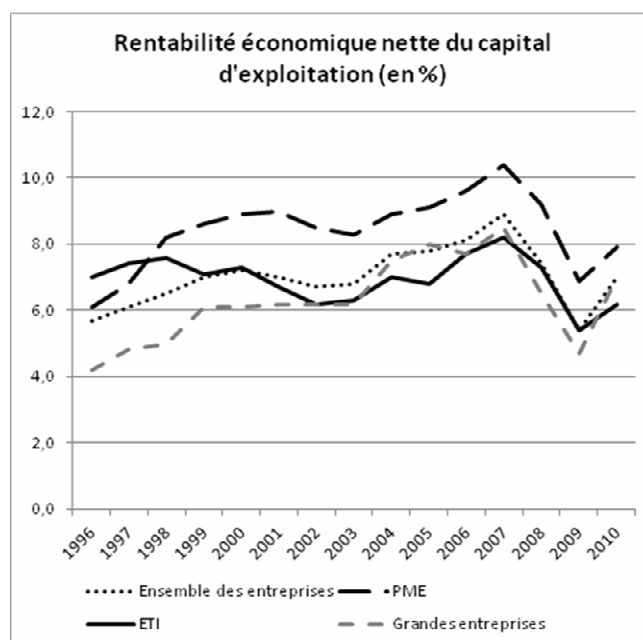
Source : Insee, Comptabilité nationale. Calculs et présentation par nos soins.

²⁶ Sur le diagramme de Wood (graphique 2.2.), une hausse des taux d'intérêt fait pivoter la contrainte financière dans le sens contraire des aiguilles d'une montre.

Si l'âge d'or du capitalisme financiarisé, pour les entreprises françaises, semble avoir été la période 1986-2003, avec une rentabilité économique brute²⁷ supérieure, d'après ces calculs, à 13 %, le léger décrochage qui suit n'invalide pas, loin de là, l'idée que de nouveaux seuils de rentabilité, très exigeants, constituent l'horizon stratégique des firmes... et qu'ils ont été atteints pendant un certain temps.

Surtout qu'il n'est pas complètement certain que cette légère baisse de la rentabilité sur la décennie 2000 soit à prendre au pied de la lettre. En utilisant d'autres sources, ce n'est pas toujours ce que l'on observe. Les calculs fournis par la Banque de France donnent même une tendance carrément inverse. Suivant ces calculs, effectués à partir d'une base de données regroupant les comptes sociaux d'entreprises représentatives du tissu productif français²⁸, la rentabilité nette du capital d'exploitation de l'ensemble des entreprises, quelle que soit leur taille, augmente sur la décennie 1996-2007, avant de décliner du fait de la crise. C'est ce qui apparaît sur le graphique 2.6.

Graphique 2.6.



Lecture : la rentabilité économique nette est l'excédent net d'exploitation rapporté au capital d'exploitation (immobilisation d'exploitation et besoin en fonds de roulement d'exploitation)
Source : Banque de France (Base FIBEN des comptes sociaux) – Juillet 2012. Présentation par nos soins.

D'où vient cette divergence d'évaluation entre la Comptabilité nationale et la Banque de France ? Il n'est pas facile de le savoir avec certitude, mais cela est très probablement dû aux

²⁷ Ce calcul est brut, dans le sens où l'on ne déduit pas de l'épargne, l'amortissement du capital fixe (contrairement au calcul précédent, où la CCF était déduite de l'EBE).

²⁸ La Banque de France (2011) définit ainsi le champ de sa base de données : « Les comptes sociaux collectés par la Banque de France représentent un tiers des sociétés imposées au bénéfice industriel et commercial ou au bénéfice réel normal (BIC-BRN). La collecte concerne toutes les entreprises exerçant leur activité sur le territoire français, dont le chiffre d'affaires excède 0,75 million d'euros ou dont l'endettement bancaire dépasse 0,38 million d'euros. Le taux de couverture en termes d'effectifs est de plus de 75 % dans la plupart des secteurs; il atteint ou dépasse 80 % dans le commerce et l'industrie. »

différences de méthodes qui servent à évaluer le dénominateur : le stock d'actifs productifs²⁹. L'Insee évalue en effet chaque année les actifs fixes des entreprises au plus près de leur valeur de marché connue pour cette année-là. Ce qui l'a amené à réévaluer très fortement, sur la décennie 1998-2008, la valeur des logements et autres bâtiments possédés par les entreprises, ainsi que la valeur de leurs ouvrages de génie civil et de leurs terrains, ceci du fait de l'envolée des prix de l'immobilier et du foncier sur la période. Ainsi, d'après nos calculs, ces réévaluations ont, à elles seules, fait augmenter l'actif non financier des sociétés non financières de 74 % entre 1998 et 2008, alors que l'augmentation provenant des changements de volume, qui représente l'accumulation réelle (investissement net et autres changements de volume) a été de 42 %. Il n'est pas certain que ces réévaluations d'actifs (pour tenir compte de l'évolution du prix des terrains et de l'immobilier) aient été inscrites dans les bilans des entreprises avec la même célérité et la même exhaustivité que celles de l'Insee. Si bien que les comptes sociaux utilisés par la Banque de France font sans doute état d'actifs productifs qui augmentent moins rapidement en valeur (et donc d'une rentabilité économique qui s'améliore au lieu de décliner). A qui se fier ? Si notre interprétation est bonne, il vaudrait mieux retenir les évaluations de la Banque de France, pour deux raisons au moins :

- Par nature, elles sont plus proches de la manière dont les agents eux-mêmes – les entreprises – évaluent la valeur de leurs actifs, et donc plus proches de la manière dont ils se représentent leur rentabilité ;
- Mais surtout, il est assez aberrant d'enregistrer, dans un calcul, une baisse de la rentabilité d'exploitation... lorsque celle-ci provient du changement de valeur des actifs (et non de l'évolution des produits et des charges liés à l'activité productive). Non seulement ce changement de valeur de l'actif n'a rien avoir avec les performances d'exploitation³⁰, mais en plus, il n'est susceptible d'affecter les gains ou les pertes des propriétaires de la société qu'au moment de la revente de cet actif (ou du titre qui le représente)... et dans ce cas, cette réévaluation signifierait bien plutôt un gain (au lieu d'une perte) sous forme de plus-value immobilière pour le détenteur de l'actif !

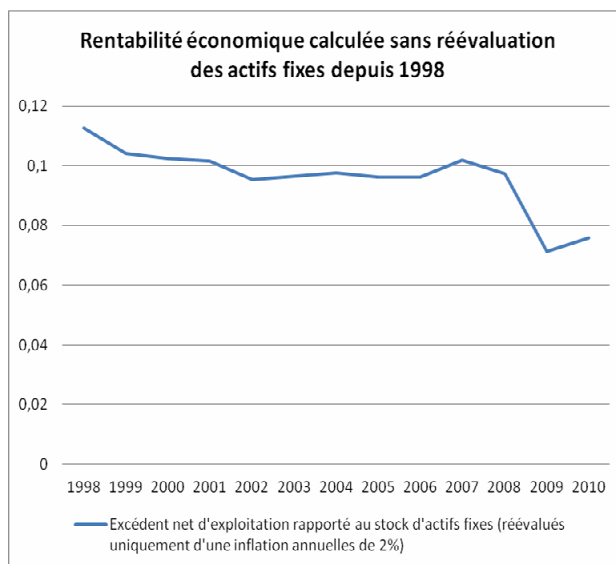
Il vaut la peine de se demander ce qu'aurait été la rentabilité économique des sociétés non financières, calculée à partir des données de la Comptabilité nationale, si l'on ne prenait pas en compte les réévaluations de ces actifs, dues aux fluctuations de leur prix sur les marchés. Pour en donner une idée, on a reconstruit le graphique 2.5. (à partir de l'année 1998 seulement), en faisant croître le stock d'actifs fixes, d'une année sur l'autre, uniquement de l'investissement net (FBCF – CCF), et d'une inflation toute théorique (en prenant un taux d'inflation de 2 % par an sur la période).

²⁹ D'après Picart (2004), la Comptabilité nationale surévalue (relativement aux données de la comptabilité d'entreprise) le stock de capital pour deux raisons : parce qu'elle estime ce stock au coût de remplacement (là où la comptabilité d'entreprise l'enregistre au coût d'acquisition, dit « coût historique ») et parce qu'elle prend en compte avec retard les défaillances d'entreprise.

³⁰ Comme le note Picart (2004, p. 6), « *La rentabilité ainsi mesurée s'avère très sensible aux effets de prix et donc de valorisation. C'est d'autant plus gênant pour une rentabilité d'exploitation qu'une bonne partie de la volatilité est due aux prix de l'immobilier. On souhaiterait éviter de retrouver ces plus ou moins values potentielles qui ont peu à voir avec le processus productif, au niveau de la rentabilité d'exploitation* ».

Ces calculs, bien que rustiques, indiquent que la tendance à la baisse observée depuis 1998 par l'Insee serait supprimée (graphique 2.7.). Seule subsisterait la chute postérieure à l'entrée en crise.

Graphique 2.7.



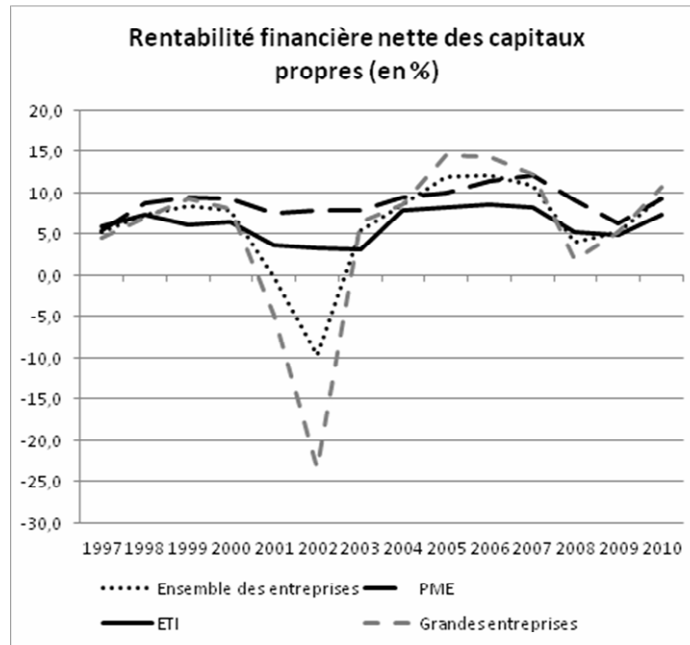
Source : Insee, comptabilité nationale, comptes des sociétés non financières.
Calculs et présentation par nos soins.

Au total, on peut retenir que la rentabilité économique des entreprises françaises a atteint, dès les années 85-90, des niveaux bien supérieurs à ce qu'elle était à la fin des Trente glorieuses, et qu'elle s'est maintenue tant bien que mal sur ce plateau jusqu'à l'éclatement de la crise économique et financière. Ces tendances observées pour la rentabilité économiques se sont largement vérifiées en ce qui concerne l'évolution de la rentabilité financière.

La rentabilité financière des sociétés non financières, en France

S'agissant de la rentabilité des fonds propres, sa tendance à l'augmentation paraîtrait tout à fait nette, depuis le milieu des années 90 (graphique 2.8.), si son effondrement durant les deux années qui ont suivi l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies (2001 et 2002) n'en aplatisait pas l'effet « visuel », comme on peut l'observer sur le graphique 2.8. Car, mis à part ce plongeon, qui affecte essentiellement les grandes entreprises (lesquelles ont procédé à des réévaluations d'actifs conséquentes), la progression est spectaculaire. Partant d'un niveau estimé à 5 % en 1996, la rentabilité financière semble vouloir s'accrocher à un plateau voisin de 10 %, atteint dès 2005 (avec une pointe à 12 % pour l'ensemble des entreprises, et même 14,5 % pour les PME). Elle a certes subi un tassement notable au moment de l'entrée en crise, mais ce tassement a été bien mieux amorti que lors de la précédente secousse, et il semble déjà presque effacé en 2010.

Graphique 2.8.



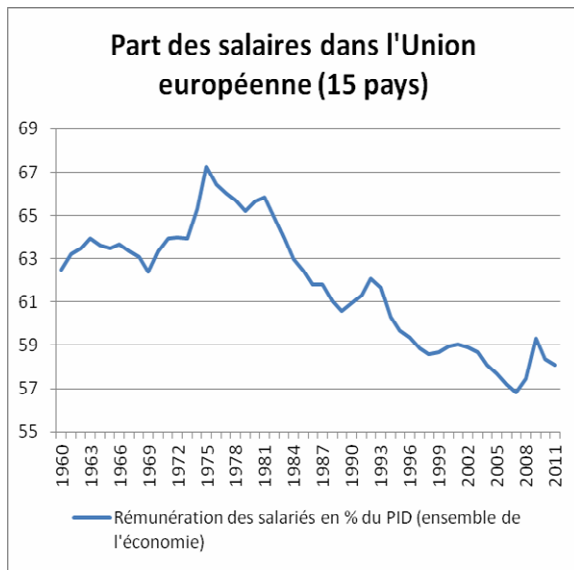
Lecture : La rentabilité nette des capitaux propres est la capacité d'autofinancement nette rapportée aux capitaux propres.
Source : Banque de France (Base FIBEN des comptes sociaux) Juillet 2012. Calculs et présentation : par nos soins.

On aura sans doute noté, au passage, que l'élévation de la rentabilité du capital ne concerne pas que le segment des grandes entreprises cotées. Les données de la Banque de France (graphiques 2.6. et 2.8.) indiquent même que les PME se situent plutôt au dessus de la moyenne, tant en ce qui concerne la rentabilité économique que la rentabilité financière. Les ETI se situent quant à eux au dessous, mais, en termes d'évolution, ils suivent le mouvement général. Au chapitre 4, il s'agira de préciser les raisons pour lesquelles les PME et les ETI n'ont pas échappé à la dynamique de financiarisation de l'économie, laquelle se traduit également à leur niveau (mais en empruntant d'autres canaux) par l'élévation de la norme financière.

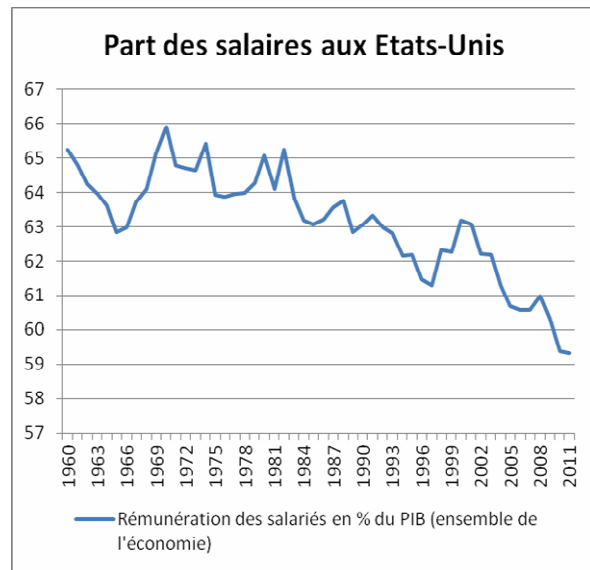
2.2.2. Hausse des marges et baisse de la part salariale

L'augmentation de la rentabilité du capital a principalement pris appui sur la modification du partage de la valeur ajoutée. Une tendance très largement partagée par les pays européens, tout comme les Etats-Unis (semble-t-il), lorsque l'on considère l'ensemble des secteurs institutionnels (graphiques 2.9. et 2.10.). La particularité des Etats-Unis est que la décreue constatée au niveau de l'ensemble de l'économie – comme l'indiquent les données Ameco – ne s'observe pas au premier coup d'œil lorsque l'on restreint le champ aux sociétés financières et non financières. Le profil de la part salariale semble alors au contraire relativement stable sur longue période. Cela est dû au fait qu'aux Etats-Unis une bonne partie de la rente financière a été accaparée par les salariés du très haut de l'échelle. La part des salaires des 95 % de salariés les moins bien payés baisse quant à elle très clairement, et dans des proportions comparables à ce qui est observé en Europe, en particulier en France (Dew-Becker et Gordon, 2005 ; Duménil et Lévy, 2011).

Graphique 2.9.



Graphique 2.10.



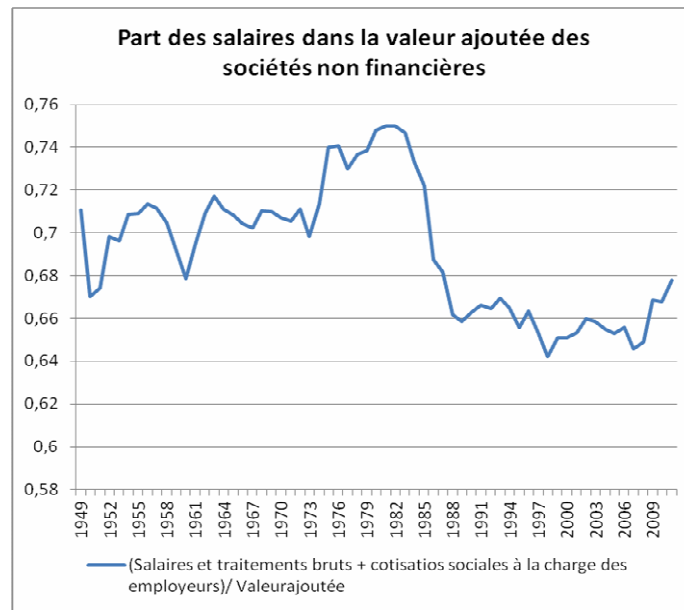
Source : Ameco, base de données de la Commission européenne.

En France, la régression de la part salariale, qui a résulté de la politique de désindexation des salaires, au début des années 80 – au moment où la montée rapide du chômage érodait le pouvoir de négociation des salariés –, s’est consolidée à la faveur du *big bang* financier et de la mondialisation. La désindexation et la montée de l’insécurité de l’emploi ont en effet mis un frein à la progression des salaires monétaires, pendant que la hausse des taux d’intérêts réels durcissait la contrainte financière et encourageait les firmes à adopter des politiques de marge plus élevées. Dans la première phase du capitalisme financiarisé, ce n’est pas, en effet, le pouvoir actionnarial qui a dominé le tableau, mais les prêteurs qui ont tiré parti des politiques monétaires restrictives des années 80³¹. Le graphique 2.11. retrace ces évolutions, bien connues, de la part des salaires, pour les sociétés non financières³².

³¹ La part des intérêts et celle des dividendes dans le total des revenus financiers ont fortement évolué depuis trente ans (voir les graphiques du chapitre 3, section 3.3.3.).

³² Le taux de marge donnerait à peu de choses près le profil inverse, étant donné qu’il est le complémentaire de la part des salaires dans la valeur ajoutée (une fois retranché le solde des impôts et subventions publiques, qui en est la troisième composante).

Graphique 2.11.



Source : Insee, comptabilité nationale, comptes des sociétés non financières.
Calculs et présentation par nos soins.

On voit clairement apparaître deux régimes différents, séparés par une période de transition qui va du premier choc pétrolier (1973) à l'aboutissement de la stratégie de désinflation compétitive (1988-92). De 1949 à 1973, durant la période qualifiée des Trente glorieuses, la part des salaires oscillait autour de 70,2 %. Entre 1988 et 2011, la moyenne s'est située à 65,8 %. L'amputation de la part salariale, si l'on compare ces deux périodes (en mettant entre parenthèse la période de transition) est donc considérable : de l'ordre de 4,5 points de valeur ajoutée.

Husson (2010) a montré que ce déplacement significatif de la ligne de partage entre les salaires et les profits ne pouvait pas s'expliquer de manière cohérente à partir des hypothèses habituelles de la théorie dominante. Il ne reflète pas, en effet, les évolutions supposées de la technologie, c'est-à-dire : les évolutions de la productivité relative des facteurs (travail et capital) et de leur part respective dans la combinaison de production. Ce déplacement s'explique par ailleurs assez mal par les autres facteurs fréquemment mobilisés dans les études économétriques : ouverture internationale, taux d'intérêt, prix du pétrole, législation protectrice de l'emploi, immigration, fiscalité, etc., dont les effets ne semblent pas toujours jouer de manière symétrique (à la hausse comme à la baisse)³³. Husson propose une explication alternative, qui s'inscrit dans une filiation néoricardienne/postkeynésienne. Il montre, à partir d'un modèle économétrique assez simple, que les évolutions observées de la part des salaires (en Allemagne et en France) s'expliquent très bien par les évolutions du taux

³³ Cela pourrait aller à l'encontre de notre interprétation, puisque nous faisons de l'augmentation des taux d'intérêt réels dans la décennie 80 un des facteurs explicatifs de la baisse de la part salariale. Toutes choses égales par ailleurs, la décreue des taux d'intérêt dans la décennie suivante aurait donc dû provoquer un redressement de la part des salaires. Cependant, comme on l'expliquera au chapitre 4, cet effet a certainement été « masqué » (ou dominé) par la montée concomitante des exigences actionnariales... qui ont en quelque sorte pris la relève du rôle joué précédemment par les taux intérêts élevés dans la contrainte de financement des entreprises.

de chômage, d'une part, et de la pression actionnariale (mesurée par le ratio dividendes/EBE), d'autre part.

Rentabilité du capital et part salariale : les évaluations d'Askénazy (2003)

L'évolution du partage de la valeur ajoutée et de la rentabilité a fait l'objet de nombreuses études, en France, au tournant des années 2000. Ces études – par exemple : Cette et Mahfouz, 1996 ; Artus et Cohen, 1997 ; Cotis et Rignols, 1998 ; Prigent, 1999 ; Cette et Sylvain, 2001 ; Sylvain, 2001 ; Timbeau, 2002 ; Baghli, Cette et Sylvain, 2003 ; etc. – se sont pour partie nourries, et ont en même temps alimenté, une controverse sur l'ampleur de la régression de la part salariale en France (jugée plutôt surestimée dans les travaux de l'OCDE), relativement aux Etats-Unis (où elle aurait été sous-estimée), et sur la faiblesse de la rentabilité des entreprises françaises (jugée sous-estimée), relativement aux Etats-Unis (probablement surestimée).

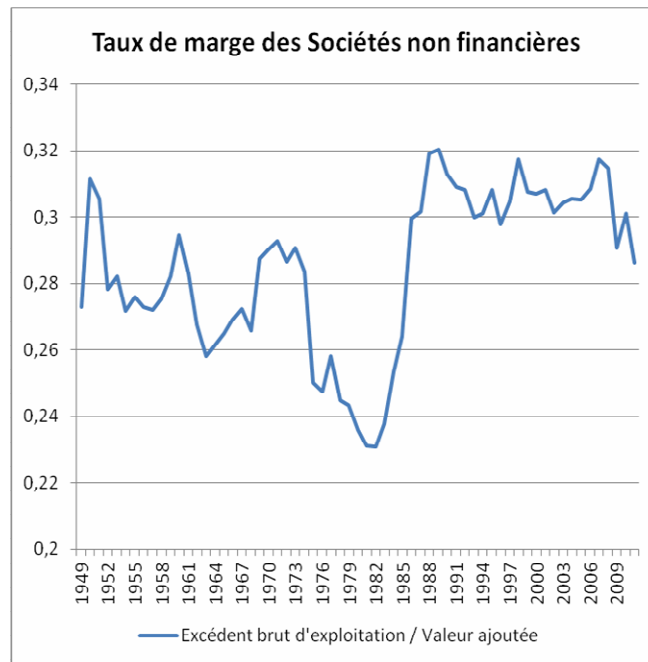
Dans ce qui constitue sans doute l'une des études les plus poussées sur cette question, Askénazy (2003) a tenté de mener la comparaison entre la France et les Etats-Unis sur la période 1970-99, en traitant un certain nombre de biais méthodologiques qui rendaient cette comparaison problématique. En ramenant le champ de l'étude à des périmètres comparables (hors administrations publiques et agriculture), en estimant sur une base sectorielle la part que pourrait représenter la rémunération du travail dans le revenu mixte des non salariés, et en comptabilisant d'une manière « alternative » les services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM) dans la valeur ajoutée, l'auteur parvient à montrer que l'évolution de la part salariale est très similaire entre les Etats-Unis et la France, à partir de 1975.

Pour la France, si on prend l'année 1972 comme référence (avant le premier choc pétrolier), la régression de la part salariale ne serait que de 3 points, en 2000 (au lieu de 5 points en utilisant, comme nous l'avons fait, des données agrégées non retraitées). S'agissant des mesures de la rentabilité du capital, les deux pays connaissent des évolutions, et même des niveaux, bien plus ressemblants que ce qui est ordinairement évoqué. Les taux de rendement nets du capital fixe (limité aux équipements, infrastructures, logiciels) mesurés en laissant de côté les secteurs des services financiers, immobiliers et administrés, ont connu un point bas en 1982 (8 % pour la France, 9 % pour les Etats-Unis). En 2000, cet indicateur de rentabilité économique se situait à un niveau proche de 12 % pour la France (après avoir connu un maximum de 13,5 % en 1989) et de 14 % pour les Etats-Unis (porté par le boom des NTIC). Dans les deux pays, les niveaux de rentabilité atteints en 2000 n'avaient toutefois pas recouvré les niveaux de la fin des années 60. Preuve, peut-être, que la rentabilité du capital peut augmenter en dépit d'une accumulation du capital très ralentie... mais jusqu'à un certain point seulement (Cordonnier et Van de Velde, 2008).

L'étude d'Askénazy a également le mérite de rappeler que toute mesure de la rentabilité du capital pose de redoutables problèmes méthodologiques, tant en ce qui concerne l'évaluation du numérateur (calcul de l'EBE ou de l'ENE... du fait des difficultés de connaître précisément la part salariale) que du dénominateur (problèmes liés aux conventions d'évaluation du stock de capital). L'un des intérêts de la notion de surcoût du capital que nous proposerons au chapitre 3 sera de présenter beaucoup moins de problèmes de mesure que la rentabilité du capital, du fait qu'il s'agit d'un ratio assez rustique, rapportant (*grosso modo*) les revenus financiers à la FBCF. Il s'agit donc de deux flux dont la connaissance est plus directe et moins sujette à controverse que l'évaluation de la part salariale ou du stock de capital fixe net.

La diminution de la part salariale ne se retrouve pas intégralement dans l'augmentation du taux de marge, du fait que les impôts à la production (moins les subventions d'exploitation) ne sont pas restés constants pendant que ce déplacement de la part salariale s'opérait. Au premier coup d'œil, le redressement du taux de marge n'est pas très spectaculaire (graphique 2.12.).

Graphique 2.12.



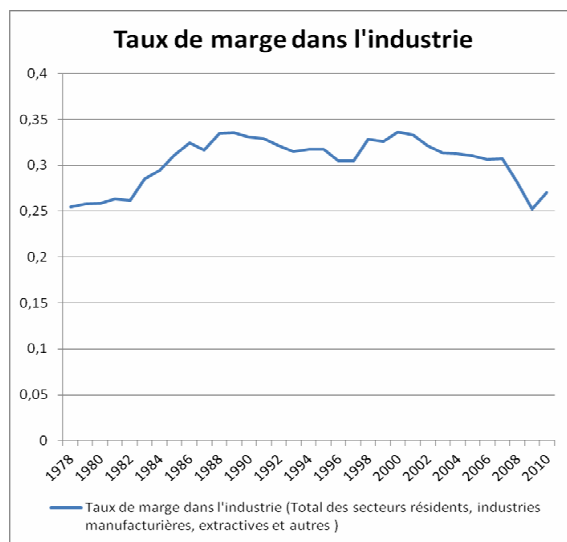
Source : Insee, comptabilité nationale, comptes des sociétés non financières.
Calculs et présentation par nos soins.

Le taux de marge connaît également deux régimes bien distincts, avec toutefois une période de transition plus courte (entre 82 et 89). Il se dégrade progressivement durant toute la période d'après-guerre, jusqu'au tournant des politiques de rigueur. Une fois redressé (et de manière spectaculaire : + 9 points en 7 ans), il se maintient sur une nouvelle crête dont la moyenne est de 30,6 % entre 1988 et 2011. Apprécier l'écart entre cette moyenne, relative à la période du capitalisme financiarisé, et la période précédente, est plus délicat que pour la part salariale, étant donnée la tendance continûment décroissante du taux de marge durant les Trente glorieuses. Si l'on prend comme référence la moyenne des années 49 à 82 – elle est de 27,1 % –, l'écart est de 3,6 points. Si l'on prend comme référence uniquement les vingt dernières années de la période fordiste, de 63 à 82, la moyenne du taux de marge est de 26,3 %, et l'écart entre les deux périodes atteint alors 4,3 points. Ainsi évalué, le changement serait de même ampleur que celui de la part salariale. Cette élévation du taux de marge est d'autant plus notable qu'elle a dû s'effectuer et se consolider en contrant une augmentation assez forte (+ 3 points) des prélèvements de l'Etat sur la production, intervenue entre 86 et 87. C'est dire que les forces qui ont armé les nouvelles politiques de marge des entreprises sont considérables, dans la mesure où elles n'ont pas bénéficié uniquement de vents favorables (dans un premier temps) de la part de l'Etat. On constate également que le taux de marge a plutôt bien résisté à la crise : seule l'année 2011 marque un fléchissement en deçà du plancher des 30 %, qui semble avoir été le seuil minimum requis du capitalisme financier.

Le diagnostic n'est pas très différent lorsque l'on resserre le champ sur les entreprises industrielles. Le fléchissement du taux de marge est toutefois un peu plus précoce (dès 2008), comme on peut le constater sur le graphique 2.13. Cela s'explique sans doute assez bien par le fait que les entreprises industrielles sont plus exposées à la conjoncture internationale que les

entreprises du secteur des services : elles ont ainsi subi l'effondrement du commerce international de plein fouet. Il est cependant trop tôt pour parler de tendance établie, ou en conclure que « les taux de marge des entreprises sont historiquement bas »³⁴.

Graphique 2.13.



Source : Insee, comptes nationaux, 2012.

Calculs et présentation par nos soins.

Au total, on peut tenir pour incontestable que le taux de marge des entreprises française s'est situé à un niveau très élevé durant le dernier quart de siècle écoulé, et que le fléchissement récent ne permet pas d'accréditer l'idée, pour le moment, que cette caractéristique du régime d'accumulation en place depuis les années 80 a perdu son caractère structurel. Surtout qu'en faisant remonter le fléchissement du taux de marge aux années 2000, une succession de motifs conjoncturels ou stratégiques permettent d'expliquer cette érosion (toute relative) : la surévaluation de l'euro de 2007 à 2010, la récession ensuite, et l'aggravation continue du déficit du commerce extérieur depuis 2003³⁵.

2.2.3. Ralentissement du rythme de l'accumulation du capital

Le troisième trait saillant du capitalisme financiarisé est la baisse sensible – ou le maintien à un niveau très médiocre – du rythme de l'accumulation du capital. C'est une tendance structurelle qui mérite d'être mise en regard de ce qui précède. Alors que le partage de la

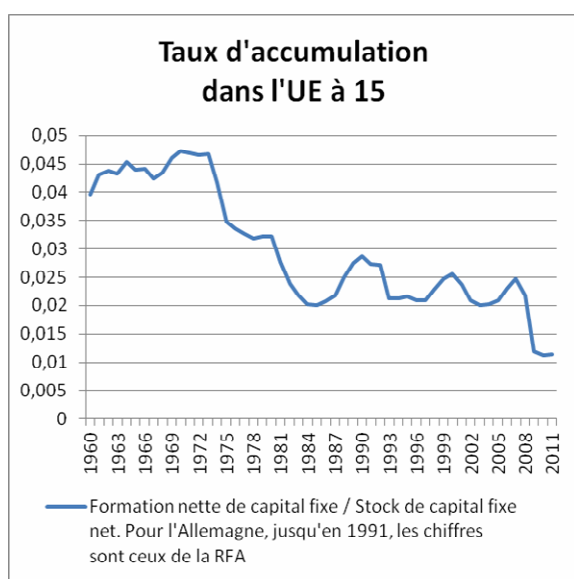
³⁴ Madame Parisot, présidente du Medef, au Journal de 20 h 00 de France 2, le 7 novembre 2012. L'institut COE-Rexecode (2012) a lui-même largement tendance à dramatiser la situation (si l'on prend le point de vue patronal) lorsqu'il note que « l'excédent brut d'exploitation de l'industrie manufacturière reste faible à 38,5 milliards d'euros au taux annuel. Il est inférieur de 7 % à celui observé à la même période en 2011 et de 34,4 % au point haut enregistré au troisième trimestre 2007 ». Cette estimation en volume confond dans une même mesure les effets du recul de la demande mondiale (qui s'est traduite par une baisse du taux d'utilisation des équipements à 72 % en 2009, taux qui n'est toujours pas revenu à la normal : 80 % en 2012, contre 86 % en temps normal) ; le recul des parts de marché de l'industrie française ; le recul de l'industrie dans l'ensemble des secteurs d'activité... et le tassement des marges.

³⁵ Chaque euro supplémentaire dépensé à l'étranger (non compensé par une exportation supplémentaire de un euro) constitue un manque à gagner de un euro pour les entreprises résidentes (en produit des ventes). Toutes choses égales par ailleurs (avant réduction de l'activité et de l'emploi), cela fait baisser les profits des entreprises résidentes de un euro.

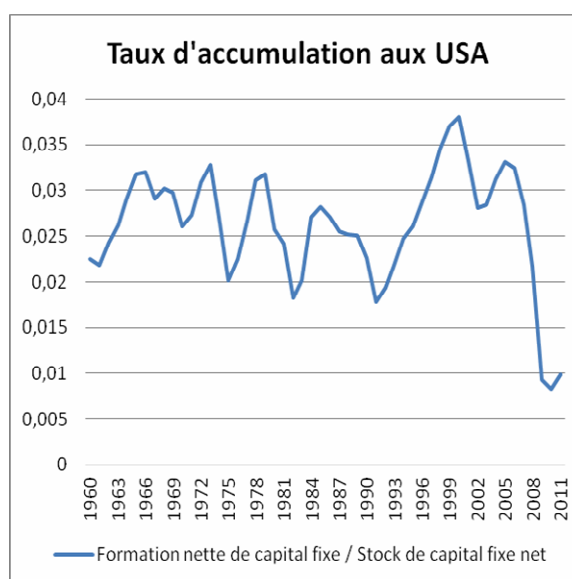
valeur ajoutée s'est modifié notablement en faveur des entreprises, ceci n'a pas entraîné une augmentation du rythme de l'investissement, bien au contraire. Cette conjonction d'un taux de marge élevé et d'une accumulation médiocre constitue le cœur du capitalisme dominé par la finance, dont l'analyse de Wood a permis de rendre compte (voir paragraphe 1.4., plus haut).

La baisse du rythme de l'accumulation est une tendance très largement observée dans le groupe des grandes puissances économiques qui ont dominé la période fordiste. Comme le montre les graphiques 2.14. et 2.15., elle concerne aussi bien les pays européens que l'Amérique du Nord.

Graphique 2.14.



Graphique 2.15.

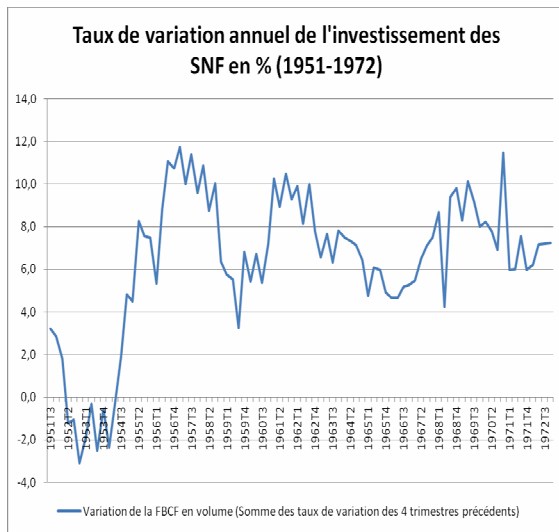


Source : Ameco, base de données de la Commission européenne.

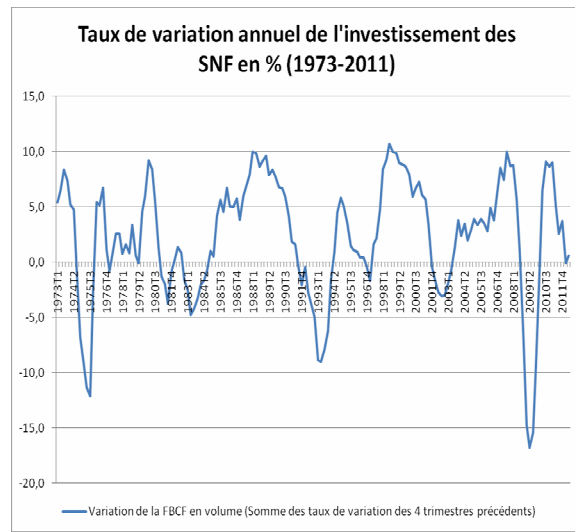
Même si la tendance est plus nette pour les pays européens, elle affecte aussi les Etats-Unis. Pour ces derniers, chaque point bas du cycle marque un nouvel accès de faiblesse, et s'il n'y avait eu le boom des nouvelles technologies, suivi du boom de l'immobilier – booms dont on connaît malheureusement assez bien aujourd'hui le caractère très spéculatif – la trajectoire des Etats-Unis serait assez continûment décroissante.

Si l'on se concentre maintenant sur le cas de la France, ici encore apparaissent deux régimes distincts. La véritable césure entre les deux régimes ne se situe toutefois pas à la charnière des années 80, comme c'était le cas pour la part salariale, mais au moment du premier choc pétrolier (graphiques 2.16. et 2.17.).

Graphique 2.16.



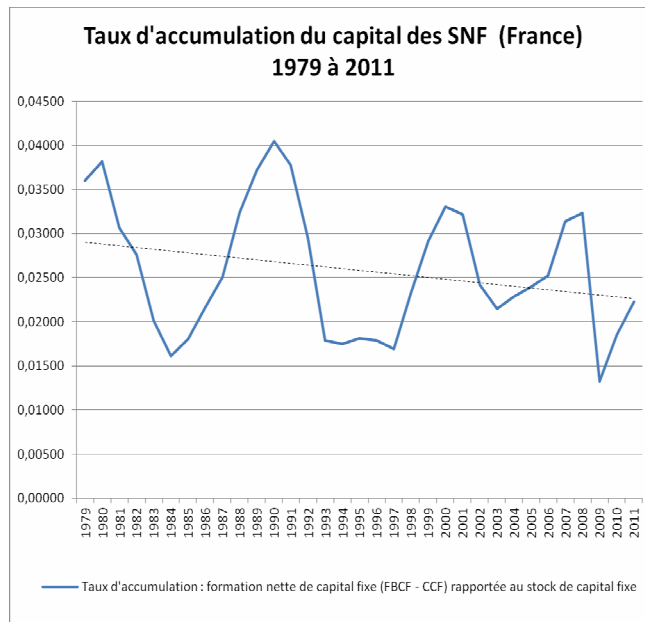
Graphique 2.17.



Source : Insee, comptabilité de la nationale, 2012, calculs et présentation par nos soins.

Durant les vingt dernières années de la période fordiste (1951-72), la croissance annuelle de l'investissement en volume (la FBCF des sociétés non financières) se faisait au rythme de 6,2 %, alors que ce rythme s'est élevé à 2,3 % en moyenne durant les quarante années suivantes (1973-2011). Un tel contraste permet bien de parler d'un âge d'or (révolu) de l'accumulation du capital et de la croissance économique, si l'on compare la période fordiste aux années qui ont suivi. La rupture se situant entre 1973 et 1974, on ne peut pas imputer le point de basculement à l'émergence du capitalisme actionnarial et à la montée en puissance des structures de la finance dérégulée. C'est bien l'épuisement du régime d'accumulation taylorien-fordien et le double choc pétrolier qui ont mis un coup arrêt à la dynamique antérieure (Aglietta, 1976 ; Boyer et Mistral, 1982). Cependant, il est tout aussi clair que depuis que cette cassure s'est produite, il ne s'est esquissé aucune tendance durable à la reprise de l'investissement. Le rythme de l'accumulation nette a même continué de se ralentir depuis le début des années 80 (graphique 2.18.).

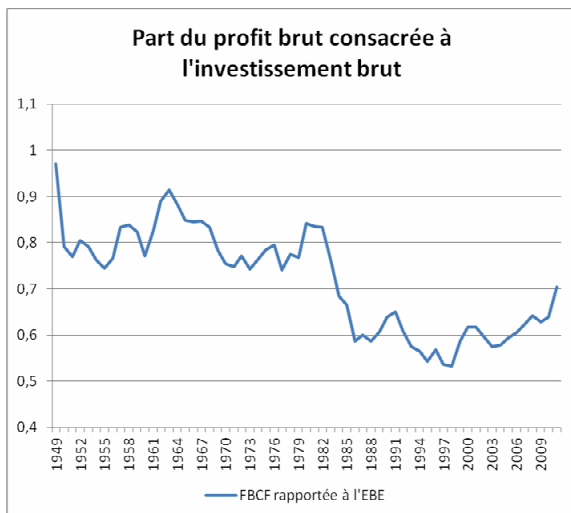
Graphique 2.18.



Source : Insee, comptes des sociétés non financières et comptes de variation de patrimoine des SNF.
Calculs et présentation par nos soins.

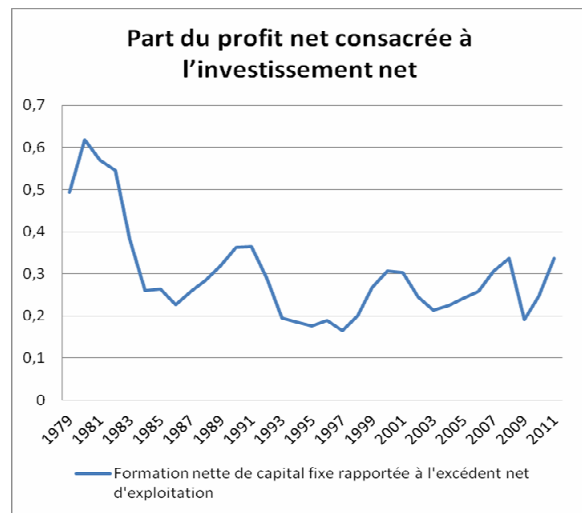
Si bien que la conjonction de taux de marges élevés et d'une accumulation atone fournit la signature tout à fait remarquable de cette phase singulière du capitalisme. Le relevé statistique du divorce entre profit et accumulation est clairement observable en termes bruts (graphique 2.19.), mais il est encore plus spectaculaire en termes nets (graphique 2.20.)³⁶.

Graphique 2.19.



Source : Insee, comptes des sociétés non financières.
Calculs et présentation par nos soins.

Graphique 2.20.



Source : Insee, comptes des sociétés non financières et comptes de variation de patrimoine des SNF.
Calculs et présentation par nos soins.

³⁶ C'est-à-dire une fois déduit l'amortissement du capital (la CCF) de l'excédent brut d'exploitation, d'un côté, et de la formation brute de capital fixe, de l'autre.

C'est dans le sillage des politiques de rigueur et de désinflation compétitive que la cassure s'est produite. Pendant que les entreprises reconstituaient leurs marges, leurs dépenses d'investissement sont restées au plancher. Il semble alors que l'on soit passé d'une espèce de norme des 80 % (pour les profits réinvestis), dans les Trente glorieuses, à une norme des 60 %, dans la période post-fordiste. Pour qui ne jugerait pas ce décrochage très impressionnant, il vaut la peine de préciser que le raisonnement en termes bruts a toujours tendance à édulcorer les choses car il retient comme référence une masse de profits (bruts) qui dépasse de très loin l'idée que s'en font les entreprises (en négligeant de déduire un coût de production essentiel : l'amortissement du capital) et il met en regard de ce agrégat trop large une notion d'investissement elle-même trop large, qui contient bien autre chose que l'accumulation du capital proprement dit (puisque une grande part de la FBCF est consacrée à reconstituer le stock de capital à « l'identique », pour lutter contre son usure et son obsolescence). Une fois déduite de part et d'autre les dépenses d'investissement que l'on pourrait qualifier de « contraintes » (puisque elles sont destinées à maintenir seulement en état la capacité de production), on se fait une meilleure du profit (net) et de la part de ce profit qui est consacré à la croissance de l'appareil productif, en qualité comme en quantité. Et l'on se fait une meilleure idée du décalage qui existe entre le profit et le besoin (ou la volonté) d'investir pour développer les affaires.

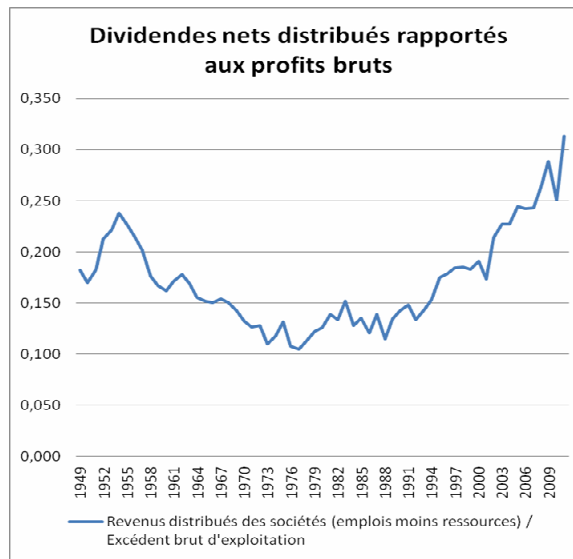
Bien que les comptes de patrimoine de l'Insee ne commencent qu'en 78 (pour les actifs), on peut dire, sans trop de risque de se tromper, que le ratio investissement net sur profit net est passé de 60 % à la fin des Trente glorieuses, à un taux bien plus modeste, compris dans un intervalle entre 20 et 30 %, durant toute la période suivante³⁷. Manifestement, le redressement des marges ne peut guère être justifié par les besoins d'une accumulation plus dynamique.

2.2.4. Des profits massivement redistribués aux actionnaires

A quoi ont servi ces profits qui n'étaient plus destinés principalement à financer l'accumulation ? Ils ont été distribués massivement aux actionnaires. Une première manière d'en donner une idée est de rapporter le montant des dividendes distribués à l'excédent brut d'exploitation des sociétés non financières. Pour ce faire, on déduit des dividendes distribués par les entreprises le montant des dividendes qu'elles ont elles-mêmes reçus d'autres entreprises, dont elles détiennent des parts de capital, ceci à fin de ne comptabiliser que le montant des profits distribués qui « sortent » effectivement du secteur institutionnel des entreprises, au profit d'autres agents. Cette évaluation des profits distribués est présentée sur le graphique 2.21.

³⁷ La cassure ayant exactement le même profil que pour les données brutes, on peut conjecturer que le plateau antérieur à 1978 se situait à peu près à la hauteur du ratio de l'année 80.

Graphique 2.21.



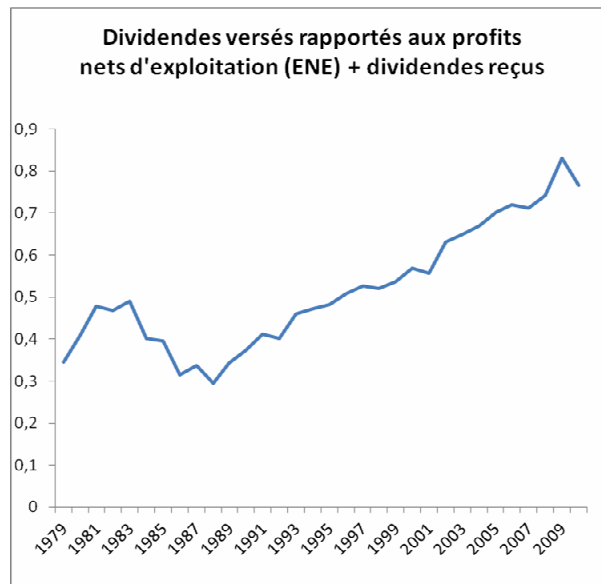
Source : Insee, comptabilité nationale, comptes des sociétés non financières.
Calculs et présentation par nos soins.

Il apparaît à nouveau deux régimes très contrastés, séparés par une période de transition qui va des chocs pétroliers au *big bang* financier. La part des profits distribués diminue constamment durant les Trente glorieuses. Elle passe de 20 % au début de la période, à presque 10 % en fin de période. C'est l'âge d'or du capitalisme managérial, ou de la technostructure. Au regard de ce plancher avoisinant 10 %, et observé quasiment pendant 15 ans (de 1973 à 1988), la remontée qui suit, en synchronie parfaite avec la réactivation des marchés financiers, est tout à fait remarquable. Le taux de distribution des profits connaît en effet une progression ininterrompue pendant presque un quart de siècle, qui l'amènera à tripler en fin de compte... sans que la crise économique et financière ait jusqu'ici interrompu le mouvement³⁸. On pourrait même dire que pendant la crise, la distribution continue.

Comme on l'a déjà indiqué, prendre pour base de calcul l'EBE a tendance à édulcorer les choses, du fait qu'il s'agit d'une notion trop large du profit. Si l'on s'en réfère à l'excédent net d'exploitation (en déduisant l'amortissement du capital de l'EBE), l'amplitude des transformations est conservée – un triplement du taux de distribution depuis 1988 –, mais la mesure absolue du taux de distribution des profits apparaît pour ce qu'elle est réellement : tout simplement énorme ! Elle affiche 80 % en fin de période (graphique 2.22.). C'est ce que l'on obtient en rapportant le montant des dividendes distribués par les sociétés non financières au cumul de leur profit d'exploitation (l'ENE) et de leur profit financier (les dividendes reçus).

³⁸ Si l'on rapportait uniquement les dividendes distribués (sans retrancher les dividendes reçus) à l'EBE, on observerait que le taux de distribution des profits s'est maintenu en deçà de 20 % jusqu'au tournant de l'année 1988, pour augmenter ensuite sans interruption et atteindre les 75 % (avec des pics à 80 %) entre les années 2005 et 2010.

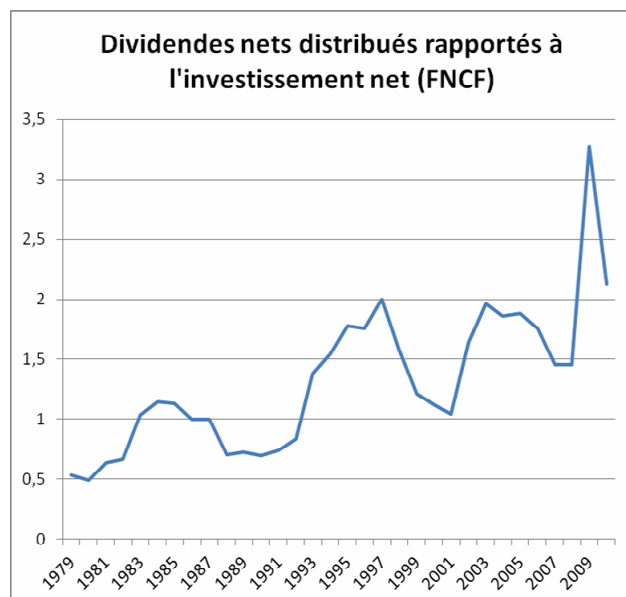
Graphique 2.22.



Source : Insee, comptabilité nationale, comptes des sociétés non financières et comptes de variation de patrimoine des SNF.
Calculs et présentation par nos soins.

On peut alors mettre en regard – ou en abîme ? – les deux politiques des firmes qui ont fait l’objet des réorientations les plus profondes du fait de la montée en puissance de la gouvernance actionnariale : la politique d’accumulation, d’une part, et la politique de distribution des profits, d’autre part. Il suffit pour ce faire de rapporter l’une à l’autre. On choisit ici (graphique 2.23.) de rapporter les dividendes distribués par les entreprises (nets de ceux qu’elles ont reçu d’autres entreprises) au montant de l’investissement net.

Graphique 2.23.



Source : Insee, comptabilité nationale, comptes des sociétés non financières et comptes de variation de patrimoine des SNF.
Calculs et présentation par nos soins.

C'est une manière de synthétiser assez crûment l'essentiel des développements qui précèdent. On observe qu'en l'espace d'une trentaine d'années, les sommes d'argent que les entreprises consacrent à la rémunération des actionnaires sont devenues au moins deux fois plus importantes que les sommes qu'elles consacrent à l'extension et à l'amélioration du capital productif, alors que c'était l'inverse au début des années 80 : les profits distribués représentaient la moitié des sommes consacrées à l'accumulation. Si bien que le ratio lui-même a été multiplié par 4 en trente ans ! On peut dire, sans prendre le moindre risque de sombrer dans la caricature, que la fonction principale de l'entreprise a radicalement changé dans l'ère du capitalisme financiarisé : ce n'est plus l'accumulation, c'est la distribution du profit. La propriété a réellement pris le pas sur l'entreprise, et la maxime de Marx : « accumulez, accumulez, c'est la loi et les prophètes », a bien été remplacée par la maxime : « *downsize and distribute* ».

Au total, les trois grandes politiques des entreprises (qui gouvernent l'accumulation du capital et la répartition des revenus) ont été remodelées profondément durant la période du capitalisme financier, en suivant un ordre et une direction qui sont très conformes à ce que la théorie de Wood peut nous donner à comprendre. Les nouvelles exigences adressées à la direction des firmes par les actionnaires et leurs mandataires ont bien conduit à des versements de dividendes accrus. En durcissant la contrainte financière, ces exigences ont contraint les firmes à ralentir l'accumulation, en sorte que ne soient mis en œuvre que les projets d'investissement ou d'entreprise susceptibles de dégager une marge – ou plutôt une rentabilité – suffisante pour souscrire à la norme de distribution des profits. Le ralentissement de l'accumulation et la hausse du taux de marge sont donc les deux faces d'une même pièce, en réponse aux exigences de dividendes accrus.

Les grandes entreprises cotées donnent l'exemple

Lantenois et Coriat (2011) ont mené une étude portant sur un panel de 70 entreprises cotées appartenant au DAX 30 et au CAC 40, durant la période 1999-2007. Le but de leur enquête était de montrer « *comment et jusqu'où la montée en puissance récente des [investisseurs] institutionnels dans le capital des plus grandes sociétés allemandes et françaises a influencé les comportements et les stratégies des firmes* ». Il s'agissait, d'une part, d'établir le diagnostic de cette montée en puissance des « Zinzins », en particulier étrangers, et d'autre part de mettre en relation cette montée en puissance avec les performances des firmes, leur relation aux actionnaires et leurs stratégies industrielles (en matière de diversification des activités). Leurs résultats ne manquent pas de netteté.

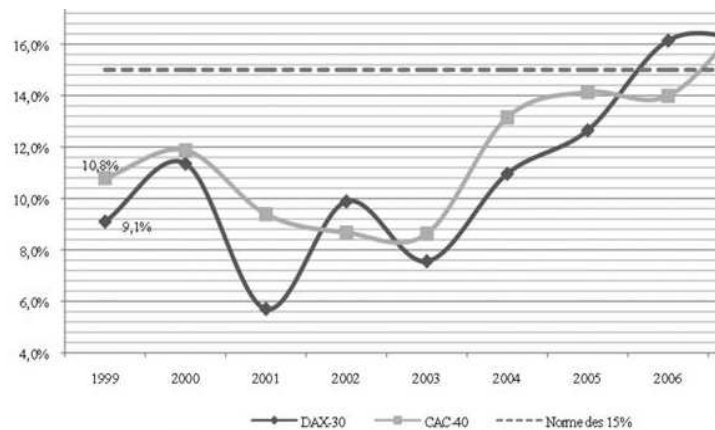
Le premier fait notable est que sur les huit années étudiées, la concentration des actionnaires dans le capital des firmes s'est clairement réduite. En prenant pour référence la médiane, en 1999, les trois principaux actionnaires d'une entreprise du CAC 40 détenaient 42,6 % de son capital ; en 2007, ils n'en détenaient plus que 24,9 %. En Allemagne (pour le DAX 30) ces chiffres sont respectivement de 34,4 et 17,5 %.

En 1999, les institutions financières gestionnaires d'actifs étaient déjà bien représentées au capital des grandes firmes cotées. Parmi les 5 actionnaires principaux des entreprises allemandes, 72,1 % étaient des gestionnaires de fonds (toujours en se référant à la médiane) et 53,9 % en France. Cette tendance s'est encore accentuée entre 1999 et 2007 : de 7 points pour les entreprises allemandes et de 15 points pour les entreprises françaises.

Le plus remarquable est cependant l'augmentation spectaculaire de la part des fonds étrangers dans le total détenu par les gestionnaires d'actifs. La proportion d'étrangers parmi les 5 actionnaires principaux passe de 9,3 à 61,3 % pour l'entreprise médiane du DAX 30, et de 15,4 à 46,8 % pour l'entreprise médiane du CAC 40.

Les résultats n'ont pas tardé à se faire sentir. Une fois ces entreprises passées sous la coupe des investisseurs institutionnels (majoritairement étrangers) et soumises aux objectifs de maximisation du « *free cash flow* » et de la valeur boursière, leurs profits se sont envolés. Alors que le chiffre d'affaire médian des entreprises du CAC 40 progressait (en valeur) de 62,3 % entre 1999 et 2007, leur profit médian augmentait de 140 %, soit une multiplication par 2,4. Les entreprises allemandes ont, quant à elles, sans doute battu tous les records. Elles ont même fait la démonstration que point n'est besoin, dans l'intérêt des actionnaires, de croître pour prospérer. Pour un chiffre d'affaire stagnant sur la période (+ 7,5 % en tout et pour tout), elles ont réussi à multiplier leur profit médian par 3 (+ 201,6 %). Fort de ces résultats, les leaders de la cote française et allemande sont bien parvenus à atteindre, en fin de période, la norme financière qui leur était assignée – les fameux 15 % de ROE... – avant que l'économie s'effondre. Le graphique ci-dessous retrace cette (résistible ?) ascension.

Evolution comparée du ROE médian



Source : Lantenois et Coriat (2011). Compte sociaux des entreprises.

Sur la période considérée, c'est davantage l'augmentation des profits qui a contribué à contenter l'actionnaire, que l'augmentation du taux de distribution des dividendes (le rapport entre les dividendes distribués et le résultat net). Comme le résumait les auteurs, « *entre 1999 et 2007 et en dépit de fortes fluctuations, nous constatons globalement un léger recul du taux de distribution médian allemand, ce dernier passant de 36,8 % à 30,9 % (graphique 4). Ceci signifie que dans ce pays les dividendes distribués ont crû moins vite que le montant des profits réalisés. Au contraire, le schéma français se présente comme inverse. Sur la période, le taux de distribution médian français a légèrement augmenté, pour passer de 33,4 % à 36,9 %.* »

Les rachats d'action ont quant à eux bien progressé sur la période. Ils ont à peu près triplé de chaque côté du Rhin, pour atteindre 14,2 Mds € en Allemagne et 15,9 Mds € en France.

S'agissant des stratégies industrielles induites par la logique financière, les auteurs s'appuient pour partie sur les travaux de Goyer (2002, 2006), ce qui leur permet de remonter jusqu'en 1990. Ils montrent que le mouvement de recentrage sur le « cœur de métier » a bien constitué une maxime d'action, et non simplement de vaines injonctions. Alors que les entreprises allemandes et françaises étaient encore assez diversifiées en 1990 (respectivement 90 et 77 % d'entre elles n'avaient pas dans leur portefeuille une activité concentrant plus de 70 % de leur CA), ce modèle diversifié hérité des entreprises conglomerates des Trente glorieuses n'était plus majoritaire en 2007 (respectivement 50 et 48 % en 2007).

La conclusion n'a pas besoin d'être trop nuancée : « *Quel que soit l'indicateur retenu, les analyses empiriques conduites livrent le même message. Toutes, chacune dans son ordre propre, viennent confirmer le rôle directeur tenu par les II [les investisseurs institutionnels]. Leur montée en puissance dans le capital des grandes firmes est spectaculaire. Et cette montée s'est accompagnée de nouvelles orientations largement conformes à l'idéologie de la shareholder value.* »

2.3. Un régime macroéconomique régulé par des expédients

On devrait s'étonner du fait qu'il existe une concordance aussi nette entre ce que prévoit une théorie dont la portée est microéconomique – la théorie de la firme de Wood – et les relevés statistiques que nous avons utilisés, étant donné que ces derniers sont censés traduire et mesurer ce que l'on observe au plan macroéconomique. Car rien ne garantit *a priori* que les actions ou les politiques mises en œuvre par les agents (ici les entreprises), produisent, en se composant, des résultats qui sont conformes à ce qui se passerait si ces actions étaient entreprises isolément. Les effets de composition peuvent produire des résultats – et laisser des traces dans les statistiques – différents, voire même contraires aux actions que les agents souhaitaient mener à bien pour leur propre compte³⁹.

N'est-ce pas ce à quoi on aurait dû assister dans le cas présent ? La question se pose de manière assez directe parce que la baisse du rythme de l'accumulation du capital aurait dû conduire, toutes choses égales par ailleurs, à la baisse des profits. Des milliers, voire des centaines de milliers d'entreprises qui se convertissent à peu près en même temps aux nouvelles maximes de la finance, en bloquant simultanément le frein sur l'accumulation du capital productif (espérant ainsi améliorer la rentabilité moyenne du capital)... cela aurait dû provoquer, au plan global, une réduction du profit de l'ensemble des entreprises, du fait même que les dépenses d'investissement courantes se réduisent dans l'économie. Au niveau global, en effet, les profits résultent nécessairement des recettes que font les entreprises... au-delà des coûts qu'elles ont engagés pour effectuer cette production (principalement : les salaires)⁴⁰. Globalement, une grosse partie des salaires qu'elles ont versés (en coût de production) leur revient (en recette), grâce aux produits qu'elles vendent aux salariés. Une grosse partie de leurs coûts de production constituent donc aussi leurs recettes, les salaires versés par les unes faisant les recettes des autres. Dès lors, les entreprises ne peuvent réaliser des profits, globalement parlant (en agrégeant toutes les entreprises) que dans la mesure où elles bénéficient de recettes provenant d'une autre source que le simple retour (dans la demande globale) des salaires. C'est le cas des dépenses d'investissement. Celles-ci constituent bien une composante de la demande (de la dépense globale dans l'économie) qui vient s'ajouter à la dépense des salaires et qui ne constitue pas en même temps un coût de production (dans la période considérée)⁴¹. En conséquence, et par effet de composition, la recherche de rendements moyens du capital plus élevés, en freinant l'accumulation, aurait dû déprimer les profits et faire baisser les rendements initialement escomptés... produisant un effet pervers des plus cuisants pour les promoteurs de la « valeur pour l'actionnaire ». Or ce n'est pas ce

³⁹ C'est pratiquement à cette seule condition qu'il peut exister un domaine de connaissance et d'expertise proprement macroéconomique. S'il suffisait d'extrapoler au plan global les conclusions établies sur la base de l'analyse d'un agent représentatif pour comprendre la dynamique d'ensemble de l'économie... on n'aurait pas besoin de macroéconomistes.

⁴⁰ Jusqu'ici, c'est presque une tautologie : puisque par définition, les profits sont la différence entre les recettes et les coûts de production.

⁴¹ Les dépenses d'investissement d'aujourd'hui ne constituent pas un coût de production aujourd'hui. Ces dépenses contribuent au contraire à faire augmenter le stock de capital existant, et s'il s'avère en fin d'année que ces dépenses d'investissement ont pu être faites sans que l'endettement augmente dans la même mesure, cela constitue bien un profit pour les firmes (elles possèdent plus de capital productif en fin d'année qu'en début d'année). Par contre, sera comptée comme coût de production, l'usure ou l'obsolescence du stock de capital déjà installé, constatée durant l'année écoulée.

que nous avons observé. Globalement, les taux de marge se sont bien redressés et sont restés élevés sur la période, assurant une rentabilité du capital elle-même élevée, si ce n'est en augmentation, pendant que l'accumulation était maintenue au plus bas. Comment s'expliquer cela ?

Cela provient du fait que la dépense d'investissement n'est pas la seule composante de la demande globale qui génère, au niveau de l'ensemble des entreprises, du profit. D'autres dépenses, en effet, présentent le même avantage : celui d'être des recettes pour les entreprises, sans constituer en même temps des coûts de production. Certes, l'investissement est la plus importante d'entre elles – ou devrait l'être – mais il existe un certain nombre de canaux auxiliaires qui ont un rôle à jouer et qui ont pris toute leur place dans le capitalisme financier. Le tableau 2.2. liste ces composantes auxiliaires, en tentant d'expliquer rapidement comment elles contribuent à la génération des profits.

Tableau 2.2. Les canaux auxiliaires de la formation des profits	
Canal	Explication
La consommation des profits	Les profits qui sont distribués aux actionnaires sont en partie consommés. Dans la mesure où ils sont consommés, ils représentent bien une recette pour l'ensemble des entreprises. Or, le versement des dividendes ne constitue pas un coût pour les entreprises. C'est une opération inscrite au bilan, qui n'affecte que leur liquidité ou leur endettement net.
L'endettement des ménages	Lorsque les ménages augmentent leur consommation ou leurs investissements en s'endettant, ils augmentent les recettes des entreprises, sans que ces dernières aient eu à « alimenter » ce pouvoir d'achat supplémentaire en subissant un coût de production supplémentaire (une augmentation des salaires). Un euro d'endettement net supplémentaire des ménages, c'est donc 1 € de profit en plus.
L'effet richesse	Lorsque la valeur des actifs mobiliers ou immobiliers augmente (valeur cotée ou estimée par les marchés secondaires), les agents qui détiennent ce type d'actifs s'estiment plus riches et diminuent leur épargne courante, ce qui augmente les dépenses adressées aux entreprises, sans qu'elles subissent dans le même temps une augmentation des salaires.
Le déficit budgétaire	Lorsque l'Etat dépense un euro supplémentaire sans prélever d'impôt supplémentaire, il ajoute 1 € à la demande globale (en s'endettant d'un euro). Les recettes des entreprises augmentent d'autant, sans que les revenus aient eu à augmenter d'un seul euro.
Un excédent du commerce extérieur	Lorsque des agents économiques étrangers achètent 1 € de produits aux entreprises résidentes (lesquelles exportent donc pour 1 €), cela fait augmenter les recettes de ces entreprises de 1 €, sans qu'elles aient eu à augmenter les salaires de 1 €.

Ces canaux de la dépense globale, bien qu'auxiliaires, n'en ont pas moins joué un rôle de premier plan dans la régulation du capitalisme financier. Le régime macroéconomique que nous connaissons depuis le tournant des années 80 pourrait même être caractérisé comme celui qui a assuré la promotion des composantes auxiliaires de la demande globale au rang de modalités « indispensables » dans la génération du profit, en les institutionnalisant. Elles ont constitué les canaux de dérivation ou les soutèvements de fortune d'un modèle économique

qui a exhibé, depuis une trentaine d'années, les symptômes structurels d'une économie de la dépression (Krugman, 2009). On en connaît assez bien aujourd'hui le tableau d'assemblage (Boyer, 2000 ; Lordon, 2008 ; Husson, 2008 ; Duménil et Lévy, 2011 ; Dallery et Van Treeck, 2011). Ce régime a bien entendu pris une forme particulière dans chaque pays anciennement industrialisé où il s'est développé, avec un rythme et une intensité propre à chaque « terroir » socio-historique, mais les traits essentiels de ce régime sont suffisamment partagés et la plupart du temps remarquablement déployés en système que l'on peut en produire une fresque assez générale (et cependant « adaptable »).

Au cœur de ce régime se trouve la financiarisation de nos économies. La financiarisation a élevé significativement et durablement les exigences de rendements financiers qui pèsent sur l'investissement. Ceci a eu deux conséquences majeures (au caractère structurel) sur la demande effective. D'un côté, les entreprises ont augmenté leur taux de marge pour souscrire aux demandes de dividendes en augmentation de la part des actionnaires, et de l'autre, elles ont limité leurs investissements aux seuls projets susceptibles de souscrire au nouveau critère financiers (*downsize and distribute*). Ces deux réponses, articulées et complémentaires, à l'élévation de la norme financière, emportent chacune un profond effet récessif :

- D'un côté, la substitution, dans la dépense des entreprises, des dividendes versés à l'investissement, augmente la propension à épargner de l'économie, du fait que ces dividendes ne sont pas intégralement dépensés en consommation. Ceci pèse d'autant plus que les revenus financiers – intérêts et dividendes – échoient généralement aux catégories les plus aisées de la population. Ce mouvement s'accompagne, la plupart du temps d'un approfondissement significatif des inégalités de revenus entre ménages, qui pèse à son tour sur la propension globale à consommer⁴² ;
- De l'autre côté, l'augmentation du critère financier a provoqué un véritable passage au tamis des projets d'investissement, ralentissant considérablement le rythme de l'accumulation dans les pays développés.

Au cœur du régime d'accumulation financiarisé se trouve donc un frein complètement serré sur les deux principaux piliers de la demande effective : la consommation et la dépense d'investissement. Ces deux traits structurants ont été renforcés par la régulation – ou la dérégulation – néolibérale, laquelle a pesé sur la formation de la demande par trois canaux principaux :

- Les politiques fiscales ont été systématiquement favorables aux catégories aisées, soit de façon active (baisses d'impôts sur les riches), soit de façon passive, en ne corrigeant pas

⁴² Le cas des Etats-Unis est sûrement un peu spécial, du fait que la propension à consommer des ménages a baissé de manière spectaculaire durant cette période, en dépit de la remontée non moins spectaculaire des inégalités de revenu. Ceci peut s'expliquer par la mise en branle d'une « cascade de consommation » (Frank *et alii*, 2010), provenant du fait que chaque tranche de la population aurait voulu continuer à « soutenir » la comparaison, en termes de mode de vie, avec les catégories situées au dessus d'elle dans l'échelle des revenus, au moment où les plus riches voyaient leurs revenus s'envoler. Dans ces conditions, chacun finit par « vivre au dessus de ses moyens », lorsqu'il n'y a pas de rupture dans la cascade qui alimente la rivalité pour le statut. La relation entre montée des inégalités et comportements de consommation est discutée de long en large par van Treeck et Sturn (2012). Ils montrent que la manière dont les consommateurs réagissent à la montée des inégalités est propre à chaque configuration institutionnelle nationale (réglementation du crédit, organisation du marché de travail, système éducatif, protection sociale, politiques monétaires et budgétaires...).

l'augmentation des inégalités engendrée par l'éclatement des rémunérations. L'aggravation des inégalités de revenus n'a pas été favorable au dynamisme de la consommation ;

- Les politiques de libre échange ont mis en concurrence l'ensemble des travailleurs des pays développés avec le gigantesque réservoir de main-d'œuvre des pays émergents, créant un régime de basse pression salariale (Lordon, 2008), défavorable aux agents les plus dépensiers. Pour les consommateurs, la faible évolution des salaires monétaires, entretenant une faible inflation, ne vient plus soulager le poids de leur endettement. Pour les entreprises, cela relâche leurs efforts d'investissements de productivité ;
- Les politiques de libre échange ont soumis les appareils industriels des pays développés à un choc de compétitivité-coût que les dirigeants néolibéraux ont toujours laissé sans réponse.

En résumé, ce régime d'accumulation financiarisé a été tout entièrement un régime tourné contre la demande. Face à cela, les dirigeants économiques et politiques, les institutions économiques internationales, les groupes de pression et les acteurs influents de la finance, qui avaient promu cette nouvelle économie de rentier, ou qui avaient accepté la charge de la faire « fonctionner », ont progressivement cherché à allumer quelques pare-feu, destinés à adoucir les effets récessifs et déflationnistes de ce régime régressif et précaire. Ils ont mis en place, ou laissé se développer, des canaux subsidiaires de formation de la demande, indépendants des revenus (et donc forcément tous voués, tôt ou tard, à s'épuiser...) :

- L'accumulation des déficits budgétaires a été jugée préférable aux prélèvements sur les catégories aisées de la population. L'activation de ce contre-feu face à l'atonie de la demande avait amené les finances publiques à un niveau d'endettement déjà important avant la crise ;
- L'encouragement de l'endettement des ménages, sciemment poursuivi (Stiglitz, 2010) a eu le triple mérite i) d'alimenter la demande globale alors que les revenus salariaux ne progressaient plus, ii) de soulager la pression politique provenant de ce marasme salarial, et iii) d'alimenter directement les profits (car un euro de dépense financée par emprunt, c'est toujours un euro de recettes supplémentaires pour les entreprises... qu'elles n'ont pas eu à alimenter par un euro de dépenses en salaires) ;
- L'encouragement des bulles immobilières et financières a, ici ou là (aux USA en particulier), été activement recherché, pour fournir un troisième renfort à la consommation, issu de l'effet richesse (Turner, 2008) ;
- Enfin, les gouvernements les plus enclins à affronter leur salariat ou les plus à même de l'embarquer dans une politique nationale ont cherché du côté de la demande externe le moteur d'appoint (en pratiquant des politiques de dumping salarial ou de désinflation compétitive). Ces stratégies néo-mercantilistes, qui ne sont pas des succès flagrants pour leurs promoteurs, sur le plan économique et social, ont provoqué des déséquilibres globaux (sur-épargne sous forme de surprofits) qui ont renforcé le caractère dépressionnaire du capitalisme financiarisé (Herzog-Stein *et alii*, 2010).

D'une certaine façon, le capitalisme financiarisé a toujours été en crise. Son régime d'accumulation s'organise autour d'un principe fondamentalement dépressionnaire : l'élévation du critère financier imposé à l'accumulation du capital, principe duquel résulte toujours l'étouffement de la production par la propriété... qui est la principale contradiction du capitalisme, déjà mise en lumière par Quesnay, Malthus et Ricardo (voir chapitre 3). Mais le néo-libéralisme a aggravé cet étouffement en détraquant systématiquement les mécanismes de formation de la demande globale. Le système n'a survécu pendant des années que parce que des dérivations avaient été pratiquées sur cette plomberie défailante. Or, depuis le printemps 2007, ce sont ces dérivations qui se sont mises à sauter une à une, laissant voir le trou béant de l'effondrement de la demande qui s'ensuit, et tous les dommages en chaîne que cela peut provoquer. La crise du capitalisme financier a pris un tour spectaculaire à partir du moment où les stratégies censées endiguer sa crise larvée se sont mises à céder une à une : surendettement des ménages, éclatement des bulles immobilières et financières, suivi du surendettement des Etats, aggravés par la conjonction des politiques de rigueur et la poursuite des stratégies non coopératives des Etats néo-mercantilistes.

En Europe, la crise du capitalisme financiarisé nous laisse aux prises avec simultanément trois crises majeures : une récession qui semble interminable (aggravée par les politiques de rigueur et l'instabilité financière qui tétanise les agents) ; une crise des dettes publiques ; la crise de l'euro.

La crise de l'euro n'est pas intrinsèquement liée à celle du capitalisme financier. Elle a sa propre dynamique, qui est due à l'absence de mécanismes auto correcteurs des écarts de compétitivité nominaux, comme on l'a vu au chapitre 1. Mais ce défaut de constitution a été amplifié par les stratégies néo-mercantilistes – de l'Allemagne en particulier – qui constituent une sorte d'échappatoire aux ravages de l'économie de la dépression créés par le capitalisme financiarisé. En retour, ces stratégies aggravent le phénomène d'endettement (privé comme public) dans les pays qui subissent une dégradation de leur position extérieure nette.

Chapitre 3

Le coût et le surcoût du capital : définitions et mesures

L'objectif de ce chapitre est de proposer une mesure du « surcoût » du capital, relativement à ce que l'on pourrait – ou devrait – considérer comme étant son « vrai » coût. Cette préoccupation fait logiquement suite aux développements du chapitre 2, qui visaient à convaincre de ce que l'augmentation de la norme de rendement financier imposée aux entreprises est responsable en grande partie de la médiocrité de la dynamique économique dans les pays anciennement industrialisés, et ce depuis une trentaine d'années. Le point central de l'argument, on peut le rappeler, est que l'élévation de la norme financière contraint les entreprises à adopter des politiques de marges élevées et d'accumulation faible pour souscrire aux injonctions de la finance. Or ces exigences financières, qui représentent les « revendications » des prêteurs et des actionnaires – en termes de droits à percevoir une partie du revenu global créé par les entreprises – ne sont pas autre chose qu'un coût de financement pour les entreprises, dont une bonne part correspond à une « pure rente ». Il relève donc d'une curiosité assez évidente et bien placée d'essayer de se faire une idée du poids que représente cette composante de « pure rente » qui vient alourdir inutilement le coût de financement du capital productif. Ce sera précisément l'objet de la section 3 de ce chapitre. Mais avant d'y arriver, il faut consentir à un effort de clarification théorique assez important concernant la nature des différents types de revenus qui constituent la contrepartie de la richesse créée au sein des entreprises. Ceci afin de disposer d'une sorte de panorama général, cohérent et exhaustif de la répartition du revenu national, explicitant l'articulation entre les différentes « parties prenantes » qui contribuent à la création de richesse (ou qui en maîtrisent les conditions), et catégorisant les différents types de revenus. C'est une étape nécessaire si l'on veut comprendre la « position » particulière qu'occupent les revenus financiers, à côté des revenus du travail et des revenus de l'entreprise, dans l'ordre des transactions (contribution/rétribution). Ce sera l'objet de la section 1.

Mais cet effort de mise à plat ne suffit pas à répondre à la question de savoir ce que représente le « surcoût » du capital dans l'ensemble des revenus financiers. On ne peut pas considérer en effet que l'intégralité de ces derniers représente une ponction inutile et indue opérée par « les rentiers »⁴³. Une partie de ces revenus couvre en effet des frais (bancaires) ou des risques (entrepreneux) qui sont inhérents à l'économie monétaire d'entreprise privée. Il convient donc d'élaborer une définition du surcoût du capital qui permette de le distinguer de son coût réel, et qui tienne compte du fait qu'au-delà de ce coût réel (le coût d'acquisition ou de

⁴³ Les rentiers ne constituent plus que rarement aujourd'hui une classe oisive attendant le détachement des coupons annuels de leurs obligations ou la mise en paiement de leurs dividendes. Ils désignent ici les catégories aisées de la population qui ont les moyens de se constituer une épargne financière, même si les revenus financiers ne constituent pas, le plus souvent, l'essentiel de leurs revenus. Dans les pays où les systèmes de retraite par capitalisation occupent une place importante, une grande partie des rentiers (souvent modestes) est formée des salariés retraités.

renouvellement du capital productif), une partie de la rente financière peut se trouver justifiée. Cette tâche sera menée à bien en mettant en scène trois systèmes financiers idéals-typiques, dont la succession a le mérite de faire apparaître les fonctions financières qui sont indispensables à une économie d'entreprise privée évoluée, avec les coûts inévitables qu'elles comportent. En contrepoint apparaît alors la partie de la rente financière qui est totalement dispensable et qui représente uniquement le rapport de force conquis par la finance sur l'entreprise. C'est la partie de la rente qui n'a pas d'autre objet que de soulager l'aversion au risque de marché des épargnants... un risque créé par les marchés secondaires eux-mêmes, pour soulager les épargnants d'une autre aversion : celle de détenir des titres à échéance lointaine plutôt que de la monnaie, disponible immédiatement en cas de besoin.

La section 3 propose pour finir une mesure du surcoût du capital qui rapporte les revenus financiers dont on pourrait se dispenser, au coût réel du capital, c'est-à-dire, *grosso modo*, à son coût d'acquisition. Pour obtenir ce ratio, on enlève de la rente financière la partie qui paraît justifiée pour couvrir le risque entrepreneurial et les coûts d'administration du crédit bancaire, afin d'obtenir, en quelque sorte, une « pure rente » que l'on rapporte à son tour au coût d'acquisition du capital. On montre que les ordres de grandeur ainsi obtenus sont assez frappants. Selon les estimations, le surcoût du capital peut aller de 40 à 70 % du coût réel. Indépendamment des conclusions que l'on en tire, cela peut à soi seul donner à réfléchir...

3.1. Propriété et rémunération du capital

Au sein de l'entreprise, on peut distinguer trois fonctions : la propriété, la direction et l'exécution. Ces trois fonctions sont assurées par trois groupes d'agents distincts, aux intérêts à la fois concurrents et complémentaires : les propriétaires, les dirigeants et les travailleurs. C'est ce que rappelle la section 3.1.1. Chacune des trois « parties prenantes »⁴⁴ de l'entreprise bénéficie d'un revenu spécifique, résultant d'un droit singulier sur la valeur créée par l'entreprise. La section 3.1.2. présente et explicite la nature de ces différents types de revenu : les dividendes, les revenus mixtes et les salaires. On montre à la suite (section 3.1.3.) que le partage de la valeur ajoutée créée par l'entreprise, opéré en distinguant ces grandes catégories de revenus, se retrouve dans la classification des revenus primaires retenue par la Comptabilité nationale, au niveau macro économique de l'économie nationale.

3.1.1. Les trois acteurs de l'entreprise

A la distinction entre propriété et direction de l'entreprise est associée une distinction entre deux formes d'entreprises : *l'entreprise individuelle et la société*. Dans l'entreprise individuelle, les fonctions de propriété et de direction sont assurées par un seul et même agent économique. Le propriétaire de l'entreprise la dirige effectivement⁴⁵. La société se caractérise à l'inverse par la dissociation de la propriété et de la direction (assurées par deux groupes d'agents distincts).

⁴⁴ *Stakeholders*, en anglais. Soit, littéralement : porteurs d'enjeu. Pour insister sur le fait que l'entreprise ne saurait être réduite aux seuls *shareholders* : porteurs de parts sociales (actionnaires ou associés).

⁴⁵ La Comptabilité nationale définit les entreprises individuelles comme « *celles dont la personnalité juridique n'est pas distincte de celle de l'entrepreneur* », pour lesquelles « *on ne peut pas distinguer le patrimoine de l'entreprise et celui du ménage dont fait partie l'entrepreneur* » (Piriou, 2001, p. 38).

Si l'émergence du capitalisme, comme mode de production dominant au moment de la « révolution industrielle »⁴⁶, a été pour une large part l'œuvre d'entrepreneurs individuels, le cœur de l'appareil productif et le moteur de la dynamique du capitalisme parvenu à maturité sont désormais constitués de grandes entreprises sous forme sociétaire. C'est la raison pour laquelle c'est de ce type d'entreprise dont il est pour l'essentiel question dans la présente étude. Par ailleurs, le traitement de la question des revenus du capital financier impose évidemment de distinguer nettement entre sociétés financières et non financières, les premières étant bénéficiaires d'une part des revenus financiers prélevés sur la valeur créée par les secondes⁴⁷. Notre étude est donc centrée sur les sociétés non financières.

A la distinction entre les trois fonctions au sein des sociétés non financières correspond une distinction entre les trois « *parties prenantes* » de l'entité entreprise : les propriétaires, les dirigeants, les salariés.

Les *propriétaires* formels sont les actionnaires ou, plus généralement, les « porteurs de parts » (*shareholders*), lesquels, en possédant la société, sont propriétaires de manière indivise de l'actif net de l'entreprise. La question de savoir si les actionnaires sont propriétaires à part entière de l'entreprise s'est elle-même posée dès l'institution de la responsabilité limitée. Elle fait actuellement l'objet d'un regain de réflexion. Pour certains auteurs situés au confluent du droit, de la gestion et de l'économie, les actionnaires ne sont propriétaires que de la société, et celle-ci ne se confond pas avec l'entreprise. La société ne constitue en effet qu'un instrument au service du développement de l'entité entreprise, constituée par l'ensemble *indivis* des trois parties prenantes⁴⁸. Ces débats sur la propriété de l'entreprise s'inscrivent dans une opposition entre deux conceptions de l'entreprise : l'entreprise comme « nœud de contrats » ou comme institution sociale⁴⁹.

La *direction* effective des sociétés non financières est assurée par le groupe des cadres dirigeants, constituant le haut management, responsables des décisions stratégiques déterminantes pour la vie de l'entreprise. C'est ce groupe d'agents qui correspond à la notion d'« entrepreneur » des économistes⁵⁰. A partir d'une définition très pragmatique de

⁴⁶ Il est ici question de la 1^{ère} révolution industrielle. Lorsqu'on parle de 2^e, 3^e, n^e révolution industrielle, on privilégie l'aspect technique du phénomène. Si la 1^{ère} révolution est la plus importante de toutes, c'est en raison de la transformation des rapports sociaux de production, *i. e.* de la mainmise définitive du capital sur l'organisation de la production dont elle a été le théâtre. L'accent mis sur la transformation de l'organisation de la production et de la répartition du produit correspond à l'un des thèmes de notre étude : la distinction entre l'efficacité productive du capital réel et la rentabilité du capital financier.

⁴⁷ Les intérêts et commissions diverses payés par les SNF aux SF peuvent être considérés comme le prix de services (financiers) rendus, et assimilés sous ce rapport aux consommations intermédiaires de services non financiers par les SNF. Tel est, sur le premier point en tout cas, le point de vue de la Comptabilité nationale qui assimile le produit brut bancaire (ou valeur des services produits par les SF) à la somme des intérêts perçus par les SF. Ce point de vue n'est pas sans fondement, mais l'une des questions que nous nous poserons sera justement celle du « juste prix » des services financiers, la question de savoir si une part du prix effectif des services financiers ne correspond pas à une rente pure, *i. e.* à un revenu sans coût (*costless income*).

⁴⁸ Voir : Robé (1999) ; Jensen et Meckling (1976).

⁴⁹ Friedman (1970), pour qui la firme n'a d'autre responsabilité que celle d'augmenter les profits pour ses actionnaires, s'oppose à la vision défendue notamment dans l'ouvrage issu d'un projet collectif de recherche mené dans le cadre du Collège des Bernardins : Roger (2012).

⁵⁰ Dès les tout débuts de l'analyse économique, la spécificité de l'activité d'entreprise et du revenu afférant est mis en exergue par la plupart des auteurs. L'entrepreneur est cet agent qui engage des dépenses bien déterminées

l'entreprise, on peut distinguer deux types de décisions stratégiques⁵¹. Une entreprise réalise concrètement l'assemblage d'éléments hétérogènes : terrains, bâtiments, capital fixe (matériel et immatériel), stocks réels et financiers (de créances et dettes) et, *last but not least*, collectif de travail. Ce qui fait l'unité de ces éléments, c'est qu'ensemble, ils constituent à un moment donné une certaine capacité de production et de vente. De cette définition concrète de l'entreprise comme capacité de production se déduisent directement les deux types de décision qui sont du ressort de la direction. La capacité de production étant donnée, se pose d'abord la question de son utilisation optimale : que produire ? En quelle quantité ? Selon quelle technique ? Avec quel prix d'offre et quelle stratégie commerciale ? Le second type de décision concerne la modification – l'extension et/ou l'amélioration – de la capacité de production. Ce sont les décisions d'investissement productif : qu'il s'agisse d'investissement de capacité (pour produire plus) ou de rentabilité (permettant d'améliorer continûment le rapport qualité/coût des biens produits⁵²).

Il existe une différence importante entre les deux types de décision. Tandis que les décisions de production sont aisément révisables, les décisions d'investissement engagent l'avenir de manière quasiment irréversible. L'investissement est non seulement très fortement irréversible, mais encore, il est déterminé par des anticipations à relativement long terme qui manquent de ce fait nécessairement de bases solides de sorte que dans les économies capitalistes développées, les comportements des agents doivent s'analyser beaucoup plus sous contrainte d'incertitude que de rareté. L'investissement constitue en outre le vecteur principal de l'intégration du progrès technique à la production, permettant l'amélioration des procédés de production et des produits. Il représente à ce titre la principale modalité de la concurrence dans l'ordre marchand capitaliste. Comme on l'a vu au chapitre 2, l'analyse développée par Wood (1975) de l'articulation entre ces deux espèces de décisions et, plus précisément, l'analyse des relations entre les politiques de production, de prix, d'investissement et le financement de la grande firme constitue les véritables « fondements microéconomiques de la macroéconomie » du capitalisme contemporain.

L'exécution des décisions de la direction est quant à elle assurée par le collectif des travailleurs salariés. Aussi complexe soit-il et quelle que soit la doctrine managériale en vigueur à une époque donnée, le travail salarié est toujours un travail subordonné, d'exécution, qui s'inscrit dans la stratégie d'ensemble définie par la direction de la firme.

en vue de recettes nécessairement incertaines, qui ne sont garanties par qui que ce soit, et qui, ce faisant, prend le risque inhérent à la production et, plus encore, à l'investissement.

⁵¹ L'un des principaux apports des postkeynésiens, et de Wood en particulier, a été de lier les deux types de décisions (de production et investissement) à travers le financement de l'investissement, dans le cadre d'une analyse qui, contrairement à celle de Keynes, est forcément d'emblée dynamique (*cf. supra*, chapitre 2, section 2.1.).

⁵² L'augmentation du rapport qualité/coût d'une entreprise particulière correspond à une amélioration de sa compétitivité relative (à un déplacement vers le haut de sa « contrainte concurrentielle », dans les termes de l'analyse de Wood présentée dans la 1^{ère} section du chapitre 2). La compétitivité est toujours relative. Une firme améliore sa compétitivité au détriment des autres. Si le rapport qualité/coût augmente au même rythme dans toutes les firmes, aucune ne gagne en compétitivité (*i. e.* ne réussit à desserrer sa contrainte concurrentielle et à améliorer, ce faisant, les perspectives de débouchés déterminant son investissement productif). Il en est de même de la compétitivité d'une économie nationale, *i. e.* de l'augmentation du rapport qualité/coût des produits de l'ensemble des entreprises d'un pays vis-à-vis du reste du monde.

3.1.2. A chaque fonction son revenu

Dans une économie capitaliste développée, il existe cinq types de revenus (six, si l'on compte les impôts à la production comme un revenu : celui de l'Etat). C'est ce que l'on va détailler dans cette section, dont le but est de proposer une décomposition du revenu national qui soit la plus *fonctionnelle* possible, c'est-à-dire qui rattache prioritairement la nature d'un revenu à une fonction économique singulière (et non en première instance à des acteurs, des secteurs institutionnels ou des classes).

A chacune des trois fonctions présentes au sein de l'entreprise – l'exécution, la propriété, la direction – est associée une espèce particulière de revenu, découlant d'un droit spécifique sur la valeur créée par l'entreprise : les salaires, les dividendes et les revenus mixtes. A côté de ces trois grands types de revenus versés aux parties prenantes *internes* de l'entreprise, figurent deux autres types de revenus : les intérêts versés aux prêteurs et les profits conservés par l'entreprise. Les intérêts résultent d'une relation de financement contractuelle entre l'entreprise et une partie prenante *externe* (les créanciers) : ménages, banques, compagnies d'assurance ou autres institutions financières. Les profits conservés apparaissent au premier abord comme la rémunération... d'aucune partie prenante (ni interne, ni externe). Ils méritent donc une mention spéciale. Quant aux impôts prélevés sur la production, si l'on veut éviter de longs – et néanmoins intéressants – développements théoriques, on propose de les traiter, suivant la convention, comme faisant partie des revenus primaires, sans nécessairement prétendre qu'ils représentent à coup sûr (que ce soit en plus ou en moins) la rétribution versée à l'Etat de sa contribution à la richesse créée par les entreprises.

- i) *Aux travailleurs salariés*⁵³, revient le *salaire*, défini dans le cadre du contrat de travail. Ce dernier stipule le prix de la mise à disposition de la force de travail en fonction de la qualité (complexité) et de la quantité (durée) du travail fourni, indépendamment des résultats de l'entreprise⁵⁴. Si la rémunération du travail est en un sens garantie contractuellement, cela ne signifie pas pour autant que les salariés n'assument aucune part du risque inhérent à l'activité entrepreneuriale de production et d'investissement. Ce que le salarié met en jeu n'étant rien autre que son emploi, le risque encouru peut être considéré comme au moins aussi important que celui d'une fluctuation de sa rémunération au gré des résultats de la firme, auquel il échappe⁵⁵. Contrairement à une idée reçue, et faiblement combattue, le risque lié à l'activité d'entreprise est en effet assumée par l'ensemble des parties prenantes, et non par les seuls financeurs : les propriétaires en titre ou les prêteurs ;
- ii) *La rémunération des actionnaires* revêt deux formes : les dividendes, qui correspondent à une ponction sur la valeur créée par la firme d'une part, et le gain en capital correspondant à une éventuelle augmentation du cours des actions d'autre part.

⁵³ Travailleurs « stipendiés » en ancien français, soit littéralement « vendus », ou encore « *hired laborers* » chez Ricardo.

⁵⁴ On peut évoquer pour mémoire la « participation des travailleurs aux fruits de la croissance » pièce maîtresse du projet gaullien d'« association capital-travail ». Quitte à associer les salariés aux « fruits de la croissance », autant le faire par une politique des revenus visant à assurer la progression de l'ensemble des salaires réels au rythme des gains de productivité moyens, progression qui fut l'un des ingrédients de la recette de la « croissance sociale démocrate autocentrée », selon Giraud (1996), du capitalisme managérial des Trente glorieuses.

⁵⁵ Pour une critique des « contrats implicites », voir Cordonnier (2000).

Les dividendes sont souvent qualifiés de « profits distribués », par opposition aux profits conservés, contrepartie de la part de l'investissement productif qui n'a pas dû être financée par accroissement de l'endettement de la firme (l'autofinancement). Cette dénomination ne doit cependant pas laisser penser que le profit total se trouve à un certain moment disponible en caisse, en attente de sa répartition entre rémunération des actionnaires et autofinancement de l'investissement. Au moment où les dividendes sont payés, *i. e.* les profits « distribués », les profits de la période antérieure ne sont plus disponibles, ils ont déjà été affectés⁵⁶. Les profits réalisés au cours de la période antérieure et calculés au terme de cette période⁵⁷ (*ex post*) peuvent tout au plus servir d'élément de détermination, parmi d'autres, des dividendes à distribuer au cours de la période courante. Au niveau de la firme, la distribution des profits constitue donc toujours un pari sur des profits à venir. Par ailleurs, au niveau macroéconomique, les profits distribués au cours d'une certaine période contribuent à la détermination des profits effectivement réalisés au cours de la même période⁵⁸ et donc, par différence, du montant des profits conservés. En d'autres termes, si l'entrepreneur décide bien du montant des profits distribués, il ne décide évidemment pas de son profit total et donc pas non plus du profit conservé⁵⁹. Sa décision ne peut donc en aucune façon s'analyser comme le choix d'un partage entre dividendes et autofinancement d'un profit donné par ailleurs⁶⁰.

Il est certain que les deux constituants de la rémunération des propriétaires, les dividendes et, plus encore, les gains (ou pertes) en capital, sont grevés d'une forte incertitude et que les actionnaires assument ainsi une part du risque entrepreneurial (marchand). Nous avons cependant vu qu'ils ne sont pas les seuls. Le risque de perte d'emploi pour les salariés est-il moindre que le risque de perte en capital limité à leur apport pour les actionnaires ?

- iii) *La rémunération des dirigeants*, en position intermédiaire entre propriétaires et salariés, est une espèce de « revenu mixte »⁶¹. Pour une part, elle est de la nature d'un salaire, et pour une autre part, elle est de même nature que le revenu des actionnaires.

⁵⁶ Il en est de même des profits conservés qui n'apparaissent jamais qu'après coup comme l'accroissement du capital réel au-delà de l'accroissement de l'endettement de l'entreprise.

⁵⁷ Avec d'ailleurs un degré d'imprécision inévitable (Robinson, 1969), imprécision que nous retrouverons au niveau de la mesure du coût du capital réel.

⁵⁸ Dans la mesure où ils alimentent les revenus des ménages, source de leurs dépenses de consommation, lesquelles constituent l'une des composantes de la demande globale adressée aux entreprises.

⁵⁹ Après avoir établi l'équivalence comptable des montants de l'investissement et du profit dans une économie capitaliste « pure », Kalecki (1954) peut affirmer que s'il en est ainsi, c'est parce que c'est l'investissement qui détermine le profit, et non pas le profit qui détermine l'investissement, pour la simple raison que les entrepreneurs peuvent décider du montant de leur investissement (du moins dans certaines limites) mais en aucune façon de celui de leur profit. L'entrepreneur peut décider d'investir plus ou moins (et de distribuer plus ou moins de dividendes), mais pas de réaliser plus ou moins de profit.

⁶⁰ Chez Wood, les paramètres *d* et *x* représentent les « valeurs cibles » des taux de distribution des profits et de financement externe de l'investissement, qui ne coïncideront avec les valeurs effectives que si les anticipations de croissance de la demande des entrepreneurs sont confirmées.

⁶¹ Les termes de « revenus mixtes » ne sont pas employés ici exactement au sens de la Comptabilité nationale, qui réserve ce terme au revenu des entrepreneurs individuels « pour manifester qu'il correspond à deux éléments indissociables : la rémunération du travail non salarié de l'entrepreneur (...), et un excédent brut d'exploitation « normal », c'est-à-dire un profit d'entreprise. » (Piriou, 2001, p. 48).

La « participation des dirigeants aux résultats de l'entreprise » revêt aujourd'hui essentiellement deux formes : primes variables en fonction des résultats financiers et *stock options* (droits de souscription d'actions à prix fixé à l'avance). Le développement de ces modes de rémunération contribue évidemment à faire converger les intérêts des dirigeants et des actionnaires⁶² ;

- iv) *Les intérêts versés aux prêteurs* sont définis contractuellement dans une transaction bilatérale qui met en relation l'entreprise, en tant que personne morale, et une partie prenante externe, laquelle met à disposition de l'entreprise, pendant une durée limitée, une partie des liquidités dont elle peut disposer. Au premier abord, il pourrait s'agir d'un banal contrat de fourniture de services, comparable à un contrat de nettoyage ou un contrat d'approvisionnement en énergie. Le versement des intérêts pourrait, suivant cela, être considéré comme le prix d'une consommation intermédiaire, fabriquée entièrement en dehors de l'entreprise en question, ne contribuant donc pas à la création de sa valeur ajoutée et n'impliquant donc pas rétribution à ce titre... C'est une façon de voir qui pourrait se justifier, à l'image du traitement que les comptes nationaux réservent aux loyers immobiliers, enregistrés comme consommations intermédiaires. Ce n'est pourtant pas ce que pensent, à la quasi-unanimité, les économistes. Ils considèrent que les intérêts sont une contrepartie de la richesse créée par les entreprises. Ils sont une composante du profit, dont une part est distribuée aux prêteurs sous forme d'intérêts (diminuant d'autant le bénéfice) ;
- v) *Le revenu de l'entreprise*. Aux quatre revenus précédents s'en ajoute un cinquième, qui n'est versé à personne en particulier (à aucune des trois parties prenantes), mais qui apparaît tout de même explicitement dans les comptes des entreprises, sous forme d'un revenu épargné ayant servi à financer une partie des investissements⁶³. Cette part de la valeur ajoutée restant au sein de l'entreprise après rémunération des propriétaires, des dirigeants et des salariés, et après paiement des intérêts dus aux créanciers, représente les profits non distribués (ou conservés). A qui appartiennent ces profits ?

Ici, il convient, comme souvent, de distinguer le droit et la logique économique. En bonne logique économique (en théorie donc), ce revenu pourrait être considéré comme le revenu propre de l'entité entreprise, en tant qu'elle est distincte de ses parties prenantes. Il s'agirait en quelque sorte d'un revenu collectif, ou socialisé, fruit de la coopération indémêlable des travailleurs, des dirigeants et des financeurs. Suivant cette façon de voir, les profits conservés constitueraient non seulement le fruit de la coopération entre les parties prenantes, mais encore la promesse de sa prorogation. Etant donné que cette part des profits est remise au pot commun pour financer le développement de l'entreprise, elle constitue en effet une promesse d'augmentation des revenus pour l'ensemble des parties prenantes, dans un futur plus ou moins proche⁶⁴. Cette idée d'une propriété indivise des profits conservés, bien que

⁶² Cf. *supra*, § 1.3 et 1.4 du chapitre 2.

⁶³ Cinquième revenu qui correspond au « revenu disponible brut » des sociétés non financières de la Comptabilité nationale.

⁶⁴ Cette façon de voir pourrait constituer le socle d'une conception sociale-démocrate du capitalisme.

défendable en théorie, n'est cependant pas ce que dit le droit. Du point de vue du droit – on touche là au droit, sinon constitutionnel, du moins constitutif d'une économie capitaliste – l'intégralité des profits appartient aux associés ou aux actionnaires. Les profits conservés ne sont donc que la part du revenu appartenant *de jure* aux actionnaires que ces derniers ont décidé de laisser dans l'entreprise, pour financer son développement. Ce faisant, les actionnaires prennent collectivement la décision d'épargner une partie de leurs revenus dans « leur » affaire.

« Qu'importe le droit ? », se dira-t-on... Ce sont là uniquement des mots. Si cela chante aux actionnaires de considérer que cette part du profit leur revient aussi, laissons leur cette gratification supplémentaire. Cela n'empêchera pas que ce revenu soit, par essence, sur le plan économique, fruit et ferment de la coopération. En pratique, le droit crée cependant une réalité. Une fois énoncé ce droit de propriété, les revenus des uns et des autres continuent certes de bénéficier des profits réinvestis... mais seule la propriété des actionnaires augmente. Les actifs nets de l'entreprise, acquis grâce à ces profits, sont bien leur propriété, et en cas de vente, ils constituent par ailleurs le socle de leurs plus-values. Ce n'est donc pas l'économie, mais le droit, qui fonde le capitalisme, en privatisant la part coopérative du profit ;

- vi) *N'a-t-on pas oublié d'autres revenus ?* Le cinquième revenu, celui de l'institution entreprise, est obtenu en déduisant de la valeur ajoutée, non seulement les revenus des trois parties prenantes « intérieures », mais encore les intérêts dus aux créanciers. Pourquoi s'arrêter aux créanciers et ne pas considérer encore d'autres parties prenantes « externes », comme les fournisseurs, les organismes de sécurité sociale, l'Etat ?

Les paiements aux fournisseurs ne constituent pas des revenus versés par une autre entreprise à une autre. Lorsque l'on examine la manière dont la valeur ajoutée d'une entreprise est distribuée en revenus, on a justement pris soin de « sortir » de cette valeur ajoutée les produits fabriqués par d'autres entreprises (ses fournisseurs)... pour isoler précisément « sa » valeur ajoutée de celle des autres entreprises. Les achats de fournitures doivent donc être considérés comme des consommations intermédiaires.

Les prélèvements obligatoires opérés sur les entreprises pourraient bien, quant eux, constituer une sorte de revenu pour l'Etat. L'important à cet endroit est de savoir si ces revenus de l'Etat représentent bien une part de la richesse créée par les entreprises qui revient « immédiatement » à l'Etat, où s'il s'agit d'un transfert de revenus (relevant d'une opération de redistribution), prélevant les revenus de l'entreprise (une fois ceux-ci gagnés par l'entreprise) pour alimenter « ensuite » les caisses de l'Etat. Comme on s'intéresse ici à la formation des revenus primaires, c'est-à-dire avant qu'intervienne la redistribution, on adoptera le point de vue conventionnel de la Comptabilité nationale suivant lequel seuls les impôts à la production et à l'importation – essentiellement la TVA et les droits de douane –, nets des subventions versées, sont considérés comme des revenus primaires, versés par les entreprises à l'Etat⁶⁵.

⁶⁵ Ainsi l'impôt sur le bénéfice des sociétés constitue une opération de redistribution, et ne doit pas apparaître dans cette sorte de décomposition des revenus primaires à laquelle nous procédons. Les profits dont nous parlons sont donc « avant impôts ».

Les transferts de la sécurité sociale sont quant à eux traités ici comme de la redistribution pure. Autrement dit, avant qu'ils aient eu lieu, ils sont une composante « dormante » des salaires (toutes cotisations confondues).

Tout le monde tire ses revenus de l'entreprise

Si l'on a bien compris la relation qui existe entre la production de richesses (mesurée par la valeur ajoutée des entreprises) et la génération des revenus monétaires (lesquels constituent l'exacte contrepartie de ces richesses créées), on devrait sympathiser avec les déplorations qui proviennent parfois du « monde des affaires », dénonçant en substance le fait que tout le monde « se paye sur l'entreprise »⁶⁶. On doit concéder à ces récriminations qu'elles ne sont que l'énoncé, certes emprunt d'une certaine mauvaise humeur, d'une vérité indépassable : non seulement les prélèvements obligatoires, mais tous les revenus sont plus ou moins directement prélevés sur la valeur créée par les entreprises⁶⁷. Il ne peut en être autrement pour la bonne et simple raison que les revenus ne sont rien d'autres que des droits sur le produit nouvellement créé... et que les entreprises sont le lieu de la création de ce produit, en même temps que le foyer de la distribution des droits monétaires sur ce produit ! Si toutefois, emporté par son élan, on voulait dire que l'entreprise et ses revenus « appartiennent » aux seuls propriétaires de parts de la société, lesquels auraient moralement la libre disposition de la totalité de la valeur ajoutée – parce que sa création résulterait exclusivement du labeur des dirigeants-propriétaires – la thèse serait évidemment plus osée⁶⁸.

Par ailleurs, l'idée que tout le monde tire ses revenus de l'entreprise ne s'applique pas aux revenus des fonctionnaires, lesquelles tirent leurs revenus de la production de biens publics. Leur rémunération ne provient pas d'un prélèvement *net* sur la richesse créée par les entreprises (par l'impôt), puisque les salaires versés aux fonctionnaires se dépensent en retour dans le secteur marchand : ces salaires contribuent donc à augmenter les revenus des agents du secteur privé autant que les impôts prélevés sur ce secteur retranchent à leurs revenus. Exprimé en termes de biens et services produits, plutôt que de revenus, cela signifie que les fonctionnaires produisent des biens publics, qu'ils échangent contre des biens privés produits par les salariés du privé (Harribey, 2002).

3.1.3. La répartition du revenu national

Les cinq types de revenus que l'analyse de l'organisation de la grande firme capitaliste nous a amenés à distinguer (en laissant de côté pour l'instant le revenu de l'Etat) se retrouvent dans la classification des revenus primaires communément admise en analyse économique. Dans cette typologie standard, et pour emprunter la terminologie anglo-saxonne consacrée, la distinction principale passe entre *unearned* et *earned incomes* :

- Par *unearned incomes* – littéralement, les revenus *non gagnés* –, il faut entendre les revenus de la propriété. Il s'agit des revenus de la pure et simple possession ; les revenus

⁶⁶ Chacun a peut-être encore en mémoire le mouvement des « Pigeons », qui s'est élevé, à l'automne 2012, en France, contre le projet d'augmenter les cotisations sociales des auto-entrepreneurs et, à l'autre bout du spectre de l'entrepreneuriat, contre le projet d'augmenter la taxation des plus-values de cession d'entreprise. Voir à ce sujet : « Pigeons, genèse d'une mobilisation efficace », *Le Monde.fr*, 5 octobre 2012, www.lemonde.fr/politique/article/2012/10/04/pigeons-genese-d-une-mobilisation-efficace_1770123_823448.html

⁶⁷ Abstraction faite de la production de services non marchands produits par l'Etat (APU) dont la contrepartie en termes de revenu est constituée par ces mêmes services mis gratuitement à la disposition de l'ensemble des agents (une espèce de revenu en nature non individualisé).

⁶⁸ La logique est rigoureuse : les revenus étant des droits sur la valeur créée, toute la valeur étant créée par les entreprises, les actionnaires étant les vrais propriétaires des entreprises, on en viendrait à se demander pourquoi les exigences des actionnaires se limitent à une fraction de la valeur ajoutée.

que l'on obtient du seul fait de posséder quelque chose, et ceci, quelle que soit la manière dont cette richesse a été acquise ;

- Par *earned incomes* – littéralement, les revenus *gagnés* –, il faut entendre les revenus de l'activité ; revenus que l'on obtient en faisant quelque chose⁶⁹.

A l'intérieur des revenus non gagnés, la distinction qui peut être faite entre les divers revenus de la propriété correspond aux diverses formes de propriété. A la distinction entre propriété immobilière (terrains et immeubles) et mobilière (actifs financiers) correspond la distinction entre loyers et revenus financiers. Et à la distinction entre créances et actions (ou parts sociales) correspond la distinction entre intérêts et dividendes.

A l'intérieur des revenus gagnés, on en distingue deux sortes : les revenus du travail et ceux de l'entreprise. Par travail, il faut entendre ici le travail salarié, subordonné, dont la rémunération est garantie par contrat en fonction de la qualité et de la quantité du travail fourni. L'activité d'entreprise est quant à elle cette activité particulière consistant à engager des dépenses déterminées en vue de recettes simplement anticipées qui ne peuvent être garanties par quiconque⁷⁰. L'activité d'entreprise, qui recouvre les décisions de production-vente et d'investissement, est par nature nécessairement risquée. Si le risque entrepreneurial (ou marchand) est pris par les dirigeants de la firme (l'entrepreneur, dans le langage des économistes), il est en réalité assumé par l'ensemble des trois parties prenantes. A l'activité d'entreprise est associé ce que nous avons appelé le « quatrième revenu », qui est censé bénéficier à l'ensemble des trois parties prenantes constitutives de l'entreprise, même si les actionnaires ou les associés restent en droit les seuls propriétaires des actifs accumulés par la mise en réserve du profit. On obtient finalement la classification retranscrite dans le tableau 3.1.

Revenus de la propriété	Immobilière		Loyers
	Mobilière	Créances	Intérêts
		Actions ou parts sociales	Dividendes
Revenus d'activité	De l'activité d'entreprendre ou de l'institution qui entreprend		Profits conservés
	Du travail		Salaires

⁶⁹ Comme son nom l'indique, la distinction principale entre *earned* et *unearned incomes* est d'origine anglo-saxonne. On ne peut guère soupçonner la grande majorité des économistes anglo-saxons d'hostilité à l'égard de la propriété privée des moyens de production. Cela ne les empêche pas d'appeler les choses par leur nom et de qualifier, en l'occurrence, de « non gagnés » les revenus de la propriété.

⁷⁰ La manifestation la plus évidente de la spécificité du revenu de l'entreprise est que, contrairement à tous les autres (y compris les profits distribués, *i.e.* les dividendes), il ne s'agit pas d'un revenu distribué par un agent à un autre agent.

3.1.4. La propriété contre l'entreprise

La ligne de démarcation principale passe donc entre les revenus de la propriété et les revenus de l'activité, et notre réflexion s'inscrit dans une tradition qui considère que l'histoire économique est animée par un conflit toujours renaissant entre la propriété et l'activité. Cette tradition réunit des auteurs aussi différents que Ricardo, Marx et Keynes. Pour ces auteurs, le risque est toujours menaçant d'un étouffement de l'activité par la propriété. Chez Ricardo et Keynes, contrairement à Marx, les deux formes d'activité, entreprise et travail salarié, se retrouvent « dans le même camp ». Cela implique de distinguer nettement entre la production et l'investissement productif, d'un côté, qui relèvent de l'entreprise, et le simple placement financier, de l'autre, source des revenus de la propriété, et d'insister sur la communauté d'intérêts entre salariés et entrepreneurs.

Pour ces auteurs, admettre que le travail salarié a parti lié avec l'entreprise, c'est d'une certaine manière renoncer à « rompre avec le capitalisme », pour tenter de mieux le faire fonctionner au profit des travailleurs subordonnés. Keynes et Ricardo proposent d'ailleurs chacun à sa manière une espèce d'« euthanasie des rentiers ». Chez Ricardo, les rentiers qu'il s'agit de liquider en douceur sont les rentiers du sol. Pour y parvenir, il suggère d'abolir les restrictions tarifaires à l'importation des biens agricoles de subsistance (les fameuses *corn laws*). Chez Keynes, ce sont essentiellement les revenus financiers, intérêts et dividendes, qu'il s'agit de réduire à la portion congrue, par une politique monétaire systématique d'argent à bon marché et, au-delà, par la socialisation d'une part significative de l'investissement⁷¹.

Mais la principale différence entre ces deux contempteurs de la rente a trait à la manière dont les revenus de la propriété menacent l'investissement, la croissance et l'emploi. Chez Ricardo, le problème est fondamentalement un problème d'épuisement des ressources rares qui se traduit par une diminution de l'efficacité purement technique de la production. Du fait de la rareté de la terre, il faut de plus en plus de travail pour assurer la production d'une quantité donnée de biens de subsistance, et donc la reproduction d'une même quantité de travail (sachant que les salaires sont toujours ramenés, par une sorte de loi d'airain, au minimum de subsistance). Dans ces conditions, un impôt sur la rente, ou la collectivisation des terres, ou encore le réinvestissement productif de la rente, constituent de fausses solutions qui ne s'attaquent qu'au symptôme, et non à la racine du mal : la perte d'efficacité de la production au fur et à mesure de sa croissance.

Chez Keynes, ce n'est pas la seule rente foncière qui est en cause, mais l'ensemble des revenus de la propriété. Par ailleurs, et surtout, les problèmes que peut poser une croissance excessive de ces revenus ne se situent pas du « côté de l'offre » (du côté des conditions

⁷¹ La politique monétaire systématique d'argent à bon marché, excepté dans les cas exceptionnels où le suremploi des hommes et des machines menace l'économie d'inflation par la demande, ne devrait pas selon Keynes se limiter pas à la manipulation du taux à très court terme de refinancement des institutions financières sur le marché monétaire, mais s'étendre à toute la structure par termes des taux d'intérêt, par des interventions quantitatives dans tous les compartiments du marché financier, interventions du type de celles auxquelles les banques centrales ont dû se résoudre de plus où moins bon gré au plus fort de la dernière crise financière (politique dite de « *quantitative easing* ») : « *Perhaps a complex offer by the central bank to buy and sell at stated prices gilt-edged bonds of all maturities, in place of the single bank rate for short-term bills, is the most important practical improvement which can be made in the technique of monetary management.* » (Keynes, 1936, p. 206).

techniques de la production), mais du côté de la demande globale (celui des débouchés), dont l'insuffisance peut affecter négativement l'emploi et la croissance⁷². Le problème des débouchés a deux origines possibles, correspondant aux deux composantes de la demande intérieure privée : la consommation, d'une part, est influencée négativement par un partage des revenus favorable aux revenus de la propriété (plutôt que du travail), et la dépense d'investissement productif, d'autre part, peut être découragée par une contrainte financière excessive⁷³.

3.2. Coût et surcoût du capital

La rémunération du capital financier pouvant être considérée comme la contrepartie du coût de la mise à la disposition des entreprises du capital réel, c'est-à-dire le coût de la mise en rapport du travail et des moyens matériels de la production, nous commencerons par distinguer, dans la section 3.2.1., le capital réel du capital financier. Nous tenterons ensuite de préciser de quoi exactement les revenus financiers sont le coût, en alimentant notre réflexion aux débats théoriques entre les néoclassiques et les keynésiens sur cette question (section 3.2.2.). Ces éclairages nous permettront de progresser vers une définition du surcoût du capital, qui est l'un des objets principaux de cette étude, et qui constitue un préalable à la formulation d'une mesure de ce surcoût (section 3.2.3.).

3.2.1. Capital réel et capital financier

L'emploi du mot capital, en économie, est souvent équivoque, car il peut désigner deux notions totalement distinctes. Il sert à désigner aussi bien le capital réel que le capital financier :

- Le capital réel désigne les biens d'équipement, c'est-à-dire l'ensemble des moyens de production durables à l'aide desquels les matières premières et les fournitures sont transformées en produits (par les travailleurs), finalement destinés à la consommation des ménages et à l'investissement productif des entreprises⁷⁴ ;
- Le capital financier désigne quant à lui les droits de propriétés (actions) et les créances (négociables ou non), sources de revenus financiers : dividendes et intérêts.

⁷² Sur la question de la rente, Keynes est donc plus proche des Physiocrates que de Ricardo. Pour Quesnay, si la rente foncière pose problème, c'est qu'il s'agit d'un « revenu sans coût » – un « don de la nature » – dont la dépense n'a de ce fait rien de nécessaire et dont la non dépense compromet la rentabilité de la production agricole et, à terme, le maintien de la rente elle-même.

⁷³ Dans la vulgate keynésienne, la question de la contrainte financière est traitée de manière un peu expéditive à travers une relation négative entre taux d'intérêt et investissement. Quant à la question, plus importante encore, de l'influence des anticipations de demande des entrepreneurs sur leurs dépenses d'investissement, elle ne peut être correctement traitée dans le cadre d'une analyse statique de court terme comme celle de Keynes. Ce sera l'œuvre des postkeynésiens (Kalecki et Harrod en tout premier lieu) que de proposer un traitement convaincant, nécessairement dynamique, de l'interaction entre investissement et débouchés. Il s'agit de l'analyse postkeynésienne de la codétermination de l'investissement et de la demande globale à travers le temps, comme moteur principal de la dynamique capitaliste, que nous avons reprise, en l'enrichissant, des apports de Wood (voir chapitre 2).

⁷⁴ Aux biens d'équipement (capital fixe) s'ajoutent les stocks de matières premières, fournitures et « *goods in process* » nécessaires à la continuité du procès de production et de vente (capital circulant). Par ailleurs, le capital fixe n'est pas constitué exclusivement de biens matériels, mais aussi pour partie de biens immatériels (brevets, licences, logiciels ...).

Ces deux formes de capital ne sont pas sans relation. Cette relation apparaît d'abord au bilan de l'entreprise, dont le passif recense les moyens financiers qui ont permis l'acquisition du capital réel, figurant pour sa part à l'actif du bilan (voir l'exemple donné dans l'encadré du chapitre 2). Ces moyens financiers sont :

- Les apports initiaux des associés et le réinvestissement des profits tout au long de la vie de l'entreprise, ainsi que les nouveaux apports successifs réalisés par émissions d'actions nouvelles, à l'occasion d'augmentations de capital. L'ensemble constitue ce que l'on appelle les capitaux propres de l'entreprise ;
- L'endettement auprès des institutions financières et des particuliers. Il s'agit des capitaux empruntés.

Si les deux notions de capital ne sont pas sans rapport, elles demeurent néanmoins bien distinctes et nous verrons qu'en analyse keynésienne, ces deux formes de capital correspondent à deux marchés eux-mêmes bien distincts :

- D'un côté, le marché des biens d'équipement, sur lequel l'offre provient des entreprises qui fabriquent ces biens et la demande de l'ensemble des entreprises qui investissent. Ce marché des biens capitaux neufs constitue, à côté de celui des biens de consommation, une partie du marché des biens et services produits par les entreprises ;
- De l'autre côté, les marchés financiers, sur lesquels s'échangent des titres négociables (actions, obligations, et même crédits bancaires...). C'est sur ces marchés que sont déterminés le cours des titres, et du même coup les taux de rendement financiers des différents types d'actifs financiers.

A l'inverse de Keynes, une certaine tradition théorique a tendance à confondre les deux notions de capital, sous la notion de « fonds prêtables ». Les débats théoriques sur la question des déterminants de la rémunération du capital financier nous serviront de premier guide sur le chemin menant vers une définition du surcoût du capital.

3.2.2. De quoi les revenus financiers sont-ils le coût ?

On peut parler de « contribution du capital réel à la production » dans la mesure où le travail est d'autant plus efficace qu'il est assisté de biens d'équipement performants⁷⁵. Par ailleurs, dans une économie fondée sur la propriété privée des moyens de production, la détention d'actifs financiers est source de revenus. Une certaine tradition économique dite « néoclassique » poursuit depuis longtemps le projet de relier la rentabilité du capital financier à l'efficacité productive du capital réel⁷⁶.

⁷⁵ « *I sympathise, therefore, with the pre-classical doctrine that everything is produced by labour, aided by what used to be called art and is now called technique, by natural resources which are free or cost a rent according to their scarcity or abundance, and by the results of past labour, embodied in assets, which also command a price according to their scarcity or abundance. It is preferable to regard labour, including, of course, the personal services of the entrepreneur and his assistants, as the sole factor of production, operating in a given environment of technique, natural resources, capital equipment and effective demand.* » (Keynes, 1936, pp. 213-214)

⁷⁶ On trouvera dans Husson (2010) un exposé pédagogique des différentes formulations du coût du capital qui cohabitent (de manière contradictoire) dans la théorie néoclassique.

La conception néoclassique du taux d'intérêt

Dans la conception néoclassique des revenus financiers, la rétribution du capital financier serait rendue possible par la contribution productive du capital réel (la productivité marginale du capital réel) censée pouvoir être distinguée de la contribution du travail et précisément mesurée. La rémunération du capital financier serait par ailleurs nécessaire pour inciter les agents économiques à consacrer une part de leur revenu à l'accumulation du capital en épargnant. La rémunération du capital financier constituerait de ce point de vue – celui du prêteur – « le prix de la renonciation à la consommation », le prix qu'il faudrait payer pour vaincre la « préférence pour le présent » des agents, préférence qui, en l'absence de rémunération suffisante de l'épargne, les inciterait à consommer une part excessive de leur revenu et à ralentir ce faisant l'accumulation du capital. L'intérêt serait le coût de la « préférence pour le présent », de la même manière que le salaire serait le coût de la « préférence pour le loisir ».

Ce type d'explication-justification de la rémunération du capital financier repose sur deux fondements :

- D'un côté, une représentation des relations entre capital, travail et produit permettant d'isoler les contributions productives du travail et du capital réel : la fonction de production⁷⁷ ;
- De l'autre, une conception de l'acte d'épargne comme un report de consommation dans le temps, comme le critique Keynes (1936, p. 210) : « *a decision (...) to consume any specified thing at any specified date* » ; cette décision des ménages incitant les entreprises à investir dès aujourd'hui pour pourvoir à la production de cette consommation future⁷⁸. C'est à l'opposé de la vision de Keynes, pour qui l'épargne des ménages est d'abord et avant tout, et indépendamment de ses formes de conservation, une simple abstention de dépense (dans le présent) qui n'est assortie d'aucun engagement de dépense (dans le futur).

Le taux d'intérêt (la rémunération du capital financier), suivant les néoclassiques, serait le prix dont les variations maintiennent à égalité le flux d'épargne des ménages et le flux de besoin de financement des entreprises, lié à leurs dépenses d'investissement. Il serait déterminé par la technologie et les préférences : la productivité marginale du capital réel du côté des entreprises, et la dévalorisation du futur par rapport au présent du côté des ménages épargnants.

Dans la tradition classique, la répartition du revenu entre revenu du travail et revenu du capital est censée être déterminée par les conditions techniques de la production. Selon les keynésiens, cette détermination du partage du produit dès le moment de la production,

⁷⁷ Représentation qui pour être très largement admise n'en pose pas moins beaucoup de problèmes. Elle est directement inspirée de la représentation de la relation entre terre, capital et travail et produit en agriculture proposée par Ricardo. Sans se soucier de savoir pourquoi Ricardo avait cantonné cette représentation à l'activité agricole, les néo classiques ont cru franchir un pas décisif dans l'abstraction en la généralisant à l'ensemble de la production.

⁷⁸ « *As a corollary of the same doctrine, it has been supposed that any individual act from consumption necessarily leads to, and amounts to the same thing as, causing the labour and commodities thus released from supplying consumption to be invested in the production of capital wealth.* » (Keynes, 1936, p. 19)

indépendamment des conditions d'écoulement du produit, est caractéristique d'une économie réelle, mais ne vaut pas dans une « économie monétaire de production », comme l'économie capitaliste, caractérisée justement par la séparation de la production et de l'appropriation du produit (voir encadré).

L'économie monétaire de production

Dans une économie monétaire, le salaire réel et la répartition du produit entre salaires et profits ne sont pas déterminés sur le seul marché du travail. Pour qu'il en soit ainsi, il faudrait supposer que les salariés sont rémunérés directement en biens. Les néoclassiques prétendent que l'on peut faire comme s'il en était ainsi, parce que les agents économiques ne sont pas victimes d'« illusion monétaire ». L'absence d'illusion monétaire signifie que ce qui importe, aussi bien pour les entreprises demandeuses de travail que pour les ménages offreurs de travail, ce n'est nullement le salaire monétaire, mais son équivalent en biens. Pour Keynes, admettre l'absence d'illusion monétaire des offreurs et demandeurs de travail ne permet nullement d'analyser le fonctionnement de l'économie capitaliste comme s'il existait un marché du travail « classique »... sur lequel le travail s'échangerait directement contre des biens et services, et où serait déterminé le salaire réel (conçu comme le nombre d'unités de biens et services échangés contre une heure de travail), en même temps que la répartition du produit entre rémunérations du travail et du capital. C'est la rémunération des salariés en monnaie qui institue la séparation entre la création et l'appropriation du produit, séparation qui constitue la spécificité d'une économie marchande⁷⁹.

La distribution des revenus constitue la première des fonctions de la monnaie, préalable logique à l'exercice des trois fonctions qui lui sont traditionnellement attribuées : intermédiaire dans les échanges, réserve de valeur et unité de compte. La monnaie intervient dès le moment de la production dans la mesure où la création des biens par les entreprises s'accompagne d'une distribution de revenus monétaires (du travail et de la propriété). La production de biens et la distribution de revenus monétaires sont indissociables. Tel est le sens de la liaison introduite entre monnaie et production dans l'expression « économie monétaire de production » que Keynes utilise pour qualifier le type d'économie dans lequel nous vivons.

Le marché des fonds prêtables n'existe pas

La prise en compte du caractère monétaire de l'organisation de la production, de la répartition des revenus et de la circulation des biens remet complètement en cause la conception classique de la rémunération du capital. Le marché dit des « fonds prêtables » sur lequel les fonctions d'offre des épargnants et de demande des investisseurs sont censées déterminer la valeur du taux d'intérêt, ce marché n'existe tout simplement pas dans une économie monétaire, parce que la capacité de financement de l'ensemble des agents y est toujours nécessairement égale au besoin global de financement des entreprises⁸⁰.

Le besoin de financement éprouvé par le secteur des entreprises au cours d'une certaine période (BF_E) se définit comme la différence entre leurs dépenses (sorties d'argent) et leurs recettes (entrée de *cash*). Les dépenses sont de deux sortes : revenus distribués aux ménages

⁷⁹ « *The traditional theory maintains, in short, that the wage bargains between the entrepreneurs and the workers determine the real wage.* » (Keynes, 1936, p. 11) A l'économie monétaire de production, Keynes oppose l'économie réelle caractérisée par la détermination de la répartition des revenus dès le moment de la production : « *In the first instance, these conclusions may have been applied to the kind of economy in which we actually by false analogy from some kind of non-exchange Robinson Crusoe economy, in which the income which individuals consume or retain as a result of their productive activity is, actually and exclusively, the output in specie of that activity.* » (Keynes, 1936, p.20)

⁸⁰ Dans une économie sans Etat ni relations avec le reste du monde.

(R_M) et achats de biens pour investissement (I). Quant aux recettes, elles proviennent de la vente des biens produits, *i. e.* de la somme des dépenses de consommation des ménages et d'investissement des entreprises ($C+I$). On en déduit l'égalité du besoin de financement des entreprises et de la capacité de financement des ménages (CF_M) :

$$BF_E = (R_M + I) - (C + I) = R_M - C = CF_M$$

On peut expliciter la signification de cette égalité comptable en considérant les incidences sur le financement des entreprises d'une augmentation de l'épargne des ménages ou d'une augmentation de l'investissement des entreprises, à partir d'une situation d'équilibre sur le marché des biens. L'équilibre sur le marché des biens signifie que globalement, les entreprises obtiennent en écoulant leur production exactement les recettes qu'elles avaient prévues et dont l'anticipation avait déterminé le volume de leur production. Si à partir d'une telle situation, la consommation des ménages diminue (*i. e.* que leur épargne-capacité de financement augmente), les recettes des entreprises sont réduites et leur besoin de financement est accru de l'augmentation de l'épargne des ménages. On peut dire que le surcroît d'épargne des ménages a créé le supplément de besoin de financement des entreprises dont il assure la couverture. Dans un deuxième temps, les entreprises réagiront à la réduction de leurs débouchés par une réduction de la production. La réduction de la production s'accompagnera d'une réduction des revenus distribués aux ménages dont l'épargne sera ramenée au niveau de la part de l'investissement que les entreprises ont décidé de financer par emprunt. Dans le deuxième cas, où l'équilibre initial est rompu par une augmentation de la production de biens d'équipement à la suite d'une augmentation des dépenses d'investissement des entreprises, les entreprises verront leurs profits augmenter du même montant que la dépense d'investissement nouvelle. Le besoin de financement supplémentaire des entreprises est d'abord couvert, dans un premier temps, par une augmentation de leurs profits. Dans un deuxième temps, lorsque la production de biens de consommation se sera adaptée à l'augmentation des débouchés provoquée par l'augmentation des revenus des ménages, le supplément de financement de l'investissement sera assuré pour partie par l'augmentation de l'épargne des ménages, et pour partie par les profits. Dans ce cas, on peut dire que l'augmentation de l'investissement génère le supplément d'épargne nécessaire à son propre financement⁸¹.

Si le besoin de financement externe de l'investissement des entreprises est nécessairement égal à la capacité de financement des ménages correspondant à leur épargne, il n'est plus possible d'analyser le taux d'intérêt comme le prix dont les variations maintiennent l'égalité entre besoin et capacité de financement et dont la valeur d'équilibre est déterminée par les comportements d'épargne des ménages et d'investissement des entreprises. L'élaboration d'une théorie entièrement nouvelle du taux d'intérêt s'impose. Le taux d'intérêt n'est plus le prix de la renonciation à la consommation, mais le prix de la renonciation à la liquidité, c'est-à-dire le prix que les emprunteurs doivent payer pour convaincre les détenteurs de richesse

⁸¹ Nous présenterons *infra* les formes que revêt la nécessaire égalité du besoin et de la capacité de financement selon la manière dont le financement de l'investissement est organisé.

financière à en détenir une partie sous forme de créances sur les entreprises (titres) plutôt que sous forme de monnaie⁸².

Le taux d'intérêt est déterminé par la préférence pour la liquidité, sur le marché des titres

Au marché néoclassique des fonds prêtables, Keynes substitue donc deux marchés tout à fait différents, correspondant aux deux formes de capital : capital réel et capital financier. Le marché des biens capitaux neufs constitue un sous-ensemble du marché des biens produits, sur lequel prix et quantité sont déterminés par les conditions techniques de production des biens d'équipement et l'intensité de la demande des investisseurs. Le taux d'intérêt est déterminé quant à lui sur un tout autre marché : le marché des titres (ou marché financier). Dans un système financier où l'émission de titres négociables constituerait, pour simplifier, la seule modalité de financement externe de l'investissement, et où les titres et la monnaie seraient les deux seules formes de détention de la richesse financière, le taux d'intérêt (le rendement du capital financier), s'établirait à tout moment à un niveau tel que l'ensemble des titres existants (et pas seulement les titres émis aujourd'hui) ainsi que la totalité de la monnaie disponible trouveraient place dans les patrimoines financiers de l'ensemble des agents. Les variations du taux d'intérêt assureraient en permanence que la structure de la demande d'actifs financiers – le désir relatif du public de détenir de la monnaie ou des titres – s'accommode de la structure existante de ces stocks de titres relativement à la masse monétaire disponible. Dans cette perspective renouvelée, le taux d'intérêt n'est plus le prix de la préférence pour le présent, *i. e.* le prix qu'il faut payer pour déterminer les agents à épargner⁸³, mais le prix de la « préférence pour la liquidité », autrement dit : le prix qu'il faut payer pour déterminer les agents à détenir une partie de leur richesse financière sous forme de titres (plutôt que de monnaie).

Dans le cadre de la théorie keynésienne du taux d'intérêt, les ménages ont le choix entre deux formes d'accumulation de leur épargne : la monnaie et les titres. En d'autres termes, ils peuvent thésauriser ou placer. Chacun des deux instruments de conservation de la richesse financière présente un avantage et un inconvénient (relativement à l'autre). La monnaie est parfaitement liquide, mais elle est stérile. A l'inverse, les titres rapportent un revenu (l'intérêt), mais ils ne sont qu'imparfaitement liquides. La liquidité d'un actif se définit par son aptitude à se convertir en monnaie, considérée comme le moyen de règlement des achats et des dettes. La monnaie est donc, par définition, absolument liquide. Les titres ne sont pas absolument illiquides, puisqu'ils peuvent être à tout moment « liquidés », *i. e.* convertis en

⁸² « *The rate of interest is not the price which brings into equilibrium the demand for resources to invest with the readiness to abstain from present consumption. It is the price which equilibrates the desire to hold wealth in the form of cash with the available quantity of cash.* » (Keynes, 1936, p. 167)

⁸³ Cela n'exclut nullement que la propension à épargner des ménages soit fonction du taux d'intérêt, mais pas nécessairement une fonction croissante (Keynes, 1936). Même dans le cas où l'épargne des ménages et l'investissement des entreprises seraient des fonctions respectivement croissante et décroissante du taux d'intérêt, on ne pourrait en déduire que le taux d'intérêt est déterminé par la propension à épargner des ménages et l'incitation à investir des entreprises. Pour qu'il en soit ainsi, encore faudrait-il qu'il existât un marché des fonds prêtables sur lequel l'incitation à épargner des ménages soit confrontée à la volonté d'investissement des entreprises. Or un tel marché ne peut pas exister, comme on l'a vu. De la même manière, ce n'est pas parce l'offre et la demande de travail sont fonctions respectivement croissante et décroissante du salaire réel que la valeur du salaire réel est déterminée sur le marché du travail, pour la simple raison que les salariés sont rémunérés en monnaie.

monnaie. Comparés à la monnaie, ils ne sont cependant qu'imparfaitement liquides dans la mesure où leur conversion en monnaie est coûteuse. Comparée à la détention de monnaie, la détention de titres implique deux sortes de coûts : coût de transaction et coût de liquidation :

- Le coût de transaction correspond au fait que, quel que soit le prix d'un titre (le taux de sa conversion en monnaie), sa liquidation effective implique un coût sous forme de délai, démarches et paiement de commissions ;
- Le coût de liquidation est de son côté lié au fait que le prix de revente du titre n'est pas garanti. Le coût de liquidation, qui constitue la principale composante de « l'illiquidité » des titres, est lié à l'incertitude de leur valeur nominale (monétaire) future.

En d'autres termes, le principal inconvénient des titres par rapport à la monnaie est qu'ils présentent nécessairement un « risque en capital ». Le prix de revente du titre peut être inférieur à son prix d'achat initial. Le détenteur du titre subit alors une « perte en capital » qui vient en déduction et qui peut même excéder la somme des intérêts perçus le temps de sa détention.

3.2.3. Les coûts financiers indispensables, et ceux qui sont dispensables

La seconde étape sur la voie d'une définition du surcoût du capital consiste à mettre en rapport le coût du financement de l'économie, avec les diverses formes d'organisation du financement de l'accumulation du capital que l'on peut concevoir. Le but est en effet d'élaborer une définition du surcoût du capital qui permette de le distinguer de son coût réel, et qui tienne compte du fait qu'au-delà de ce coût réel – le coût d'acquisition ou de renouvellement du capital productif –, une partie de la rente financière peut se trouver justifiée. Pour ce faire, nous allons mettre en scène trois systèmes financiers idéals-typiques, dont la succession a le mérite de faire apparaître les fonctions financières qui sont indispensables à une économie d'entreprise privée évoluée, avec les coûts inévitables qu'elles comportent. Cela fait ressortir en contrepoint la partie de la rente financière qui est totalement dispensable, et qui représente uniquement le rapport de force conquis par la finance sur l'entreprise.

Les trois formes d'organisation du financement de l'investissement productif que nous allons considérer sont :

- i) Un « capitalisme pur », dans lequel les ménages n'épargnent pas et où la totalité de l'investissement est autofinancée ;
- ii) Une économie dans laquelle les ménages épargnent, mais conservent la totalité de leur richesse financière sous forme de dépôts monétaires auprès du système bancaire ;
- iii) Un système financier complet avec système bancaire et marchés financier.

i) Un capitalisme entièrement autofinancé

En capitalisme pur, la totalité du profit est conservée par les entreprises, et les agents extérieurs aux entreprises (les ménages) consomment la totalité de leurs revenus (constitués

exclusivement de salaires)⁸⁴. Dans un tel système, l'égalité du besoin et de la capacité de financement au niveau de l'économie dans son ensemble revêt la forme de l'égalité entre l'investissement et le profit conservé par les entreprises :

$$\Pi_c = \Pi = (C + I) - W = I - (W - C) = I - (R_M - C) = I$$

Tout le profit est conservé par les entreprises ($\Pi_c = \Pi$). Le profit de l'ensemble des entreprises est obtenu comme différence entre le produit des ventes et le coût salarial ($\Pi = (C + I) - W$). Les salaires constituent les seuls revenus des ménages ($R_M = W$). Les ménages n'épargnent pas ($R_M = C$).

Dans un tel système, l'actif des entreprises serait financé uniquement par la constitution progressive de fonds propres issus des profits. Ce mode de financement de l'investissement n'occasionnerait aucune distribution de revenus financiers à destination d'apporteurs de capitaux extérieurs aux entreprises. Le financement de la totalité de l'investissement productif des entreprises par le profit qu'elles réalisent elles-mêmes, *i. e.* l'absence de financement par emprunt direct ou indirect des entreprises auprès des ménages, n'élimine cependant pas totalement la « question financière ». Celle-ci se pose sous deux formes :

- Problème financier n° 1 : un problème de trésorerie

En supposant que ce qui est vrai au niveau de l'ensemble des entreprises, à savoir l'autofinancement de la totalité de l'investissement, est également vérifié pour chaque entreprise, un problème de financement se pose néanmoins. Ce problème est lié à l'impossibilité d'assurer une synchronisation parfaite entre les entrées (recettes) et sorties (dépenses) de monnaie. Il est impossible qu'à chaque entrée d'argent corresponde au même moment un paiement équivalent à effectuer et que, inversement, à tout règlement à effectuer corresponde une rentrée de fonds de même montant. Dans un système de monnaie de crédit, ce « service de trésorerie » est assuré par le système bancaire qui redistribue par des crédits à court terme⁸⁵ les excédents de trésorerie de l'ensemble des agents aux entreprises temporairement déficitaires. Ce service de trésorerie a un coût qui n'est autre que le coût de fonctionnement du système des paiements assuré par les banques, et ce coût est couvert par un intérêt sur les avances de trésorerie consenties aux entreprises ;

- Problème financier n° 2 : un problème de solvabilité

Le second problème est lié au fait que ce qui est vrai pour l'ensemble des entreprises ne l'est pas pour chacune d'elle : certaines entreprises ne récupèrent pas sous forme de profit la totalité de leurs dépenses d'investissement. Leurs paris productifs consistant à engager aujourd'hui des dépenses en vue de profits futurs nécessairement incertains se sont révélés

⁸⁴ Le capitalisme émergent au moment de la révolution industrielle qui fut l'objet d'étude de Ricardo constitue la forme de capitalisme la plus proche de ce « capitalisme pur ». Ce « capitalisme ricardien » est constitué d'entrepreneurs individuels voués à l'accumulation du capital et de salariés encore trop pauvres pour épargner. La quasi-totalité des profits étant réinvestis et le système financier encore embryonnaire, on peut considérer que dans un tel système, l'investissement productif se confond avec les profits.

⁸⁵ Généralement sous la forme de droits de tirage (*overdraft facilities*).

en partie ratés. C'est ce risque inhérent à l'activité d'investissement que nous qualifions de « risque entrepreneurial ». On peut considérer que le risque entrepreneurial est supporté par l'ensemble des ménages, dans la mesure où, en n'obtenant par la dépense de la totalité de leurs revenus qu'une partie de la production, ils ont laissé à la disposition des entreprises les biens d'équipement nouvellement produits. Les ménages ont « financé » la totalité de l'investissement, y compris la partie qui s'est révélée infructueuse. C'est en ce sens qu'on peut dire qu'ils supportent le risque entrepreneurial. Par ailleurs, le besoin de financement des entreprises qui n'ont pas récupéré en profits la totalité de leur investissement est exactement compensé par la capacité de financement des autres entreprises dont les profits ont excédé les dépenses d'investissement. La transmission des capacités de financement des entreprises excédentaires aux entreprises déficitaires constitue la seconde fonction du système bancaire en capitalisme pur. L'intérêt sur les prêts consentis pour financer l'investissement n'est pas justifié uniquement par la nécessité de couvrir le coût de fonctionnement des départements des banques commerciales en charge de cette seconde tâche. La perte de ressources productives correspondant aux investissements infructueux de certaines entreprises a été supportée collectivement à travers la production des biens d'équipement, mais ce sont les entreprises déficitaires qui sont responsables des paris productifs manqués, et les intérêts sur les prêts qui leur sont accordés ont aussi pour objet de les inciter à la prudence et au redressement. Du côté du système bancaire, alors que la gestion du système des paiements pour le compte de l'ensemble des agents constitue une tâche quasiment administrative, l'administration de l'octroi des crédits d'investissement relève de l'expertise économique. Il s'agit d'apprécier l'aptitude des entreprises provisoirement déficitaires à redresser la barre.

ii) Un capitalisme financé aussi par les dépôts monétaires

A partir du moment où les ménages épargnent, un besoin de financement externe apparaît pour l'ensemble des entreprises dans la mesure exacte de la non dépense des ménages. Si l'on compare au système précédent, il apparaît de nouveau clairement que c'est l'épargne des ménages qui est à l'origine du besoin de financement externe (par emprunt) de l'investissement, éprouvé par les entreprises. Cependant, si les ménages épargnants ne peuvent conserver leur richesse financière accumulée que sous forme de dépôts monétaires auprès du système bancaire, la transmission de la capacité de financement des ménages aux entreprises pour le financement d'une partie de leur investissement peut encore être assurée par les banques, dans le cadre d'une relation de clientèle avec les entreprises, relation qui facilite l'appréciation de la capacité de ces dernières à assurer la charge des emprunts. A travers cette forme d'intermédiation, les banques prennent directement en charge une partie du risque entrepreneurial correspondant au risque de défaut (involontaire et/ou volontaire) sur les prêts à long terme destinés au financement de l'investissement.

Dans les deux premiers systèmes, les banques disposent de ressources gratuites qu'elles prêtent aux entreprises pour leur permettre de résoudre les problèmes de trésorerie et de financement externe de l'investissement. L'intérêt sur les prêts aux entreprises n'inclut aucune rente financière. Il ne couvre que le coût d'administration du système des dépôts et

des crédits d'une part, et le risque entrepreneurial pris en charge par les banques à travers leur financement d'une partie de l'investissement productif, d'autre part. La seconde composante du coût couvert par l'intérêt constitue en quelque sorte une prime d'assurance du risque de défaut sur les crédits d'investissement.

iii) Un capitalisme financé en plus par des titres négociables

Avec la troisième forme d'organisation du financement de l'économie réelle, on maintient la possibilité pour les entreprises de se financer par emprunt au moyen du crédit bancaire, mais on introduit la possibilité supplémentaire qu'elles se financent par émission de titres négociables.

Les titres émis par les entreprises sont de deux types : titres de créances négociables (obligations) et titres de propriété (actions), respectivement producteurs d'intérêts et de dividendes pour leurs détenteurs. Ces titres sont rendus liquides par l'existence de marchés secondaires (ou d'occasion) sur lesquels ils peuvent être vendus (liquidés) à tout moment.

L'existence de marchés secondaires étendus et bien organisés accroît la liquidité des titres au premier sens du terme. Elle réduit la première composante de l'illiquidité, c'est-à-dire le coût de transaction impliqué par la liquidation effective des titres, indépendamment du taux de conversion des titres en monnaie. Nous verrons qu'en contrepartie, l'organisation et le fonctionnement des marchés financiers contribuent fortement à accroître la seconde et principale composante de l'illiquidité des titres, à savoir le « coût de liquidation », c'est à dire le risque en capital lié aux fluctuations au jour le jour du prix des titres.

Avec l'apparition des titres négociables, le tableau change en effet du tout au tout :

- Il apparaît un risque purement financier, lié à l'extrême volatilité des cours boursiers, risque tout à fait distinct du risque entrepreneurial associé à l'investissement productif ;
- Emerge une nouvelle forme d'activité : la spéculation financière. C'est l'activité qui consiste à deviner avant les autres l'état d'esprit de la moyenne des intervenants sur les marchés financiers, plutôt que de tenter de percer le mystère qui entoure les déterminants de la rentabilité de l'investissement productif. L'activité spéculative, comme on le sait (Keynes, 1936), est dominée par les comportements mimétiques et le poids excessif accordé aux seules informations disponibles et aux résultats les plus récents ;
- L'intervention des banques se développe sur les marchés financiers, en particulier pour effectuer des opérations pour leur propre compte. En se transformant en banques universelles et en s'internationalisant, les banques prennent de plus en plus de distance par rapport au financement de la production réelle, contribuant ainsi à la volatilité des titres et aggravant la fragilité du système bancaire dans son ensemble (alimentant les risques dits « systémiques ») ;
- La logique financière pénètre au cœur des entreprises avec la reprise en main des unités de production et d'investissement par divers types d'intermédiaires financiers représentant les intérêts des actionnaires.

iv) *Quel est le risque inhérent au financement du capital productif ? Et quel est le risque dont on devrait pouvoir se passer ?*

Il n'est pas contestable qu'immobiliser du pouvoir d'achat dans un capital productif présente un risque : celui que les paris qui ont présidé à cette immobilisation soient déjoués. Ce risque entrepreneurial (ou marchand), inhérent à l'investissement productif, est la probabilité de perte de tout ou partie de l'argent dépensé en capital productif (risque de faillite ou de dévalorisation sensible de l'actif productif). Mais ce risque ne justifie certainement pas l'intégralité de la rente financière. Celle-ci peut en pratique s'établir à des niveaux bien plus élevés⁸⁶.

Du côté des prêteurs détenteurs de titres de créances négociables, leur réticence à se séparer de liquidités pour les prêter à plus ou moins long terme aux entreprises peut aller bien au-delà d'une appréciation justifiée du risque entrepreneurial. Le taux d'intérêt peut en effet contenir une part de prime de risque correspondant à un risque plus fantasmée que réel. En même temps que joue cette réticence non justifiée des prêteurs (qui tourne à leur avantage), la masse des liquidités disponibles peut très bien, à certaines époques (ce fut le cas dans les années 80-95), se trouver insuffisante pour empêcher que la concurrence entre les emprunteurs fasse s'envoler le taux d'intérêt. La rareté de la liquidité (qu'elle soit due à une politique monétaire restrictive ou à un rationnement du crédit), alliée aux propres frayeurs des prêteurs sont les principaux déterminants de l'écart entre le niveau effectif du taux d'intérêt et le risque entrepreneurial (à côté du coût d'administration des prêts et des marges des banques).

Du côté des actionnaires, on devrait considérer que le risque qu'ils prennent, et la prime de risque qui est censée le couvrir, sont les mêmes que pour les prêteurs (*modulo* la priorité donnée aux prêteurs en cas de liquidation). Car le seul risque qu'ils encourent vraiment est celui de perdre leur argent à cause d'une faillite ou d'une dévalorisation des actifs immobilisés, pour cause de projets d'investissement productifs infructueux⁸⁷.

Dans la théorie financière moderne, ce n'est cependant pas la couverture de ce risque entrepreneurial que les actionnaires sont censés faire supporter aux entreprises comme le coût de leurs apports liquides, mais les désagréments liés aux fluctuations du cours boursier de leurs actions. Le rendement exigible à l'équilibre du marché des actions d'une entreprise (qui est à peu de choses près le ratio entre le dividende annuel et le cours du titre⁸⁸) est la rémunération que les actionnaires sont en mesure de faire payer aux entreprises, en compensation de leur réticence à détenir leurs actions plutôt qu'un actif sans risque (de perte en capital). Le risque dont ils se font défrayer n'est donc pas autre chose que la volatilité des cours boursiers (mesurée par leur variance), laquelle introduit de l'insécurité sur le prix auquel ils parviendront à revendre leurs actions au moment où ils le désireront. Ce que la doctrine financière présente comme le coût des fonds propres, et qui correspond effectivement

⁸⁶ Elle ne constitue d'ailleurs une rente que dans la mesure où elle excède cette couverture légitime et nécessaire du risque marchand.

⁸⁷ En cas de faillite, la perte des actionnaires est d'ailleurs limitée à leurs apports en fonds propres, et ce, quelle que soit l'ampleur des pertes accumulées par l'entreprise. C'est précisément ce que signifie la clause de « responsabilité limitée » dans la société à responsabilité limitée.

⁸⁸ Pour une entreprise dont la croissance anticipée serait nulle. Voir l'exemple traité au chapitre 2, dans l'encadré de la section 2.3.

au rendement des actions achetées sur le marché secondaire, rémunère donc le risque du marché des actions (sa volatilité), lequel va bien au-delà de la couverture du risque de l'entreprise capitaliste. Si l'on y regarde de plus près, ce risque du marché des actions provient lui-même de l'organisation d'un marché secondaire des actions destiné à assurer aux détenteurs d'action la liquidité de leurs placements (au premier sens du terme)⁸⁹. Les fluctuations de cours qui s'y manifestent sont liées aux engouements et aux déceptions qui rythment ces marchés, au carrefour des frayeurs et des sur-réactions des opérateurs qui les animent, chaque fois qu'une nouvelle information vient renouveler leur élan ou doucher leur enthousiasme. C'est donc le prix de leur agitation morale et de leur fébrilité que les actionnaires parviennent à faire payer aux entreprises, à travers le dividende par action.

Le risque dont on devrait pouvoir se passer est donc le risque lié aux fluctuations des marchés secondaires.

Pour résumer les développements qui précèdent, on présente à l'aide du tableau 3.2. un récapitulatif des facteurs qui déterminent la rente financière, sous ses différentes formes : intérêts des crédits bancaires, intérêt des titres obligataire, rendement des actions.

Tableau 3.2. Composantes et facteurs explicatifs de la rente financière	
Taux d'intérêt des crédits bancaires	
Coût des ressources liquides pour les banques	Rémunération des ressources (dépôts, livrets, obligations)
	Coût du refinancement auprès de la banque centrale (déterminé par la politique monétaire)
Coûts d'intermédiation	Coût d'administration des dépôts monétaires, des comptes sur livret, des émissions obligataires ; et coût d'administration des crédits offerts à partir de ces différentes ressources.
Risque de défaut	Prise en charge du risque de défaut sur les crédits (lié au risque entrepreneurial, modulé par la priorité donnée aux prêteurs sur les actionnaires en cas de liquidation)
Marge de profit	Taux de marge appliqué aux coûts précédents. Le taux de marge est limité par la concurrence entre les établissements bancaires, et par la concurrence avec les formules de placement direct (financement des entreprises par emprunts obligataire ou par émissions d'action)
Taux d'intérêts des obligations émises par les entreprises	
Risque de défaut	Compensation du risque de défaut sur les prêts obligataires (risque entrepreneurial, modulé par la priorité donnée aux prêteurs sur les actionnaires en cas de liquidation)
Coût d'incommodité des prêts (<u>illiquidité au sens 1</u>)	Pour que les prêteurs soient incités à abandonner des formes de placement liquides, en faveur de la détention d'obligations, le taux d'intérêt doit au moins compenser à leurs yeux les commodités auxquels ils renoncent en quittant les dépôts ou les livrets bancaires (lesquels sont transformables sans coût et sans délai en moyens de paiement).
Risque de perte en capital	Pour que les prêteurs soient incités à abandonner des formes de placement liquides, en faveur de la détention d'obligations, le taux d'intérêt doit également

⁸⁹ L'existence d'un marché secondaire vaste et bien organisé diminue la première composante de l'illiquidité (le coût de transaction), mais contribue en contrepartie à accroître fortement la seconde composante (le coût de liquidation ou risque en capital) en accroissant la volatilité du prix des titres.

(illiquidité au sens 2)	compenser à leurs yeux le risque qu'ils prennent concernant la valeur de revente de leur placement, en raison des fluctuations du cours de Bourse (les obligations sont des prêts cotés sur des marchés d'occasion).
Rendement des actions	
Rémunération des obligations les moins risquées	Pour que les prêteurs soient incités à détenir des actions d'entreprise, il faut que le dividende rapporté à la valeur de l'action ⁹⁰ soit au moins aussi élevé que le taux d'intérêt des obligations les moins risquées (les titres de dettes publiques, en temps « normal »). Mais c'est loin d'être suffisant...
Risque spécifique au marché des actions	Au-delà du rendement des titres les moins risqués, le dividende rapporté à la valeur de l'action doit compenser le risque de perte de valeur en cas de revente. Ce risque est lié à la fluctuation des cours boursiers. Or ces fluctuations sont plus importantes, en règle générale, pour les actions que pour les obligations. Par rapport à ce risque moyen du marché des actions, chaque firme présente un écart, lequel explique que le ratio dividende sur valeur de l'action (à l'équilibre du marché de chaque titre) ne soit pas le même pour toutes les entreprises.

La rente financière est constituée du flux net de revenus financiers distribués par les entreprises aux autres agents, plus précisément aux ménages et aux intermédiaires financiers. La totalité de la rente financière ne peut cependant être considérée comme constituant un surcoût du capital au sens de coût évitable. Il existe en effet un coût inévitable de la mise à disposition des entreprises du pouvoir d'achat leur permettant d'acquérir les biens d'équipement qui sont les moyens de produire à des coûts sans cesse décroissants des biens continûment améliorés. Les deux coûts financiers inévitables correspondent au risque entrepreneurial d'une part, et au coût de fonctionnement du système bancaire de l'autre. Cette distinction ne signifie pas que le risque entrepreneurial est couru en totalité par les ménages qui prêtent directement aux entreprises en détenant des actions et des obligations émises par celles-ci. Une part du risque entrepreneurial est également assumée par le système bancaire, essentiellement à travers les crédits d'investissement accordés aux entreprises. Le surcoût du capital se définit finalement comme la différence entre la rente financière d'une part, et la somme du coût de couverture du risque entrepreneurial et du coût de fonctionnement du système bancaire de l'autre.

3.3. Le surcoût du capital : une tentative d'évaluation

Au bout du compte, on propose de retenir comme définition du « vrai » coût du capital – on dira aussi, coût réel – le coût de production des actifs productifs. Le surcoût du capital est alors constitué de l'ensemble des revenus financiers distribués (en net) par les entreprises aux autres agents économiques, moins le coût de couverture du risque entrepreneurial et moins le coût de transformation de l'épargne liquide en prêts. Le but de la dernière partie de l'étude est de tenter de donner un ordre de grandeur de ce surcoût, relativement au coût réel du capital.

Il n'existe pas, à notre connaissance, jusqu'à aujourd'hui, de travaux ayant eu explicitement et directement pour objectif de proposer une mesure du surcoût du capital, relativement à son « vrai » coût, ni (*a fortiori*) de travaux ayant appliqué cette mesure à une économie particulière, pour tenter de fournir des ordres de grandeur de ce surcoût relatif. Il existe par contre un certain nombre de travaux connexes qui « tournent autour » de cette idée, tout en

⁹⁰ En prenant le cas le plus simple d'une entreprise qui n'offre pas de perspective de croissance.

poursuivant d'autres objectifs. Il y en a en pratique de deux sortes : les études qui essaient par différentes méthodes de mesurer la rentabilité du capital et son évolution, d'une part, et les études qui essaient de mesurer le poids de la rente financière dans une économie nationale donnée, d'autre part.

3.3.1. La rentabilité du capital n'est pas la mesure du surcoût du capital

La première veine de ces études produit des indicateurs du type de ceux que nous avons mobilisés au chapitre 2. On peut s'intéresser, par exemple, comme nous l'avons fait (à la suite de beaucoup d'autres) à l'évolution de la rentabilité économique, en proposant comme mesure : l'excédent net d'exploitation rapporté aux actifs fixes (ENE/AF). Ce faisant, on produit une mesure qui n'a pas l'air très éloignée de l'idée de surcoût du capital, que l'on cherche à cerner ici. En effet, au numérateur, on saisit, à travers l'ENE, le profit qui reste, une fois déduit l'amortissement du capital. Cela fait apparaître, assez directement, le profit qui excède le « vrai » coût du capital (l'amortissement). On pourrait donc tenir l'ENE pour le surcoût (en flux) du capital, dans le sens où le prix de vente des produits intègre une marge qui va au-delà de la nécessité d'amortir le capital, ceci sans même poser la question de ses trois destinations possibles : autofinancement de l'investissement net, paiement des intérêts aux prêteurs et distribution des dividendes aux actionnaires. Et pour faire « bonne mesure », on rapporte ce surcoût – ou ce surplus – à quelque chose, qui est en l'occurrence la somme des capitaux immobilisés pour récolter ce surplus. Pour mémoire, on obtient ce faisant des ordres de grandeur, pour la France, situés entre 6 et 8 %, suivant les années (entre 1996 et 2010)⁹¹.

Si la rentabilité du capital était bien la mesure du surcoût du capital, on pourrait retenir ces ordres de grandeur. Cependant, bien que l'on ne semble pas très éloigné de ce que l'on veut mesurer, on s'en tient pourtant assez à l'écart, pour trois raisons. Détailler ces raisons aide à faire comprendre vers où il faut se tourner pour construire une mesure correcte du surcoût du capital, et cela permet de comprendre pourquoi le résultat de la mesure fournira des ordres de grandeur bien différents :

- i) Il ne faut pas prendre l'intégralité de l'ENE comme indicateur du surcoût du capital (en flux), parce qu'une partie de l'ENE est conservée dans l'entreprise pour autofinancer l'investissement net. Cette partie sert à acheter du capital productif : elle correspond donc à une dépense en rapport avec le coût de production du capital. Le surplus réellement dégagé, au-delà des nécessités de couvrir l'amortissement du capital et de financer en interne (pour une part) l'extension du capital productif, est la somme d'argent qui est distribuée aux prêteurs et aux actionnaires. Il vaut donc mieux prendre les revenus de la propriété distribués nets – intérêts et dividendes versés moins intérêts et dividendes reçus – comme approximation du surcoût en flux ;
- ii) On ne doit toutefois pas retenir l'intégralité de ces revenus de la propriété distribués comme étant la trace d'un gain pur pour les actionnaires et les prêteurs... un gain qui représenterait la rente inutile venant alourdir le « vrai » coup du capital. Une partie de ces

⁹¹ Se reporter au chapitre 2 pour plus de détails.

revenus est en effet destinée à couvrir le risque entrepreneurial pris par les prêteurs et les actionnaires. On doit donc déduire ce risque du coût superflu ;

- iii) Mais surtout, cela n'aurait pas de sens de rapporter ce surcoût (un flux) au stock de capital fixe. Cette opération est tout à fait adaptée lorsque l'on veut saisir quelque chose comme la rentabilité du capital, mais elle serait totalement trompeuse pour l'objectif poursuivi ici. Car le surcoût du capital n'est pas le revers – même un peu corrigé des remarques i) et ii) – de la rentabilité du capital.

Celui qui place son argent dans une entreprise, que ce soit sous forme d'obligations ou d'actions, a raison d'évaluer *l'efficacité* de son placement en rapportant le flux de revenus annuels que lui rapporte ce placement (en intérêts ou en dividendes) au stock d'argent (au capital) qu'il a engagé dans l'entreprise. En rapportant la fin qu'il poursuit au total des moyens *mis en œuvres* (lesquels ne sont pas perdus dans l'opération) pour ce faire, *l'efficacité* ainsi calculée lui permet de procéder à des comparaisons (avec d'autres placements, avec son aversion pour le risque...). Cette mesure *d'efficacité* ne représente cependant pas une mesure de son *gain*. Pour avoir une idée de son gain, il doit comparer le flux de revenus que lui rapporte son placement – c'est bien le même numérateur – à ce qu'il lui en coûte d'immobiliser ce capital pendant un an dans l'entreprise (soit : le coût en intérêts annuel de l'emprunt qui lui a permis de se procurer ce capital, ou sa réticence à faire des placements illiquides, ou le coût d'opportunité annuel de ce placement, etc.)⁹². Il doit donc faire un ratio entre deux flux : celui de ses gains et celui de ses coûts⁹³.

Si l'on veut traiter les choses par symétrie, du point de vue de l'entreprise, le gain de l'apporteur de capitaux devient son surcoût, et cela doit être comparé au coût réel du capital productif. Or, le stock de capital fixe installé (bien qu'il ait fallu payer les biens d'investissement qui le composent « à leur coût ») ne représente pas ce vrai coût du capital. Seule la partie du stock de capital qui est détruite ou perd de la valeur par usure ou par obsolescence (et qui nécessite une dépense pour reconstituer les capacités de production à l'identique) constitue un coût. Si l'on veut donner la mesure relative du surcoût du capital, en le rapportant à son « vrai coût », ce n'est donc pas le stock de capital productif qu'il faut prendre en référence (à l'instar de ce qui est fait quand on calcul un gain, au lieu d'une rentabilité), mais *la consommation de capital fixe*, laquelle représente l'effort qui doit être fait par les parties prenantes de l'entreprise pour maintenir en l'état sa capacité productive (*i. e.* ce qu'il leur en coûte, au sens propre, de continuer à disposer des mêmes moyens de production, en quantité comme en qualité, au cours du temps).

La mesure d'un gain, ou d'un surcoût, doit donc être traduite par une sorte de *facteur de marge*, plutôt qu'un ratio de rentabilité.

⁹² Il ne nous importe pas ici de trancher entre ces différentes possibilités, qui peuvent d'ailleurs être pour partie complémentaires.

⁹³ Un loueur d'appartement doit (suivant ce que l'on dit ici) rapporter ses loyers annuels perçus (mettons 20 000 €) moins ses intérêts d'emprunts (mettons 8000 €) moins ses dépenses d'entretien (mettons 4 000 €), soit 8 000 € (son gain net), à ses coûts (12 000 €), pour connaître son ratio de gain. Soit, dans cet exemple : $8\,000/12\,000 = 66\%$.

3.3.2. Le poids de la rente dans l'économie n'est non plus la mesure du surcoût du capital

La deuxième veine de travaux qui « tourne autour » de l'idée de surcoût du capital regroupe les tentatives (peu nombreuses) faites pour évaluer le poids de la rente financière dans l'ensemble de l'économie – généralement au sein d'un espace national donné.

Les travaux les plus complets et les plus connus, dans cette veine, sont ceux de Power, Epstein et Abrena (2003), de Epstein et Jayadev (2005), et de Jayadev et Epstein (2007). Ces travaux ont été récemment critiqués par Dünhaupt (2010) qui propose une méthode plus systématique et plus cohérente pour recenser et mesurer le poids de la rente dans l'économie, à partir du cadre de la Comptabilité nationale. On peut prendre appui sur cette étude très soignée et rigoureuse, qui se fixe pour objectif une comparaison entre l'Allemagne et les Etats-Unis, pour donner une idée de ce qu'il en est pour la France. Ce faisant, on fait également apparaître, au-delà de la l'intérêt intrinsèque de fournir un ordre de grandeur du poids global de la rente en France, que ce n'est pas non plus ce que l'on cherche à mesurer lorsque l'on veut cerner le surcoût du capital, ceci pour des raisons que l'on a déjà explicitées ci-dessus, mais que l'on peut formuler d'une autre manière à partir de la méthode proposée par Dünhaupt, pour mieux comprendre encore de quoi il s'agit.

Dans les études faites par Epstein et ses collègues, la rente annuelle est définie – et calculée –, en s'inspirant de Kalecki (1990), comme l'addition de deux éléments : les profits réalisés par les institutions financières, et les intérêts perçus par l'ensemble des agents non financiers résidents (hors administrations publiques). Le poids de la rente (ou la part de la rente) dans l'ensemble de l'économie est alors calculé en rapportant ce qui précède au PIB, hors dépenses publiques⁹⁴. Les dernières évaluations effectuées par Jayadev et Epstein (2007) portent sur 14 pays de l'OCDE, entre les années 1960 et 1990. Le tableau 3.3. présente les résultats obtenus pour une sélection de six pays.

Tableau 3.3. Part des revenus rentiers dans le PIB (hors dépenses publiques)					
Pays	Années disponibles	60-69	70-79	80-89	90-99
France	71-96	—	- 0,4 %	5,6 %	14,3 %
Allemagne	78-93	—	3,1 %	6,6 %	6,9 %
Royaume-Uni	71-97	—	- 4,2 %	4,9 %	8,6 %
Italie	78-96	—	0,4 %	4,2 %	9,6 %
Japon	71-96	—	- 0,6 %	8,1 %	8,7 %
Etats-Unis	61-96	3,6 %	1,8 %	9,7 %	10,2 %

Source : Jayadev & Epstein (2007)

Même si la méthode peut-être contestée, comme on va le voir de suite, les évolutions observées doivent tout de même être prises au sérieux, ainsi que leur amplitude. Un mauvais

⁹⁴ Les auteurs justifient ce dernier point en disant qu'ils ont exclu les revenus de l'Etat de la rente, au numérateur du ratio ; il ne serait donc pas correct, selon eux, de retenir un PIB contenant la production de l'Etat au dénominateur.

instrument de mesure inverse rarement une tendance – il nous trompe plutôt sur les niveaux absolus –, et le fait que les tendances observées concernent l'ensemble des pays étudiés, indique que si l'instrument se trompe... c'est de manière fiable. On ne peut donc s'empêcher de souligner que le poids de la rente a considérablement augmenté dans les principaux pays de l'OCDE depuis les années 60. Le tournant est bien en phase avec le mouvement de globalisation économique et de libéralisation financière initié dans la décennie 80. Relativement à la fin des Trente glorieuses, on peut dire que nous avons changé d'époque. En parlant comme Keynes (1936), il ne serait pas exagéré de conclure que le programme « d'euthanasie du rentier », qu'il préconisait pour redresser le capitalisme, avait été mené à bonne fin, du moins si l'on en juge par la disparition quasi-totale de la rente dans le revenu global, à la fin des années 70. Depuis lors, l'Hydre est bien renaît de ses cendres.

Dünhaupt (2010) adresse trois critiques principales aux évaluations de Epstein *et alii* (en dehors des points techniques) :

- i) Rien ne justifie que les dividendes distribués soient tenus à l'écart de l'évaluation de la rente globale ;
- ii) Sortir la production de l'Etat du périmètre du PIB est curieux, lorsque l'on veut prendre comme base de comparaison la richesse nationale ;
- iii) La part de la rente n'est pas resituée dans un tableau d'ensemble faisant apparaître les grandes catégories de revenus primaires comme une partition du revenu national (*i. e.* dont la somme fait 100 %), ce qui ne garantit pas la cohérence d'ensemble de l'analyse et ne permet pas de dire au détriment de quelle autre part la rente a prospéré.

Pour reprendre l'enquête sur des bases plus systématiques et cohérentes, Dünhaupt propose une décomposition du revenu national net en cinq grandes composantes qui représentent les cinq grands types de revenus que l'on rencontre dans une économie capitaliste développée : les salaires (y compris les cotisations sociales), les revenus des rentiers (intérêts et dividendes, principalement), la part de l'Etat avant redistribution⁹⁵, les revenus mixtes des ménages et les profits retenus par les entreprises. Techniquement, elle reconstitue ce partage du revenu national net en retraçant le compte d'affectation des revenus primaires de la Comptabilité nationale. En partant de l'excédent net d'exploitation (y compris revenus mixtes) de chaque secteur institutionnel, elle ajoute ou retranche les impôts et subventions (payés ou perçus), les différents revenus de la propriété payés et perçus, pour obtenir en solde le revenu primaire net de chaque secteur institutionnel. Pour les ménages, il faut ajouter à cela les salaires perçus. La décomposition du revenu national net fait apparaître au bout du compte la partition suivante :

⁹⁵ Il s'agit des impôts prélevés à la production (principalement la TVA) moins les subventions versées par les pouvoirs publics. Cela ne comprend donc pas les impôts sur les revenus, ni plus généralement l'ensemble des prélèvements et transferts qui ressortissent de la redistribution... étant donné que l'on se situe ici dans la perspective de la formation des revenus primaires.

Tableau 3.4. Principe de la décomposition du revenu national suivant les 5 grandes catégories économiques de revenu		
Secteur institutionnel	Solde de la comptabilité nationale (mesure)	Nature du revenu (sens économique)
Sociétés financières et non financières	Revenu primaire net	Profits retenus
Etat (Administrations publiques)	Revenu primaire net	Prélèvements nets sur la production
Ménages	ENE + Revenus mixtes	Revenus de l'entreprise individuelle
	Rémunération des salariés	Salaires
	Revenus de la propriété reçus (nets)	Rentes
Total	Revenu national net	Revenu national net

Le tableau A1, fourni en annexe A, présente dans le détail les calculs effectués par Dünhaupt pour l'Allemagne, pour arriver à cette décomposition, en prenant l'exemple de l'année 2007. On a procédé au même calcul pour la France, sur l'année 2011 (annexe B). On reprend dans le tableau 3.5. ci-dessous uniquement les résultats de ces calculs.

Tableau 3.5. Décomposition du revenu national primaire net (Mds €)		
Nature du revenu (sens économique)	Allemagne (2007)	France (2011)
Profits retenus (SNF & SF)	118,9 (5,6 %)	84,4 (4,7 %)
Prélèvements nets sur la production	225,3 (10,7 %)	255,3 (14,4 %)
Revenus de l'entreprise individuelle	218,8 (10,4 %)	235,3 (13,3 %)
Salaires	1183,5 (56,2 %)	1077,6 (60,8 %)
Rentes	358,8 (17 %)	128,5 (7,2 %)
Revenu national net	2105,4	1771,1
Source : pour l'Allemagne, Dünhaupt (2010) ; pour la France, calculs par nos soins. NB : les grandeurs sont nettes de la consommation de capital fixe. Pour la France, on a pris les chiffres de la CCF de 2010, ceux de 2011 n'étant pas disponibles.		

En procédant ainsi, la rente apparaît très simplement comme les revenus nets de la propriété des ménages. La justification fournie par Dünhaupt (2010, p. 19) est elle-même très simple, et parfaitement recevable : c'est à cet endroit qu'il faut aller saisir la rente parce que « c'est au secteur des ménages que l'argent aboutit ultimement ». On pourrait certes se demander s'il ne

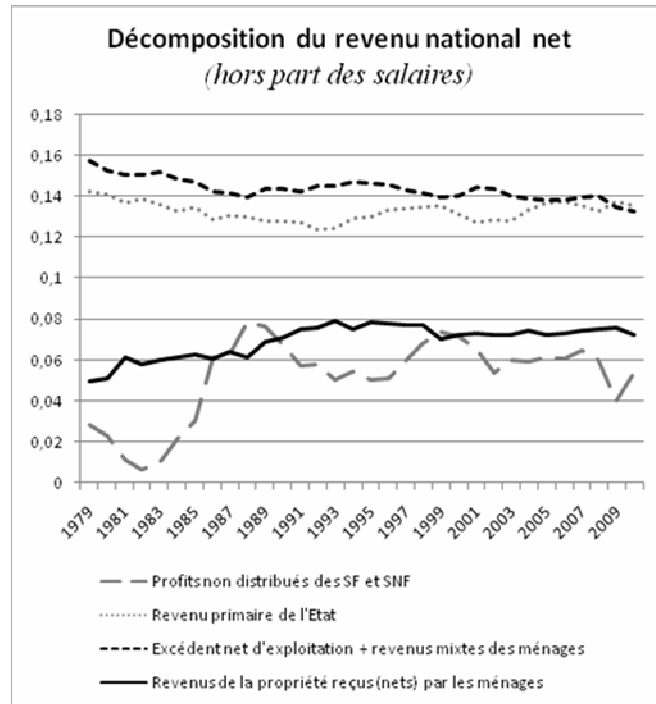
faudrait pas ajouter, à ces revenus distribués de la propriété, les profits retenus par les entreprises (y compris et surtout ceux des institutions financières)⁹⁶. En effet, ces profits retenus sont des revenus de la propriété que les ménages épargnants gagnent effectivement, mais qu'ils épargnent directement, avant même de se les distribuer, en les « laissant » en fonds propres dans les firmes dont ils sont actionnaires ou associés. C'est sans doute le choix que ferait un auteur marxiste. L'agrégation des rentes et des profits retenus (1^{ère} et 5^e lignes du tableau 3.5.) donnerait en effet une idée de la *plus-value* totale dans l'économie, traduisant ainsi le degré d'*exploitation*. Ce n'est pas ce que retient une auteure keynésienne comme Dünhaupt. Dans la mesure où les profits retenus servent à autofinancer l'investissement, même s'ils constituent une modalité de l'appropriation privée du capital productif, ils ne constituent pas une rente, puisqu'ils sont dépensés dans l'entretien et l'amélioration de l'appareil productif. Si l'objectif est de cerner la rente – et non l'exploitation –, c'est donc la bonne manière de procéder.

La rente globale, ainsi calculée, a considérablement augmenté en Allemagne depuis les années 80. La rupture se situe au tournant des années 90. Alors qu'elle représentait environ 11 % du revenu national net jusqu'en 1990, elle s'est mise à augmenter de manière continue jusqu'en 2007 (derniers chiffres produits par Dünhaupt) pour atteindre presque 18 % au début de la crise. Cette montée en flèche s'est faite au détriment de la part des salaires, qui baisse de 65 à 56 % durant la même période, une chute spectaculaire qui s'explique par la politique de désinflation compétitive menée par l'Allemagne depuis la mise en place de l'euro. Sans ce tournant majeur dans le partage des revenus intervenu en Allemagne, la différence entre l'Allemagne et la France, concernant la rente (environ 10 points) serait bien moindre. Elle s'expliquerait aisément par le fait que les régimes de retraites en Allemagne sont davantage assis sur la capitalisation – une partie des revenus de la propriété peut ainsi être considérée comme des prestations sociales retraites –, et par la portion plus faible des prélèvements étatiques réalisés sur la production.

Les mêmes calculs appliqués à la France montrent que la rente globale a significativement augmenté dans les années 80, mais sans atteindre les niveaux spectaculaires atteints en Allemagne. Comme l'indique le graphique 3.1., sa part dans le revenu national net n'a jamais dépassé 8 %.

⁹⁶ Epstein et ses collègues retiennent la totalité des profits réalisés par les institutions financières (retenus et distribués) dans leur calcul de la rente, contrairement aux profits des sociétés non financières (non pris en compte, qu'ils soient retenus ou distribués).

Graphique 3.1.



Source. INSEE, Comptabilité nationale. Calculs et présentation par nos soins

Cette mesure du poids de la rente dans le total des revenus primaires, bien qu'intéressante et correctement calibrée pour ce qu'elle vise, ne peut cependant pas fournir une idée correcte du surcoût du capital que nous cherchons pour notre part à évaluer. Bien que les revenus nets de la propriété des ménages représentent de toute évidence l'essentiel du flux monétaire qui constitue le surcoût du capital, il n'est pas pertinent (pour notre objet) de rapporter ce flux à l'ensemble du revenu national, pour deux raisons principalement :

- La première a trait au « point d'application » du surcoût. Si la perspective qui nous intéresse est celle d'évaluer un « coût » ou un « surcoût », il faut référer ce coût ou ce surcoût à l'agent sur lequel il « pèse », et au niveau duquel il est susceptible de produire des effets (au niveau de la décision d'investir et de la politique de marge, comme on l'a vu au chapitre 2). Ce n'est pas la société tout entière qui supporte en première instance ce coût, ce sont au premier chef les sociétés non financières, lesquelles représentent le foyer de la production marchande dans une économie capitaliste⁹⁷. Suivant cela, si l'on rapportait la rente à la valeur ajoutée nette des sociétés financières (au lieu du revenu national net), on obtiendrait pour l'année 2011, en reprenant les données du tableau précédent, une proportion de 15 %, soit plus du double ;
- Mais même ce calcul serait loin du compte, pour cette deuxième raison : le surcoût du capital n'a pas à être rapporté à la valeur ajoutée produite (sauf à vouloir tout rapporter à

⁹⁷ On ne conteste pas que le coût du capital supporté par les entreprises a des répercussions sur l'ensemble de l'économie (le chapitre 2 l'a rappelé), et qu'en définitive, c'est toute la société qui en subit les conséquences. Mais précisément, ces répercussions coûteuses, en seconde instance, sont générées à due proportion de l'importance du coût qui pèse en première instance sur les entreprises. C'est donc l'importance de ce coût qu'il faut évaluer.

la valeur ajoutée). Ce que l'on veut, c'est comparer ce surcoût au « vrai » coût du capital, pour donner une idée du surpoids qui s'exerce à cet endroit, sans nécessité particulière. Pour mesurer le surcoût du capital il faut donc *grosso modo* procéder à une mise en rapport de la rente et de la consommation de capital fixe. Toujours en reprenant les chiffres du tableau 3.5., on obtiendrait en première approximation un surcoût du capital égal à 84 % de son « vrai » coût⁹⁸. Présenté ainsi, cela produit certainement un autre effet...

Il nous faut cependant faire mieux, pour finir, que donner une évaluation *grosso modo*. L'ensemble des développements précédents nous ont permis de nous faire une idée plus exacte de ce qui doit être considéré comme le surcoût du capital (en flux), relativement à son coût (en flux). On propose de faire converger ces analyses dans la construction d'un indicateur relativement simple, dont on pourra suivre l'évolution depuis les années 80. Les ordres de grandeur obtenus atténuent (un peu), l'approximation qui vient d'être donnée.

3.3.3. Une mesure du surcoût relatif du capital

En repartant de la conclusion de la section 3.2.3., on retient comme définition du « vrai » coût du capital le coût d'acquisition des biens capitaux. On définit le surcoût, quant à lui, comme les revenus de la propriété versés par les sociétés non financières à d'autres agents économiques qu'elles-mêmes, moins le risque entrepreneurial, et moins le coût de transformation de l'épargne liquide en prêts (le coût d'administration des dépôts et du crédit). L'indicateur de surcoût proposé est finalement le ratio entre le surcoût et le vrai coût. Pour fixer les idées, les éléments de la définition du surcoût du capital sont reportés dans le tableau 3.6. En vis-à-vis des composantes du coût et du surcoût est présenté le choix des instruments statistiques retenus pour en fournir une mesure.

	Définition	Mesure	
1	Coût de production du capital productif	FBCF ou CCF des sociétés non financières	A
2	Risque entrepreneurial	Taux d'intérêt réel moyen des crédits accordés aux entreprises (toutes échéances et tous montants confondus) sur la décennie 2003-2012, appliqué au stock de capital fixe (reconstitué) des SNF	B
3	Coût de transformation de l'épargne liquide en prêts		
4	Revenus de la propriété versés aux autres agents que les entreprises	Intérêts et dividendes nets distribués par les sociétés non financières	C
5	Vrai coût du capital = 1	Vrai coût du capital = A	D
6	Surcoût du capital = 4 – (2+3)	Surcoût du capital = C – B	E
Indicateur de surcoût relatif du capital = 6 ÷ 4		Indicateur de surcoût relatif du capital = D ÷ E	

⁹⁸ En divisant les rentes de l'année 2011 (128,5 milliards d'euros) par les consommations de capital fixe des SNF de l'année 2010 (153,1 milliards), les chiffres de la CCF n'étant pas encore disponibles pour l'année 2011.

Le vrai coût du capital

Pour mesurer le coût de production du capital, on pourrait hésiter entre la FBCF et la CCF des sociétés non financières. Le plus simple, le plus rustique et le moins sujet à distorsions méthodologiques est la FBCF. Celle-ci représente l'effort (le coût) qui doit être fait annuellement, en termes d'achats de biens capitaux, pour que les entreprises puissent continuer à fonctionner et à se développer. C'est le socle du coût du capital. On peut cependant vouloir affiner, en faisant remarquer qu'une partie de la FBCF sert à l'amortissement (la CCF) et l'autre partie à l'accumulation nette. Or, cette dernière composante ne représente sans doute pas un coût. Dans la mesure où elle traduit précisément l'augmentation nette du stock de capital productif, elle exprime au contraire un enrichissement concret, matérialisé par l'augmentation des biens immobiliers, des machines, des brevets, etc. Le véritable coût annuel du capital serait donc la CCF. Ce choix est sans doute plus pertinent en termes économiques que la FBCF, mais son évaluation est suspendue à des hypothèses méthodologiques fortes et à des difficultés de collecte de données⁹⁹. Le mieux est donc de ne pas choisir, en fournissant les deux mesures, connaissant leurs avantages et leurs inconvénients.

Le risque entrepreneurial et le coût d'intermédiation bancaire

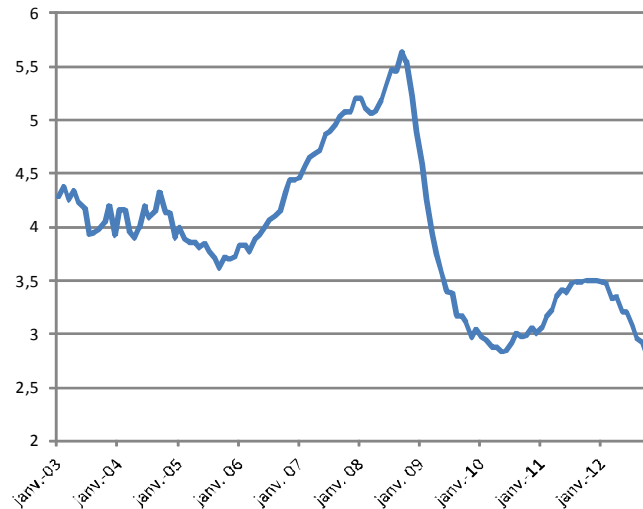
Pour évaluer le risque entrepreneurial – ou le coût d'assurance de ce risque pour les épargnants, qu'ils soient prêteurs ou actionnaires – ainsi que le coût d'intermédiation bancaire, on s'en remet au taux d'intérêt moyen des crédits accordés aux entreprises, toutes échéances et tous termes confondus, par les établissements bancaires et les autres institutions financières. On suppose en effet que les taux d'intérêt proposés par les institutions financières sur leurs prêts ou leurs avances aux entreprises couvrent au moins les deux coûts en question : ils contiennent *a minima* la prime d'assurance du risque de défaut de paiement qu'encourent les banques, et ils couvrent les coûts d'administration des dépôts et des crédits. Pour ne pas sous-estimer ces deux coûts, on prend pour référence le taux d'intérêt moyen de la période (2003-12). Pour ne pas le surestimer, on ne prend pas en compte les données des années 2007 et 2008, durant lesquelles les taux d'intérêt se sont fortement tendus en raison de la crise financière. Le graphique 3.2. retrace l'évolution de ce taux d'intérêt moyen (nominal) sur la décennie passée¹⁰⁰.

⁹⁹ Voir la note méthodologique de l'Insee, référencée Insee (M), en bibliographie.

¹⁰⁰ Des taux d'intérêt bancaires historiquement aussi bas, sur les avances de trésorerie, résultent de la conjonction de trois facteurs : des taux de refinancement auprès de la BCE voisins de zéro ; la baisse spectaculaire, depuis deux ans, des rendements des titres publics réputés les moins risqués, et la sélectivité accrue des banques dans leur offre de crédit.

Graphique 3.2.

Taux d'intérêt (nominal) des crédits aux entreprises (2003-12), en %



Série : taux d'intérêt annuels des crédits nouveaux aux entreprises, accordés par les établissements de crédit et les autres institutions financières, toutes maturités et tous montants confondus.

Source : Banque de France, *Stat Info*, 4 octobre 2012.

La moyenne des taux d'intérêt mensuels nominaux calculée sur la décennie 2003-12 est en rythme annuel de 3,91 %. En retranchant aux taux d'intérêts nominaux de chaque mois (exprimés en rythme annuel) le taux de croissance des prix à la consommation sur les douze mois précédents, on obtient un taux d'intérêt réel moyen des crédits aux entreprises, sur la même période. Celui-ci est de 2,3 %. En écartant les années 2007 et 2008, ce taux réel tombe à 2,1 %. On retiendra finalement, pour simplifier, un taux d'intérêt réel de 2 %.

On applique en conséquence pour chaque année ce même taux d'intérêt réel moyen au stock de capital fixe que nous avons reconstitué à partir de la FBCF (cumulée sur 12 périodes), pour obtenir une première approximation de la somme du coût entrepreneurial et du coût d'intermédiation bancaire. Sous réserve d'une étude plus approfondie, ce taux de 2 % semble constituer une estimation prudente, dans le sens où il surestime peut-être encore le risque entrepreneurial... et sous-estime donc le surcoût calculé du capital¹⁰¹.

Il pourrait sembler curieux d'appliquer ce taux d'intérêt à l'ensemble des capitaux engagés dans l'entreprise, alors que les apports des actionnaires (les fonds propres) ne font pas l'objet d'une transformation financière opérée par les banques. Cela se justifie pourtant aisément

¹⁰¹ Pour se faire une idée plus précise du risque entrepreneurial, sans doute faudrait-il partir du « poids économique des défaillances d'entreprise ». Ce dernier, dans les statistiques de la Banque de France, est « mesuré par la part des encours de crédit associés à des entreprises défaillantes dans le total des encours de crédit collectés par la Banque de France ». Ce poids économique des défaillances « demeure stable à 0,5 % sur un an à fin juin 2012 », ce qui peut surprendre, par son niveau très faible, et ce, d'autant plus que nous sommes en période de quasi-récession. Voir : Banque de France (2012). Par ailleurs, en retenant un taux d'intérêt créditeur des institutions financières, on sait que l'on emporte nécessairement dans notre estimation les coûts des ressources financières des banques (intérêts sur les livrets, intérêts sur les obligations, coûts du refinancement, etc.), lesquels ne sont pas exempts d'une composante rentière... qu'il faudrait encore déduire de cette approximation pour obtenir une sorte de « taux d'intérêt pur ». Voir aussi nos commentaires en fin de chapitre.

dans la perspective adoptée ici. Pour identifier la partie de la rente financière qui est une « pure rente », on se situe en effet dans une sorte de cadre institutionnel idéal (relevant d'une pure expérience de la pensée), à l'intérieur duquel le coût du financement de l'ensemble du capital pourrait être réduit au strict minimum. Dans ce cadre, il n'y aurait sans doute ni actions, ni obligations, mais seulement des crédits incorporant dans leur taux d'intérêt le risque entrepreneurial et le coût de gestion.

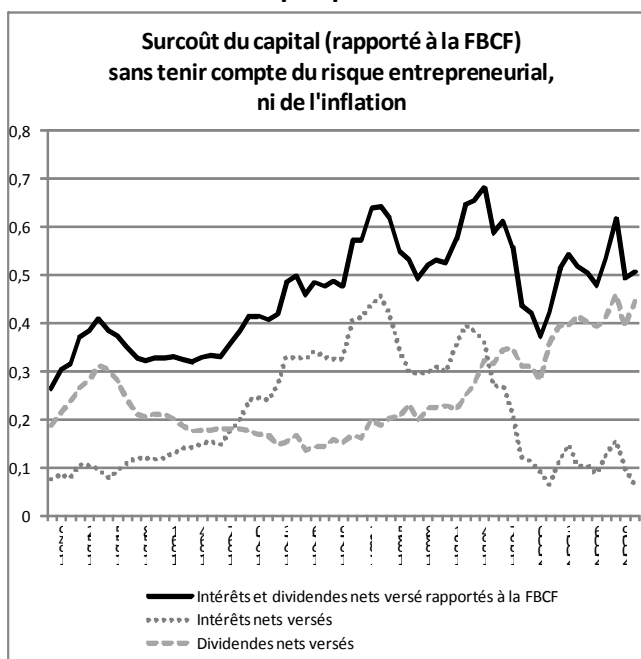
Les résultats de cette méthode sont présentés en quatre étapes, fournissant des estimations différentes, qui permettent de jauger l'importance des différents éléments constituant le poids du surcoût du capital relativement à son « vrai » coût.

i) Une première évaluation grossière (non corrigée de l'inflation, et sans prise en compte du risque entrepreneurial)

La première évaluation proposée, représentée sur le graphique 3.3. ne fait pas intervenir le risque entrepreneurial (ni le coût d'intermédiation) dans la mesure du surcoût du capital. Autrement dit, on raisonne d'abord comme si tous les revenus distribués de la propriété (nets des revenus reçus) par les SNF constituaient un surcoût, au regard du « vrai » coût du capital. Pour mesurer ce dernier on retient pour commencer la FBCF. Cette première façon de faire a trois mérites :

- Elle est très simple et robuste dans sa méthode (aucune hypothèse sophistiquée et/ou controversable ne se glisse dans ce ratio) ;
- Elle permet de remonter jusqu'à l'année 1949 (étant donné qu'elle ne fait pas appel au calcul de la CCF) ;
- Elle servira de point de repère pour les évaluations suivantes qui se présentent comme des manières de corriger cette première évaluation grossière.

Graphique 3.3.



Source : Insee, comptes des sociétés non financières. Calculs par nos soins.

Suivant ce calcul sommaire, le surcoût du capital représenterait entre 30 et 60 % de la FBCF, selon les époques, lorsque l'on ne tient pas compte du risque entrepreneurial ni du coût de production des crédits. Durant les Trente glorieuses, il se situait dans le bas de la fourchette, alors que depuis les années 80, il reste presque toujours au dessus des 50 %, avec « l'objectif », semble-t-il, de gagner les 60 %.

On peut être surpris, en regardant ce graphique, du fait que la montée du coût du capital semble antérieure au tournant néolibéral des années 80 et à l'avènement du capitalisme financier. Dès 1967-68, les intérêts payés aux prêteurs (nets des intérêts reçus) se mettent en effet à grimper en flèche, alors que les taux d'intérêt réels ne se tendent qu'à partir des années 81-82, sous l'effet des politiques monétaires restrictives. Cela s'explique aisément par la résurgence de l'inflation, qui démarre précisément en 68, et qui ne cessera pratiquement pas d'augmenter jusqu'en 1981-82. Les taux d'intérêt nominaux décollent sous la pression inflationniste à partir des années 68-69, ce qui augmente mécaniquement la part de la richesse créée consacrée au paiement des intérêts.

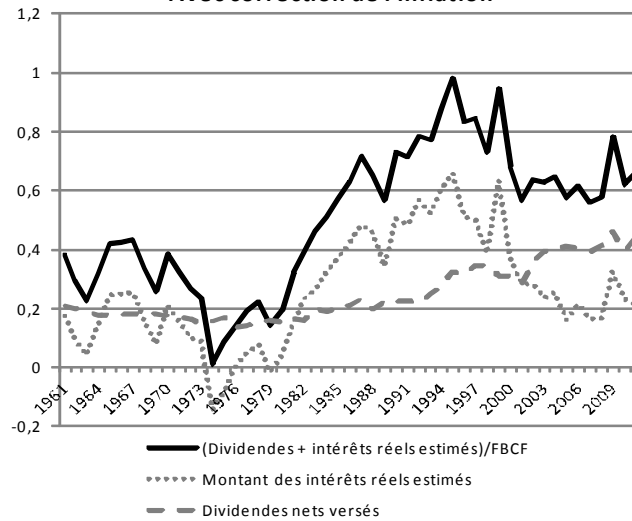
ii) Une deuxième évaluation avec correction des effets de l'inflation

Cette montée des taux d'intérêt sous la poussée inflationniste justifie une première correction. Peut-on en effet considérer que cette montée, qui provoque une ponction supplémentaire sur la valeur ajoutée des entreprises (pour rémunérer les prêteurs) alourdit réellement le coût du capital ? Pour le savoir, il faut mettre en balance ce supplément d'intérêts payés, avec l'allègement du poids des remboursements d'emprunts dont bénéficient les entreprises lorsqu'il y a de l'inflation. En effet, les emprunts contractés par le passé restent constants en valeur monétaire. Dès lors, quand il y a de l'inflation, le remboursement des dettes, qui intervient quelques années après l'emprunt, pèse relativement moins dans la valeur ajoutée présente (laquelle évolue plus rapidement, du fait de l'inflation) que ce qu'il aurait pesé sans inflation. Si l'on tient compte de cette érosion relative de la valeur des dettes, l'évolution du surcoût du capital doit adopter un profil plus conforme à l'intuition. C'est ce que nous avons tenté de vérifier en corrigeant le montant des intérêts payés de ce gonflement purement nominal observé au graphique 3.3. Comme il est difficile de connaître avec exactitude ce que représente effectivement l'allègement du coût des emprunts dû à l'érosion monétaire¹⁰² (pour le déduire du montant des intérêts payés), nous avons procédé de manière indirecte. Nous avons corrigé le gonflement du surcoût du capital provoqué par la hausse des taux d'intérêt nominaux en estimant un montant annuel d'intérêts réels. Pour ce faire, nous avons appliqué un taux d'intérêt réel (estimé) au montant (lui aussi estimé) de la dette des entreprises (voir encadré ci-dessous). En remplaçant le montant des intérêts nets versés (figurant au graphique 3.3.) par cette estimation du flux d'intérêts réels annuel, nous obtenons le graphique 3.4.

¹⁰² A moins de disposer de données individuelles d'entreprises.

Graphique 3.4.

Surcoût du capital (rapporté à la FBCF) sans tenir compte du risque entrepreneurial Avec correction de l'inflation



Estimation du flux des intérêts réels annuels

Pour estimer le flux des intérêts réels payés par les sociétés financières chaque année (afin d'intégrer ce flux en lieu et place des intérêts nets versés dans la formule du surcoût du capital), nous avons procédé en 4 étapes :

1. Nous avons reconstitué des séries de capital fixe pour les années 1961 à 2011, en cumulant pour chaque année la FBCF des 12 années précédentes. Cela revient à supposer une durée de vie moyenne des capitaux fixes produits de 12 ans, avec mort subite chaque année des investissements effectués 12 ans auparavant. Ceci nous permet de travailler avec un stock de capital évalué au coût historique (non réévalué des prix de marché courant)... ce qui est fondamental pour tenter d'en déduire un montant d'endettement nominal ;
2. Nous avons supposé un taux d'endettement des sociétés non financières constant de 50 %. Cela signifie concrètement que nous avons supposé que les entreprises financent chaque année la moitié de leurs investissements par des emprunts. La valeur totale nominale de leur endettement à la date t est donc supposée égale à 50 % de la valeur de leur stock de capital fixe (reconstitué par la méthode décrite au point 1.). Ce n'est pas l'hypothèse la plus heureuse de ces estimations. Si ce taux d'endettement de 50 % correspond bien à une moyenne de longue période que l'on peut inférer de sources diverses¹⁰³, en le supposant constant, on « rabote » les fluctuations liées aux phases de montée et de décline de l'endettement des sociétés. Pour être plus précis, il faudrait disposer de données d'entreprise sur longue période, que nous n'avons pas envisagé de mobiliser dans le cadre de cette étude ;
3. Nous avons retenu comme taux d'intérêt réel à appliquer à cet endettement le taux d'intérêt moyen annuel des obligations émises par les entreprises, déflaté du taux d'augmentation annuel des prix du PIB. Comme les données disponibles pour ces taux obligataires (source : Banque de France) ne commencent qu'en 1991, nous avons estimé ce taux, pour la période 61-90, en ajoutant au taux d'intérêt réel des titres publics (source : Banque de France), l'écart de point moyen constaté avec les obligations d'entreprises pour la période 1991-2011 ;
4. Nous avons appliqué ce taux d'intérêt réel estimé, chaque année, à la moitié de la valeur du stock de capital fixe reconstitué pour la même année (par la méthode décrite au point 1.), pour disposer d'une mesure du flux annuel d'intérêts réels par les sociétés non financières.

¹⁰³ Par exemple : « La situation financière des entreprises », in Insee, *L'économie française*, édition 2008.

Même si la correction effectuée présente un côté rustique et qu'elle est soumise à des choix qui mériteraient d'être affinés (concernant l'estimation du montant des dettes des entreprises et du taux d'intérêt réel moyen qu'on peut leur appliquer), il est rassurant de constater que les résultats obtenus modifient le profil des courbes, sans que soient bouleversés les ordres de grandeur obtenus pour la période la plus récente. C'est surtout la période d'inflation suivant les chocs pétroliers qui se trouve « retaillée ». Une fois le redressement de l'inflation opéré, le tournant de la financiarisation se manifeste bien autour des années 81-82. Le surcoût total du capital (courbe noire), qui s'élevait en moyenne à 26,4 % de la FBCF sur la période 61-81, s'est mis à grimper très rapidement durant les années suivantes, pour atteindre un nouveau plateau tournant autour de 70,6 % dans la période 1987-2011. L'estimation des intérêts payés en termes réels restitue donc une évolution du surcoût du capital plus en phase avec ce que l'on sait de la succession des régimes d'accumulation du capital (voir chapitre 2), et elle accentue les écarts entre les Trente glorieuses et la période actuelle.

La chronique des événements n'en sort toutefois pas modifiée. Dans un premier temps, c'est la montée des intérêts réels payés aux prêteurs qui a constitué de moteur de l'élévation du surcoût du capital. Sous l'effet des politiques monétaires restrictives, la poussée des taux d'intérêt réels a durci la contrainte financière (voir chapitre 2) et armé la volonté des entreprises de redresser significativement leurs marges. La réorientation des politiques stratégiques des firmes (accumulation faible, marges élevées, revenus distribués importants) s'est donc opérée, contrainte et forcée, pour faire une place au paiement de la rente et pour viser ensuite le désendettement. Une fois la décrue des taux d'intérêts réels amorcée, les dividendes ont pris en partie la place laissée vacante par les premiers. La montée en puissance du pouvoir actionnarial n'a eu, en quelque sorte, qu'à consolider le travail accompli précédemment, au niveau de la contrainte financière, par le taux d'intérêt, en sorte que les firmes maintiennent leurs politiques d'accumulation et de marge favorables à la rente. L'exigence de marges élevées et/ou d'une rentabilité forte est ainsi passée de l'aiguillon du taux d'intérêt à la fêrule de la « création de valeur pour l'actionnaire ».

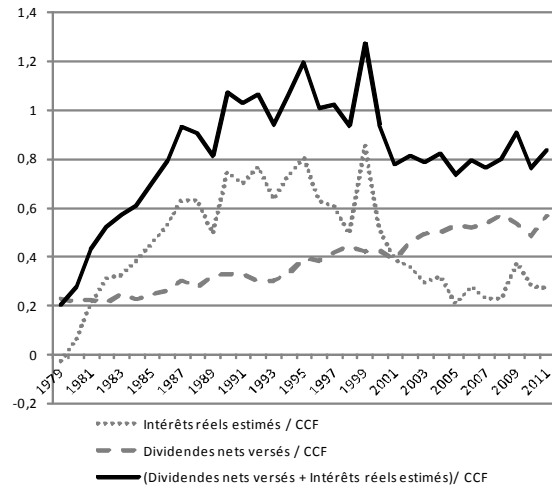
iii) Une troisième estimation maximaliste, en fonction de la CCF, corrigée de l'inflation, mais sans prise en compte du risque entrepreneurial

Si des seuils de 50 à 70 % peuvent déjà constituer un surcoût du capital appréciable, on obtient une estimation encore plus élevée en rapportant la mesure du surcoût du capital à la CCF plutôt qu'à la FBCF. Dans cette deuxième tentative d'évaluation, représentée sur le graphique 3.5., les plateaux atteints se situent entre 80 et 100 % de la CCF, selon la décennie considérée (années 90 ou années 2000), en estimant, comme précédemment un flux annuel d'intérêts réels¹⁰⁴.

¹⁰⁴ Le graphique commence en 1979 parce que les comptes de patrimoine de la Comptabilité nationale débutent en 1978 (avec le calcul du patrimoine en fin d'année de chaque secteur institutionnel). Le premier compte de variation de patrimoine des SNF, comportant une estimation de la CCF, ne commence donc qu'en 1979.

Graphique 3.5.

Surcoût du capital (rapporté à la CCF)
sans tenir compte du risque entrepreneurial
Avec correction de l'inflation



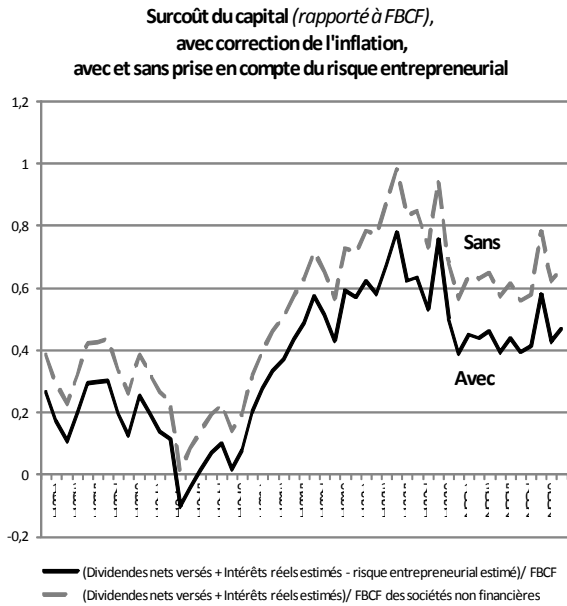
Ce sont les estimations les plus hautes que l'on peut faire. On serait en droit de les trouver exagérée. Elles partent en effet de l'hypothèse implicite que la société pourrait s'organiser de telle manière qu'elle parvienne à réduire à rien le coût de financement des biens capitaux... Or, même une société idéalement organisée aurait du mal à réduire à néant le coût de financement du capital productif et le risque entrepreneurial.

iv) Une quatrième estimation, raisonnable

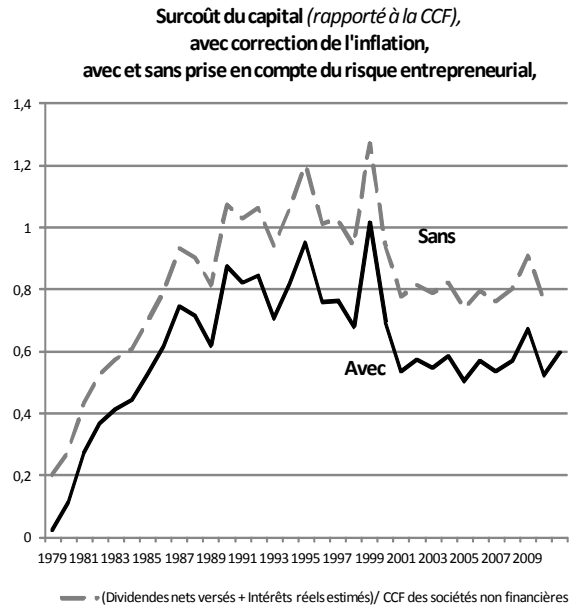
La prise en compte du risque entrepreneurial et du coût d'intermédiation corrige sensiblement les précédentes évaluations. En retenant un taux d'intérêt réel de 2 %, censé couvrir ces deux coûts, et en l'appliquant aux séries de capital productif que nous avons reconstituées à partir de la FBCF des sociétés non financières, on obtient de nouveaux ordres de grandeur, reportés sur les graphiques 3.6. et 3.7.¹⁰⁵

¹⁰⁵ Lorsque l'on utilise la FBCF comme « vrai coût du capital », les données peuvent remonter jusqu'en 1961. En effet, les comptes de flux de la Comptabilité nationale débutent en 1949. En reconstituant le stock de capital fixe des sociétés non financières avec 12 années de FBCF passée, on peut faire démarrer les séries en 1961. Lorsque l'on utilise la CCF, les séries ne peuvent démarrer qu'en 1979, pour les raisons déjà évoquées (début des séries de patrimoine en 1978).

Graphique 3.6.



Graphique 3.7.



Source: INSEE, Comptes nationaux, Compte des sociétés non financières. Calculs et présentation par nos soins.

Le seuil autour duquel semble osciller le surcoût du capital depuis une dizaine d'années est maintenant plus proche de 40 ou 60 %, suivant que l'on se réfère à la FBCF ou à la CCF pour évaluer le « vrai coût » du capital. Ceci après avoir atteint des sommets dans la décennie 88-99 : entre 60 % (rapporté à la FBCF) et 80 % (rapporté à la CCF).

Il s'agit sûrement d'estimations raisonnables du surcoût du capital, car elles sont obtenues avec un taux d'intérêt réel de 2 %, appliqué à l'intégralité du stock d'actifs reproductibles (estimé par la FBCF cumulée sur 12 ans). Or, retenir un taux d'intérêt *réel* de 2 % est peut-être exagéré, compte tenu du fait qu'aujourd'hui nous avons la preuve que les taux d'intérêt réels peuvent se situer encore plus bas, pour les entreprises. Le tableau 3.7. présente les taux d'intérêt moyens pondérés des crédits accordés par les établissements bancaires au mois d'octobre 2012 (pondérés par le montant des tranches accordées). Il s'agit de taux d'intérêt nominaux. Lorsque l'on sait que l'inflation calculée sur les douze mois précédents s'établissait, selon l'Insee, à 1,9 %, cela signifie que ces taux nominaux correspondent à des taux d'intérêt réels très proches de zéro (voire négatifs pour les opérations d'escompte).

Tableau 3.7.				
	Escompte	Découvert	Autres crédits à court terme	Crédits à moyens et long terme
Taux nominaux	1,74 %	2,41 %	1,61 %	2,99 %
Taux réels*	-0,16 %	0,51 %	0,29 %	1,09 %

Source, Banque de France ; *calculs par nos soins, sur la base d'une inflation annuelle de 1,9 %.

Si l'on admet ce type de preuve par les faits, on doit se dire qu'il est tout à fait concevable d'assurer le financement des entreprises à un prix très bas¹⁰⁶. A long terme, un coût de financement inférieur à 2 % en termes réels est sûrement envisageable :

- La première raison qui fait penser que c'est envisageable est que le risque entrepreneurial est en pratique assez faible : le poids économique des défaillances annuelles d'entreprises correspond en effet à 0,5 % des encours de crédit, selon la Banque de France ;
- La deuxième raison est que rien n'empêche vraiment la BCE de maintenir les taux de refinancement très bas (comme c'est le cas aujourd'hui) sur le long terme ;
- La troisième raison est que les agents non financiers tolèrent toujours (plus ou moins) qu'une partie de leurs dépôts non rémunérés (ou faiblement rémunérés) dans les banques subissent une douce érosion monétaire. Cette tolérance, à l'inverse du comportement rentier, constitue une sorte de « mutualisation », par les déposants, du coût de financement des entreprises, lorsque ce dernier est opéré à partir de ressources bancaires.

Le niveau du taux d'intérêt réel qui pourrait servir de référence à une évaluation plus robuste du surcoût du capital est cependant un point qui mériterait une investigation plus approfondie. Non pas pour le plaisir d'affiner, mais parce que la mesure que nous avons construite ici de ce surcoût du capital est assez sensible à l'évaluation que l'on peut faire de ce coût de financement « légitime » (comprenant le risque entrepreneurial et le coût d'intermédiation bancaire). A supposer que ce coût « légitime » ne soit que de 1 % des financements octroyés, le surcoût du capital oscillerait alors plutôt entre 60 et 80 % de son coût réel, suivant les modes d'évaluation (rapporté à la FBCF ou à la CCF). Pour en avoir les idées plus claires, il faudrait cerner de plus près quel est le véritable coût d'intermédiation des sociétés financières, et quelle est concrètement la part des actifs productifs « détruits » ou « dévalorisés » chaque année du fait des faillites.

Une autre raison qui confère à notre estimation du surcoût du capital un caractère raisonnable est que nous n'avons pas pris en compte dans la rente financière une pratique qui se développe en France et Europe depuis 1998 : les rachats d'action. Or, selon une estimation rapide que l'on peut faire¹⁰⁷, les rachats d'action représenteraient environ 20 % des dividendes versés par les entreprises du CAC 40 sur la période 2006-12. Même s'il est probable que cette pratique se limite aux plus grosses entreprises, prendre en compte ce flux (certes très irrégulier) pourrait quand même rehausser les estimations de 3 à 4 points, suivant les années, sur la période postérieure à 1998.

Le tableau 3.8. présente de manière résumée les différentes estimations proposées dans cette section.

¹⁰⁶ On se demandera peut-être comment dans ces circonstances les banques peuvent continuer à faire des marges sur leurs crédits aux entreprises ? Elles le peuvent du fait que le taux de refinancement de la BCE est encore plus bas (0,5 % en nominal, soit - 1,5 % en termes réels) et que les dépôts monétaires des clients sur leurs comptes ne sont pas rémunérés (soit - 1,9 % en termes réels).

¹⁰⁷ A partir de différentes sources : Lantenois et Coriat (2011) ; Quiry et Lefur (2004) ; Maujean, 2013.

Tableau 3.8. Synthèse des estimations du surcoût du capital		
Méthode de calcul	Moyenne des années 1921-1981	Moyenne des années 1987-2011
Surcoût du capital calculé sans risque entrepreneurial ni coût d'intermédiation, rapporté à la FBCF	26,4 %	70,6 %
Surcoût du capital calculé sans risque entrepreneurial ni coût d'intermédiation, rapporté à la CCF	34,4 %*	91,9 %
Surcoût du capital intégrant le risque entrepreneurial et le coût d'intermédiation (estimés à 2 % du capital fixe produit), rapporté à la FBCF	13,8 %	52,8 %
Surcoût du capital intégrant le risque entrepreneurial et le coût d'intermédiation (estimés à 1 % du capital reproductible), rapporté à la CCF	18 %*	68,7 %
*La CCF des sociétés non financières n'étant pas connue pour les années 1961 à 1980, on l'estime en utilisant la moyenne du ratio CCF/FBCF durant la période 1979-2011. Cette moyenne est de 0,768.		

Le tableau 3.9. fournit des ordres de grandeur chiffrés, pour donner une idée des « masses » en question. Les chiffres concernent les sociétés non financières, en 2011.

Tableau 3.9. Estimations en volume du surcoût du capital (Mds €)					
Valeur ajoutée	Salaires et traitements bruts	FBCF	CCF	Surcoût du capital (1)	Surcoût du capital (2)
1004,1	514	202,3	160,1	132,7	94,7
(1) Surcoût du capital sans déduction du risque entrepreneurial et du coût d'intermédiation ; (2) Surcoût du capital après déduction du risque entrepreneurial et du coût d'intermédiation.					

Conclusion

S'il est vrai qu'il vaut toujours mieux retenir plusieurs chiffres pour communiquer une estimation, on pourrait comprendre qu'on veuille simplifier le discours et retenir par souci d'efficacité un seul chiffre. On conseillerait alors, pour ne pas prêter le flanc aux soupçons d'exagération, de dire que le surcoût du capital, dans l'ère du capitalisme financier, peut raisonnablement être évalué entre 50 et 70 % de son coût réel. Avec une petite préférence pour la valeur 70 %, puisque c'est l'estimation que l'on obtient en rapportant le surcoût estimé du capital à la consommation de capital fixe. Procéder ainsi – plutôt qu'en rapportant le surcoût à la FBCF – se justifie par le fait que l'amortissement du capital représente mieux le coût réel du capital que la FBCF, pour la simple raison que la FBCF constitue une base trop large, puisqu'elle comprend une part de dépenses d'investissement consacrée à de l'accumulation nette ($FBCF = CCF + FNCF$). On ne devrait donc pas, en toute rigueur, compter cette part de la FBCF (la formation nette de capital fixe) comme un coût du capital, étant donné qu'il s'agit précisément (et à l'inverse) d'une augmentation du patrimoine des entreprises, soit un enrichissement. Retenir uniquement la part de l'investissement consacrée

à la reconstitution à l'identique du capital productif (la CCF) permet, selon ce point de vue – celui de l'entreprise – d'isoler le « vrai » coût du capital.

Cependant, si l'on souhaite raisonner du point de vue de la société tout entière, on peut retenir le chiffre de 50 %, établi en rapportant le surcoût du capital à la FBCF. Du point de vue social en effet, le « vrai » coût du capital est la somme des efforts qu'il faut déployer pour produire les biens capitaux dont la société estime avoir besoin aujourd'hui (sans distinguer entre la part d'amortissement et la part d'accumulation nette).

Quelle que soit l'importance que l'on donne au point de vue social, on devra convenir que la rente en est venue à constituer une surcharge considérable pour l'entreprise. En majorant à ce point le coût de mise en œuvre des moyens de production, la rente contribue à placer bien trop haut le critère financier qui décide de la mise en œuvre ou non de tout projet d'investissement ou d'entreprise.

Chapitre 4

Des grandes entreprises aux entreprises de taille modeste : l'élévation de la norme financière contamine l'ensemble de l'économie

Jusqu'ici nous avons traité des conséquences de l'élévation de la norme financière en plaçant au cœur de nos analyses le modèle de la grande entreprise cotée. La plupart des séries statistiques que nous avons utilisées concernaient certes l'ensemble des entreprises, mais le modèle explicatif de la financiarisation du capitalisme que nous avons en tête, emprunté à Wood (voir chapitre 2), fait explicitement référence au pouvoir actionnarial qui s'exerce dans la grande firme, en prenant appui sur les règles et les dispositifs de « bonne gouvernance », ainsi que sur la discipline des marchés financiers. Il n'est pas évident *a priori* que ce modèle puisse rendre compte correctement de la manière dont se comportent les entreprises qui ne sont pas « sur le marché », c'est-à-dire les entreprises dont les actions ne s'échangent pas sur des marchés secondaires organisés. Or, comme on l'a déjà indiqué au chapitre 2, celles-ci ne sont pas restées à l'écart du mouvement de financiarisation de l'économie, si l'on en juge par leurs performances économiques et financières. Il n'est donc pas inutile de chercher à comprendre comment elles ont été atteintes et éventuellement comment elles ont été affectées par l'élévation de la norme financière. C'est l'objet de ce chapitre.

On ne prétend cependant pas mener une étude très approfondie de la question. Il s'agit essentiellement de satisfaire une curiosité légitime visant à compléter le tableau entamé au sujet de la grande entreprise cotée, en mobilisant des travaux plus spécialisés, et mieux documentés, que nous pouvons l'être – à partir de notre point de vue macroéconomique – au sujet des petites et moyennes entreprises (PME) et des établissements de taille intermédiaire (ETI).

La section 4.1. rappelle que l'élévation de la norme financière n'a pas concerné que la grande entreprise cotée. Elle s'est étendue à l'ensemble des entreprises, jusqu'aux PME, dont les performances en termes de rentabilité n'ont rien à envier aux « grandes ». Ceci permet de vérifier qu'il y a bien quelques explications complémentaires à fournir, dans la mesure où l'on ne peut pas invoquer aussi simplement et directement à cet endroit « la pression » des marchés financiers. Il faut comprendre par quels chemins l'élévation de la norme transite ou se faufile, et il faut dire quelle forme concrète prend « la rente actionnariale » – si on peut encore l'appeler comme cela –, lorsqu'elle n'emprunte pas nécessairement le canal des paiements d'intérêts ou de dividendes notoires.

Pour répondre à ces questions, la section 4.1. fournira les premiers éléments de réponse en analysant le cas spécial des micro-entreprises (les entreprises de moins de 10 salariés). A ce niveau, ce n'est vraisemblablement pas l'appétit féroce des investisseurs institutionnels qui fait la loi. On indiquera que l'augmentation observée de la rentabilité économique s'explique par des contraintes de crédit et par les stratégies patrimoniales des dirigeants-proprétaires.

Dans la section 4.2., on présentera, pour les autres entreprises – les PME de plus de dix salariés, les ETI et les grandes entreprises non cotées –, les principaux chemins empruntés par la financiarisation : la concurrence généralisée sur le marché des fonds propres ; le canal de l'endettement ; les relations interentreprises. On risquera, à la fin de cette section 4.2., une hypothèse supplémentaire sur le mode de propagation à l'ensemble de l'économie d'une norme qui s'impose en première instance aux grandes entreprises cotées : on qualifiera cette hypothèse, faute de mieux, d'effet de souffle (ou d'écémage).

Enfin, la section 4.3. présentera une modélisation macroéconomique des effets de l'élévation de la norme financière dans l'économie. Cette modélisation est destinée à étudier de plus près ces effets lorsque la norme se propage en cascade à l'ensemble des agents, en déversant la contrainte financière depuis les grandes entreprises vers les plus petites, et depuis ces dernières vers leurs salariés. Ce scénario de propagation de la norme sera combiné avec le comportement de financement des banques, lesquelles traitent différemment les petites entreprises et les grandes.

4.1. L'élévation de la norme financière ne concerne pas que les grandes entreprises

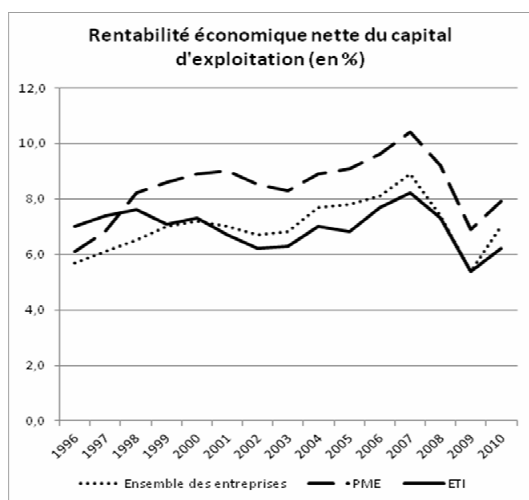
4.1.1. L'évolution de la norme financière dans les entreprises de taille modeste

Comme nous avons déjà eu l'occasion de le souligner (chapitre 2), le mouvement de financiarisation de l'économie n'a pas concerné que les grandes firmes cotées en Bourse. C'est assez manifeste en ce qui concerne l'élévation de la norme de rendement économique et financière. La rentabilité économique de l'ensemble des entreprises françaises (trait en pointillés sur le graphique 4.1.) exhibe un trend clairement ascendant, entre 1996 et 2007, tandis que leur rentabilité financière (trait en pointillés sur le graphique 4.2.) présente un profil plus heurté, accédant tout de même l'hypothèse d'un changement de plateau, avec une cible située au-delà de 10 %. Relativement à ce mouvement d'ensemble, les PME ont obtenu des résultats encore meilleurs. S'agissant de leur rentabilité économique, non seulement la tendance à l'augmentation est plus accentuée que pour la moyenne des entreprises, mais depuis qu'elle s'est fortement redressée entre 1996 et 2000, elle a maintenu un écart positif de deux points, *grosso modo*, avec le mouvement d'ensemble.

En ce qui concerne la rentabilité financière des PME, son profil ascendant est moins heurté que pour l'ensemble des firmes¹⁰⁸ et fait peut-être mieux apparaître la perspective, sans doute recherchée et sûrement atteinte, d'un doublement en dix ans. L'écart, en niveau, avec l'ensemble des entreprises est moins net qu'au sujet de la rentabilité économique, étant donné que les PME bénéficient d'un effet de levier moindre, du fait de leur endettement plus faible.

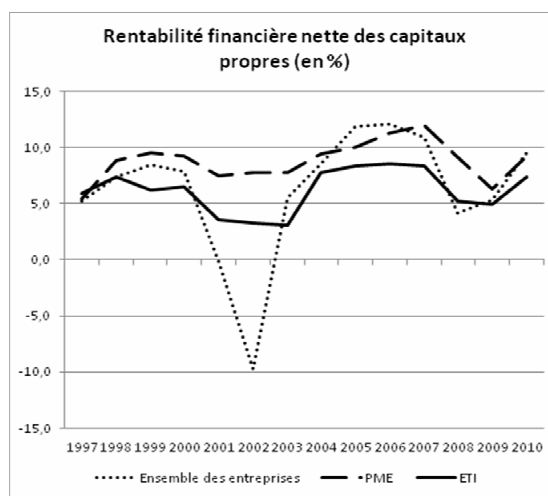
¹⁰⁸ La moyenne porte la trace des soubresauts violents subits par la rentabilité financière des grandes entreprises, à l'occasion de l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies en 2001 et 2002.

Graphique 4.1.



Lecture : la rentabilité économique nette est l'excédent net d'exploitation rapporté au capital d'exploitation (immobilisation d'exploitation et besoin en fonds de roulement d'exploitation).
Source : Banque de France (Base FIBEN des comptes sociaux) – Juillet 2012. Présentation par nos soins.

Graphique 4.2.



Lecture : La rentabilité nette des capitaux propres est la capacité d'auto-financement nette rapportée aux capitaux propres.
Source : Banque de France (Base FIBEN des comptes sociaux) Juillet 2012. Calculs et présentation : par nos soins.

Les établissements de taille intermédiaire, bien qu'insérés indiscutablement dans la dynamique globale, se situeraient quand à eux, si l'on raisonne en niveau, en deçà de la performance de la moyenne des entreprises.

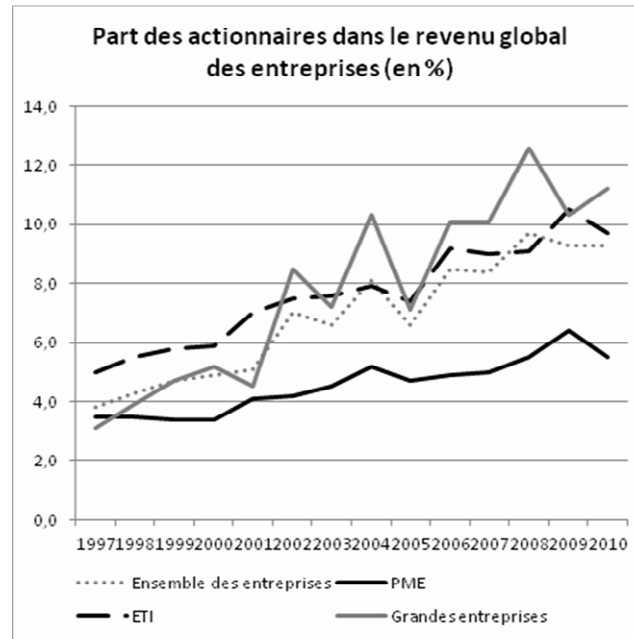
A la différence des grandes entreprises, toutefois, le coût du capital ne se traduit pas, au niveau des PME, par des versements élevés d'intérêts aux prêteurs ni par de copieux dividendes distribués aux actionnaires. Etant faiblement endettées, elles payent relativement peu d'intérêts. En même temps, les statistiques révèlent que très peu d'entre elles (16 %) versent des dividendes, et pour des montants en moyenne assez faibles¹⁰⁹.

Ceci s'explique en partie par le fait qu'une écrasante majorité de PME sont de très petites structures (voir *infra*), dont les propriétaires se confondent bien souvent avec la personne du dirigeant. Dans ces micro-entreprises, la « sortie » d'argent cash sous forme de dividendes n'est sans doute pas la modalité la plus usitée de rémunération du chef d'entreprise.

Il est d'autant plus remarquable, dans ces conditions, d'observer que les PME prennent part au mouvement général d'augmentation des profits distribués, comme l'indique le graphique 4.3. La part des actionnaires et associés est ainsi passée de 3,5 % du revenu global des PME en 1997 à 6,4 % en 2009, pour fléchir légèrement en 2010.

¹⁰⁹ « Partage de la valeur ajoutée, partage des profits et écarts de rémunérations en France », Jean-Philippe Cotis, Insee, mai 2009.

Graphique 4.3.



Source : Banque de France (Base FIBEN des comptes sociaux) – Juillet 2012. Calculs et présentation : par nos soins.

4.1.2. Le cas des micro-entreprises

La France compte 2,691 millions d'entreprises. L'écrasante majorité d'entre elles (2,55 millions) sont des micro-entreprises¹¹⁰, principalement dans le commerce, l'artisanat et les services aux particuliers. Elles emploient 3,2 millions de personnes, soit en moyenne 1,18 par entreprise.

Les micro-entreprises, bien que regroupant en théorie les entreprises de moins de 10 personnes, sont en pratique vraiment « micro » : un quart d'entre elles seulement ont plus d'un salarié. Mais comme elles sont nombreuses, elles regroupent tout de même 19,5 % des salariés du secteur marchand non agricole et réalisent 22 % de sa valeur ajoutée. Dans ce type d'entreprise, dont une infime minorité est affiliée à un groupe (environ 9 000), la problématique du coût du capital – si tant est que cela ait encore un sens – n'emprunte pas le canal d'une norme de rentabilité édictée par les actionnaires à l'endroit des « managers ». Le dirigeant est la plupart du temps propriétaire de son affaire. S'il s'exerce malgré tout une pression financière dans ces entreprises, celle-ci passe soit par les conditions de financement qui leur sont imposées, soit par la stratégie patrimoniale du chef d'entreprise :

- i) Les problèmes de financement des très petites entreprises sont connus. Elles rencontrent beaucoup de difficultés pour obtenir des crédits bancaires, destinés soit à financer leurs investissements, soit leurs fonds de roulement. De ce fait, elles sont en partie contraintes de dégager des marges élevées pour assurer l'autofinancement de leurs investissements, et sécuriser leur trésorerie. C'est sans doute ce qui explique que

¹¹⁰ Chiffres tirés de « Un Tissu productif plus concentré qu'il ne semblait » (Insee, 2012). Par définition, les micro-entreprises occupent moins de dix personnes et ont un chiffre d'affaires annuel (ou un total de bilan) inférieur ou égal à deux millions d'euros.

la part de leur excédent brut d'exploitation dans l'ensemble des entreprises (23 %), soit plus importante que ce qu'elles représentent en termes de valeur ajoutée produite (19 %) ;

- ii) L'autre canal par lequel transite une certaine pression financière (sous forme d'exigence de rentabilité plus ou moins élevée) a trait à la « stratégie d'accumulation » du chef d'entreprise. Une petite entreprise peut dans certains cas n'être qu'une « jeune pousse », dont le dirigeant ambitionne de faire une plus grande affaire, en la développant. Dans ce cas de figure, l'exigence d'une rentabilité élevée, assortie de dividendes faibles ou inexistantes, est destinée à pourvoir aux besoins de financement de la croissance... tant que des partenaires extérieurs (banques, capital risque, nouveaux actionnaires) ne sont pas prêts à prendre le relais. Mais en règle générale, une très petite entreprise tend à le rester. Elle représente alors plutôt le vecteur par lequel le dirigeant assure son propre emploi et son propre revenu, sans forcément s'inscrire dans une dynamique d'accumulation de type « capitaliste ». On a plutôt affaire à un travailleur indépendant, ou un libéral, qui doit parfois s'entourer de salariés pour réunir les conditions minimales requises par l'exercice de son métier. Le souci du chef d'entreprise est de s'assurer un revenu correct, et de transmettre dans de bonnes conditions son affaire, lorsqu'il voudra ou devra se retirer des affaires. Des marges et une rentabilité élevée traduisent alors un souci de sécurité financière et une volonté de minimiser l'endettement. L'entreprise, dans ce type de stratégie, est le mode principal de constitution d'un patrimoine par – et pour – le dirigeant. Le coût du capital est en quelque sorte reporté à l'horizon du projet entrepreneurial du dirigeant-proprétaire : au moment où ce dernier transmet ou revend son affaire. C'est en réalisant la vente de son entreprise qu'il recouvre l'ensemble des profits qu'il ne s'est pas distribués au fil des ans, l'entreprise étant valorisée au moment de la cession à sa capacité à dégager de la marge (capacité qui est fonction du capital productif accumulé et du taux de rentabilité effectif) et à la faiblesse de son endettement.

Cependant, dans ces très petites entreprises, la condition du chef d'entreprise n'est généralement pas opulente. La valeur ajoutée par salarié y est inférieure de 30 % à ce qu'elle est dans les grandes entreprises¹¹¹. La base de l'exploitation – si l'on peut dire – est donc réduite. Ceci est en partie dû au fait que la recherche et l'innovation est quasiment absente des micro-entreprises (1 % des dépenses intérieures de R & D de l'ensemble des entreprises) et que le capital productif par salarié y est quatre fois moindre que dans les grandes entreprises¹¹². Par là même, la stratégie d'accumulation du chef d'entreprise pourra être qualifiée de « modeste », même dans une optique patrimoniale. Ceci se réfracte au niveau de l'actif total de l'entreprise : le total de bilan par salarié est cinq fois plus faible dans une micro-entreprise que dans une grande. Avec un total de bilan de 213 000 euros par salarié (sachant que seulement un quart des micro-entreprises ont un salarié, et 10 % au moins 4), on ne peut pas véritablement parler de « fortune »... sans compter que la dette de l'entreprise

¹¹¹ Insee (2010).

¹¹² Les immobilisations incorporelles sont en moyenne de 61 000 euros par salarié dans les micro-entreprises, contre 212 000 euros par salarié dans les grandes entreprises (Insee, 2012).

n'est pas déduite de ces montants. Dans un nombre de cas non négligeables, ce type d'entreprise recouvre même une forme d'auto-exploitation.

Si la condition des salariés travaillant dans ces micro-entreprises est bien souvent moins enviable que celle des salariés de la grande entreprise, c'est au bout du compte moins en raison de ce que la logique du coût du capital s'y appliquerait avec davantage de rigueur, que du fait même des conditions d'existence et de viabilité de ces petites structures de production : segments du marché qui n'intéressent pas les grandes entreprises, difficultés de financement, faiblesse du capital par tête, faible innovation...

4.2. Les courroies de transmission de l'élévation de la norme financière

Si on laisse de côté les micro-entreprises, pour lesquelles nous avons essayé de brosser le portrait particulier (au regard de la problématique du coût du capital), le reste du tissu productif français se compose d'environ 135 000 entreprises, employant 81 % des salariés et réalisant 78 % de la valeur ajoutée. Selon la nouvelle définition – économique plutôt que juridique – utilisée par l'Insee pour identifier une entreprise, et en mobilisant les nouveaux critères de « taille » qui servent à les distinguer, ces 135 000 entreprises se répartissent en trois catégories (grandes entreprises, établissements de taille intermédiaire, et PME hors micro-entreprises) employant des proportions différentes de salariés... différentes tout en étant grossièrement comparables. Le tableau suivant fournit cette répartition et indique également le nombre d'unités légales que recouvrent ces entreprises (une entreprise structurée ou fragmentée en groupe comporte plusieurs unités légales).

Tableau 4.1.			
	Grandes entreprises	Entreprises de taille intermédiaire (ETI)	PME (hors micro-entreprises)
Nombre d'entreprises	217	4 576	131 253
Effectifs salariés	3 986 077	2 877 952	3 529 842
Part dans la valeur ajoutée de l'ensemble des entreprises	33 %	23 %	22 %

Source : Insee, Esane et Lifi 2009.

Les 217 grandes entreprises recouvrent sans doute assez bien le périmètre des entreprises cotées en Bourse, dont nous avons donné l'idéaltype à travers le modèle de la firme gouvernée par la logique actionnariale.

La question se resserre donc sur les deux groupes d'entreprises au milieu de la pyramide. Par quels canaux cheminent la pression de la norme financière, lorsqu'elle s'exerce dans les établissements de taille intermédiaire (ETI) et les PME (hors micro-entreprises) ?

En raisonnant *a priori*, on peut envisager trois modalités principales de transmission de la norme financière au reste de l'économie :

- En premier lieu, l'élévation des exigences de rentabilité en vigueur dans le monde de la grande entreprise peut contaminer les entreprises de taille moyenne, et même les petites,

du fait de la concurrence qui s'exerce nécessairement sur le « marché des fonds propres ». Cette concurrence produit ses effets parfois directement, du simple fait qu'un certain nombre d'entreprises moyennes sont elles aussi cotées en Bourse. Pour d'autres, la présence de fonds d'investissement dans leur capital les contraint non moins directement à un alignement sur les objectifs financiers de ces « investisseurs ». Les rachats d'entreprises par effet de levier (LBO) constituent également un canal de transmission évident. Mais plus généralement, l'alignement du reste de l'économie sur le modèle de la grande entreprise passe par les arbitrages que l'ensemble des épargnants font au sujet de la détention de leur patrimoine : il est difficile de penser qu'il pourrait exister des choix patrimoniaux tournés vers la détention de fonds propres exhibant des rendements structurellement et significativement inférieurs à ce qui peut être obtenu sur les marchés d'action ;

- En second lieu, et en complément de la concurrence qui règne sur le marché des fonds propres, l'endettement constitue sans doute une courroie de transmission de la norme tout aussi efficace que la précédente. Les prêteurs peuvent en effet avoir tendance à prendre pour étalon de la bonne santé financière des entreprises qu'ils financent les seuils de rendement exigibles constatés sur les marchés financiers. Ils seront donc d'autant plus enclins à prêter (en termes de taux et de quantité) que les comptes des entreprises (petites et moyennes) qu'ils examinent souscriront aux ratios financiers montrés en exemple ailleurs ;
- En troisième lieu, la contamination de la norme financière chemine le long des rapports interentreprises qui subordonnent plus ou moins le sort des unités de production à la rationalité d'ensembles plus vastes ou plus puissants. Ces rapports interentreprises, noués sur la base de considérations industrielles, peuvent se transformer en rapports de force financiers au travers des logiques de groupe ou de sous-traitance.

4.2.1. La transmission de la norme par le marché des fonds propres

Il existe aussi des PME et des ETI cotés en Bourse

En 2010, il y avait 688 entreprises françaises cotées sur les marchés financiers organisés. Le marché réglementé Euronext assure la cotation de 441 d'entre elles, réparties en trois segments de marché, suivant leur niveau de capitalisation¹¹³.

A côté d'Euronext, un deuxième marché organisé, aux règles assouplies (Alternext), est destiné à faciliter l'accès au marché des fonds propres aux PME qui cherchent à lever des capitaux pour des montants relativement modestes (à partir de 2,5 M €).

Les grandes entreprises sont cotées sur le segment A d'Euronext ; les PME et les ETI sont cotées sur les segments B et C d'Euronext, et sur Alternext pour les plus petites. Il y avait au total 577 PME et PMI cotées en 2010¹¹⁴. Cela paraît sans doute très peu au premier abord (si

¹¹³ Le marché Euronext A regroupe les capitalisations supérieures à un milliard d'euros ; Euronext B les capitalisations supérieures à 150 millions d'euros ; Euronext C les capitalisations inférieures à 150 millions.

¹¹⁴ G. Rameix et T. Giami, « Rapport sur le financement des PME-ETI par le marché financier », adressé à François Baroin, ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie, novembre 2011.

l'on rapporte ce nombre aux 131 000 PME de plus de dix salariés dénombrées par l'Insee). Et il est vrai que le montant des opérations qu'elles réalisent sur ces marchés financiers est plutôt faible : 1,641 milliard d'euros de levées de capitaux, en tout et pour tout, pour l'année 2010 (27 M€ en moyenne par opération). Mais ces entreprises ne comptent par pour rien dans l'économie française. D'après la Banque de France, qui s'est intéressée aux 425 entreprises cotées sur les segments B et C d'Euronext, et disposant d'un bilan consolidé (des PME et des ETI qu'elle qualifie « de taille moyenne »), celles-ci réalisent un chiffre d'affaire de 114 milliards d'euros en 2009 et emploient 850 000 salariés¹¹⁵.

Tableau 4.2.					
	Euronext A	Euronext B	Euronext C	Alternex	Total
PME et ETI cotées		136	305	136	577
Grandes entreprises	114				114
Ensemble					688
Source : Rameix et Giani (2011)					

La présence de fonds d'investissement au capital des ETI et des PME

Lorsqu'une entreprise, même non cotée, compte parmi ses actionnaires un fonds d'investissement (*private equity*), ses objectifs financiers ne peuvent pas se trouver trop en écart avec les rendements exigés par les marchés financiers. Les fonds d'investissement étant eux-mêmes soumis à la concurrence sur les marchés des capitaux pour lever des fonds, leurs stratégies de placement sont guidées par le même principe d'optimisation du rendement financier que les autres investisseurs institutionnels. Ce qui les distingue de ces derniers, est simplement le fait qu'ils se spécialisent dans la détention de sociétés non cotées. Les titres de ces sociétés étant moins liquides, leur rôle consiste précisément à assurer cette liquidité à leurs apporteurs de fonds. La présence de fonds d'investissement au capital d'une entreprise, même lorsque qu'elle ne représente qu'une faible part de ce capital, produit un alignement sur la norme financière par deux canaux :

- Les actionnaires qui font appel à cet apport de fonds propres extérieurs doivent s'engager à ce que le pilotage stratégique de l'entreprise satisfasse les exigences du fonds pour qu'il daigne rentrer au capital de l'entreprise ;
- Ils doivent ensuite veiller à maintenir une rentabilité élevée pour que la valorisation des titres permette à terme au fonds d'investissement une sortie dans de bonnes conditions, ou qu'il maintienne la possibilité d'apports ultérieurs (que ce soit par le même fonds ou autrement) sans que ces apports ne diluent trop la part de chacun.

Sur ce point, les statistiques de *private equity* ne sont pas faciles à trouver. Nous cherchons encore...

¹¹⁵ M. Brun, J.-L. Cayssials, E. Kremp, « Les PME-ETI cotées en Bourse : la crise accentue les disparités et souligne les différences de réactivité. », *Bulletin de la Banque de France*, n° 184, 2^e trimestre 2011.

Les rachats par effet de levier

Dans une opération de LBO (*leverage buy out*), l'entreprise rachetée (la cible) devient la filiale d'une société holding (ou plusieurs) qui effectue cette reprise. La holding procède à cet achat en s'endettant fortement, d'où l'appellation « effet de levier ». Elle compte ensuite sur le *cash-flow* dégagé par l'entreprise cible pour rembourser la dette contractée au moment de l'opération de rachat. La Banque de France estime que « le nombre de LBO réalisés chaque année en France n'est pas très élevé : seulement quelques « centaines » ou « milliers » [à comparer aux 260 000 entreprises dont la Banque de France analyse les comptes], et leur taille est souvent modeste. Ils portent essentiellement sur des entreprises réalisant moins de 50 millions d'euros de chiffre d'affaires. »¹¹⁶ Les opérations de LBO sont financées très majoritairement par des emprunts bancaires lorsqu'il s'agit de petites entreprises, et à part égale avec des émissions obligataires dans le cas des entreprises de taille moyenne (pour des durées d'emprunt dont la médiane tourne autour de 7 ans). En moyenne, ce type d'opérations permet effectivement d'augmenter le *cash-flow* libre de la société cible (dans 43 % des cas). Cela est d'autant plus vrai que le LBO est de nature purement financière (pas d'apports en inputs, en capital humain, en réorganisation...). Ce *cash-flow* remonte dans les caisses de la société mère à travers le versement de dividendes ou le paiement d'intérêts d'emprunts sur des prêts d'associés.

« De façon schématique, en cas de LBO financiers, les associés majoritaires (fonds d'investissement en règle générale) ont, pour l'essentiel, comme objectif de revendre à un horizon relativement proche la cible acquise en générant une plus-value, d'où la volonté de maximiser rapidement les cash-flows afin d'optimiser la création de valeur. Dans le cas de LMBO 3 (reprise d'une cible impliquant le management) ou d'OBO 3 (montage où le chef d'entreprise se vend à lui-même une partie de ses titres afin de réaliser son patrimoine et ainsi dégager des liquidités), la croissance des cash-flows post-montage s'avère moins fréquente et serait imputable à une vision stratégique à plus long terme », concluent les analystes de la Banque de France.

La concurrence entre les choix patrimoniaux

Même dans le cas où une entreprise n'est pas sur les marchés financiers, ni n'a de compte à rendre à des fonds d'investissement, ses associés ne se tiennent pas à l'écart de l'humeur des marchés financiers. Qu'il s'agisse d'un actionnariat familial ou d'un noyau d'associés, constitué, au fil du développement de l'entreprise, par un réseau d'affaire, ils ne se désintéressent jamais du rendement de leur patrimoine. Or, ce dernier doit forcément soutenir, dans une certaine mesure, la comparaison avec la norme instituée au sein de la finance de marché, ceci pour deux raisons au moins :

- D'abord parce que tout ce qui se passe dans le domaine de la grande entreprise donne des idées aux plus petites. L'idée de rendements financiers du capital pouvant atteindre 15 à 20 % annuels a tendance à se répandre, au-delà des pages financières des journaux, à l'ensemble de la société. Elle fournit aujourd'hui une idée, sinon de ce qui doit être atteint,

¹¹⁶ *Bulletin de la Banque de France*, n° 187, 1^{er} trimestre 2012.

du moins de ce qui peut être atteint¹¹⁷. A partir de là, nul ne peut faire comme si cette possibilité était sans incidence sur son comportement. Un actionnaire familial ou, *a fortiori*, un associé en affaire, qui dispose d'une petite fortune, cherchera forcément à arbitrer, à la longue, entre les investissements qu'il veut entreprendre dans son entreprise, et les formules de placements qui lui sont offertes ailleurs. On imagine mal un propriétaire d'entreprise, même très attaché à « son » entreprise, se contenter pendant longtemps d'une performance de 2 % pour ses avoirs conservés dans « sa » société, alors que le marché regorge de formules de placements offrant un rendement 4 à 5 fois supérieur. Tôt ou tard il sera tenté de remettre sa boutique en ordre (pour s'approcher de la norme financière) ou de limiter son développement (consommateur de fonds propres) pour orienter ses gains vers d'autres placements ;

- A côté de cette possibilité d'arbitrage offerte aux propriétaires du jour, tout projet de cession ou de transmission sera gouverné, tôt ou tard, par les arbitrages des futurs acheteurs ou repreneurs, qui feront nécessairement leurs calculs. Ainsi, même si une entreprise n'est pas cotée, elle a un prix qui est calé, plus ou moins directement, sur la norme financière : soit les acheteurs savent comparer eux-mêmes les *price-earning ratios* et déterminent le prix qu'ils sont prêts à mettre pour racheter une affaire, en les comparant à ceux du marché financier, soit des experts cherchent à établir la « valeur » de l'entreprise pour en déduire un « juste prix »... et il procède de la même manière.

4.2.2. La transmission par le canal de l'endettement

Les éléments précédents n'excluent pas que s'exercent aussi au niveau des ETI et des PME les contraintes déjà énoncées à propos des micro-entreprises. Les difficultés de financement externe que rencontrent les très petites structures peuvent concerner en effet également des entreprises de plus grande taille, et les contraindre à privilégier l'autofinancement, ce qui exige la fixation de marges élevées et se traduit *ipso facto* par une rentabilité cible élevée. Cette exigence de rentabilité cible élevée peut être d'autant plus forte qu'il s'agit d'entreprises en croissance rapide : les besoins en fonds de roulement et en épargne nette pour financer l'accumulation à un rythme élevé en sont accrus d'autant¹¹⁸. De même, lorsque la pression des actionnaires ne s'y fait pas sentir sous forme d'une politique généreuse de versement de dividendes, cela peut être le corollaire d'une stratégie de constitution d'un patrimoine à plus long terme, qui sera réalisé au moment de la cession. On peut conjecturer que l'on trouvera

¹¹⁷ Rien que le spectacle offert à tout vent de l'élévation de la norme financière a pu faire qu'elle se répande par une sorte « d'isomorphisme institutionnel ». Il se peut ainsi que même les organisations qui ne sont pas soumises directement (juridiquement ou par un rapport de force) à cette norme, l'adoptent comme « l'air du temps ». Voir : Di Maggio P.-J. et Powell W.-W. (1983), « The iron cage revisited : institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields », *American Sociological Review*, vol. 48.

¹¹⁸ On peut saisir à cet endroit que les exigences financières sont pour partie en contradiction avec le souhait de voir se multiplier les « gazelles ». Car si les entreprises en croissance rapide sont contraintes de maintenir un taux de marge élevé, cela peut aller à l'encontre de leur compétitivité, et freiner l'extension de leurs débouchés... c'est-à-dire leur croissance. Dans ces conditions, seuls les modèles d'entreprise basés sur de solides atouts concurrentiels « hors prix » peuvent desserrer les mâchoires de cette prise en tenaille (entre rentabilité cible et croissance). Mais c'est dire qu'un monde où seuls les meilleurs peuvent survivre ne fait pas une bonne économie (et constitue même une contradiction : quand il ne reste que les meilleurs, qui d'entre eux survivra ? Les meilleurs des meilleurs ?).

cette configuration dans les entreprises ou les groupes détenus par un noyau d'actionnaires familial.

4.2.3. La transmission par les rapports interentreprises

La norme financière s'impose également aux PME et aux ETI à travers les relations industrielles qui structurent le tissu productif et traduisent les stratégies d'alliance ou de sous-traitance des firmes.

Les ETI sont largement structurés en groupes d'entreprises

Si les PME (moins de 250 salariés) restent encore assez largement à l'écart des stratégies de constitutions de groupe (à en juger par le fait que le nombre d'entreprises, 131 000, est assez proche du nombre d'unités légales qui les composent, 188 000), ce n'est pas le cas des entreprises de taille intermédiaires (de 250 à 4 999 salariés). Ces dernières, au nombre de 4 576 entreprises, regroupent en réalité 40 141 unités légales. Dit autrement : les quelques 2,8 millions de salariés qui travaillent dans ces unités de production industrielles ou de service, bien qu'ils puissent être salariés d'établissements ou d'agences de petite taille, appartiennent en réalité à des entreprises structurées en groupe, qui atteignent des effectifs respectables : 612 salariés par groupe. Ce segment des entreprises de taille moyenne est cependant bien moins représenté qu'en Allemagne, laquelle compte 16 000 PME employant entre 500 et 5 000 salariés (des ETI donc, dans la nouvelle dénomination de l'Insee)¹¹⁹. Cette sous-représentation des ETI en France est fréquemment invoquée comme l'une des explications possibles de la faible projection des entreprises françaises à l'exportation.

Les opérations qui contribuent à structurer les groupes animent une bonne partie d'entre eux chaque année. Ainsi, en 2011, un quart des ETI ont créé au moins une filiale dans l'année (tout comme en 2010) et 30 % d'entre eux ont pris des participations dans une autre entreprise¹²⁰. Mais la constitution de ces groupes ne reflète pas toujours une dynamique entrepreneuriale farouche, comme le constate Gaffard (2012) : « *Dans le cas de la France, les PME ont souffert moins de barrières à l'entrée que de barrières à la croissance. Leurs managers ont trop souvent été enclins ou incités à les céder à de grands groupes plutôt que d'en assurer la croissance. (...) Le tissu des petites et moyennes entreprises reste fragile, confrontées qu'elles sont à des barrières à la croissance qui tiennent aussi bien à la faiblesse d'un véritable esprit d'entreprise qu'à l'instabilité des relations avec leurs principaux clients que sont les grandes entreprises.* »¹²¹ Ces groupes, loin de constituer le creuset naturel d'un nouvel entrepreneuriat, déploient des stratégies économiques proches des logiques financières à l'œuvre dans la grande entreprise, comme le résume Levratto (2012a) : « *Les ETI ne sont que le reflet d'une évolution qui, en quinze ans, a fait quasiment disparaître les entreprises, grandes ou moyennes, véritablement indépendantes, au bénéfice d'une financiarisation croissante. Le groupe est devenu la structure dominante, parce que la plus adaptée à l'optimisation fiscale – on l'a encore vu avec la création de filiales par les grandes*

¹¹⁹ Gaffard (2012).

¹²⁰ « La conjoncture des entreprises de taille intermédiaire », Oséo, enquête annuelle, 2012.

¹²¹ Gaffard (2012).

entreprises à seule fin de capter le crédit impôt recherche¹²². Il existe donc des formes de concentration économique – par l’externalisation, le rachat systématique des PME innovantes par les grands groupes industriels ou financiers, la sous-traitance, les franchises, la généralisation de l’intérim, etc. – qu’occulte le seul critère de taille [de l’établissement]. »¹²³

Les relations de sous-traitance déversent la norme financière sur les preneurs d’ordre

La sous-traitance constitue une modalité particulière de transmission de la norme financière aux petites et moyennes entreprises. Les pratiques mises en œuvre à travers ces relations industrielles, qui se sont généralisées depuis une vingtaine d’années, ont bien souvent pour but, pour les donneurs d’ordre, d’extérioriser une partie de leurs salariés vers des entités preneuses d’ordre qui ne fournissent pas les mêmes conditions salariales à leurs employés. Il s’agit bien, selon Tinel *et alii* (2007) d’une stratégie visant à renforcer la subordination de la main d’œuvre au capital¹²⁴. Elle concerne au moins 11 % des emplois industriels. Les contraintes financières qui s’imposent aux grandes entreprises ont tendance à se déverser par cette voie sur les preneurs d’ordre, lesquels se trouvent ainsi eux-mêmes subordonnés aux objectifs financiers des donneurs d’ordre. Au bout de cette logique de déversement, les contraintes sont reportées sur les salariés, dont les conditions statutaires et salariales sont dégradées. Cette modalité de transmission de la norme financière, qui provoque un report de contraintes sur des parties tierces (sous-traitants et salariés de la sous-traitance) fait l’objet d’un développement particulier dans la dernière section de ce chapitre. L’objet de ce développement est d’en inférer les conséquences sur le plan macroéconomique, dans un environnement financier où les sous-traitants font l’objet de contraintes de financement plus strictes que les donneurs d’ordre.

4.2.4. Un effet de souffle de la norme financière sur l’ensemble de l’économie ?

L’élévation de la norme financière n’a pas concerné que les grandes entreprises cotées. Elle a touché, à des degrés divers, l’ensemble des entreprises. A des degrés divers, certes, mais les canaux de transmission sont suffisamment nombreux et variés pour qu’aucun type d’activité ou d’entreprise ait pu véritablement rester à l’abri. Même des activités ou des professions qui auraient pu se tenir à l’écart du mouvement, du fait de leur statut indépendant, de leurs assises traditionnelles, de leur vocation artisanale et/ou de leur rationalité « notabillière » se sont vues concurrencées directement par des groupes ou des réseaux d’entreprises investissant leurs marchés locaux, dans le commerce de détail, la petite restauration, les services aux particuliers (pressing, coiffure, photographie...), l’aide à domicile, les services juridiques, l’éducation, et même la santé, etc.

L’une des dynamiques les plus puissantes de ce mouvement général est cependant aussi l’une des plus insaisissables. C’est ce que l’on pourrait appeler, faute de mieux, l’effet de souffle.

¹²² Voir, notamment au sujet de l’optimisation fiscale et de la manipulation des prix de transfert internes au groupe afin de localiser les profits dans les paradis fiscaux, Askénazy (2012) et le contre-rapport Gallois de la Fondation Copernic et ATTAC « En finir avec la compétitivité ».

¹²³ Voir aussi Levratto (2012b).

¹²⁴ Tinel Bruno *et al.*, « La sous-traitance comme moyen de subordination réelle de la force de travail », *Actuel Marx*, 2007/1, n° 41, pp. 153-164. DOI : 10.3917/amx.041.0153.

On devrait théoriquement s'attendre à ce que l'élévation de la norme financière provoque, parmi l'ensemble des agents économiques sur lesquels elle pèse de la manière la plus évidente et la plus directe – les grandes entreprises cotées – une concentration sur les franges des affaires qui sont susceptibles de procurer les rendements marginaux les plus élevés. Cette concentration, résultant d'une sélectivité accrue des projets d'investissement, ressemble fort à un mouvement d'écémage, qui devrait théoriquement laisser des affaires moins rentables sur le côté (mais des affaires rentables tout de même)... prêtes à être saisies pour qui se contenterait de rendements plus faibles. Il faut croire que ce n'est pas comme cela que les choses se passent lorsque la norme financière s'élève. L'augmentation des rendements moyens ou marginaux exigés ne se traduit sans doute pas par le fait que les projets moins rentables soient *délaissés* par les acteurs les plus soumis à la norme – et rendus disponibles pour des agents moins exigeants. Cela se traduit par le fait que ces projets – ou ces opportunités – *disparaissent* tout simplement, une fois la barre mise un peu, voire beaucoup plus haut. La concentration sur les projets les plus rentables ne laisse pas forcément de franges moins rentables (à exploiter tout de même) à la marge de ce mouvement d'écémage. Car ce dernier détruit vraisemblablement les conditions de viabilité des projets moins ambitieux : en préemptant les meilleurs emplacements, en faisant monter les prix du foncier, en débauchant les spécialistes nécessaires au succès des affaires, en exploitant les rendements d'échelles, en déclassant les projets plus modestes par des innovations plus ou moins durables, en faisant monter les normes techniques et juridiques, en calibrant les attentes du public, en standardisant et en garantissant la qualité des produits...¹²⁵ Si l'on pouvait prouver qu'un tel effet de souffle est effectivement à l'œuvre, alors on aurait encore moins de peine à s'expliquer pourquoi c'est toute la société qui se trouve emportée par l'élévation de la norme financière : car la partie de la société qui ne s'y soumet pas, se voit déposséder des opportunités même de faire moins bien et de s'en contenter. Comme au saut en hauteur, ceux qui ne peuvent franchir la barre lorsqu'elle s'élève, s'arrêtent de sauter...

4.3. Modélisation des impacts macroéconomiques du déversement sur les PME de la norme financière, à travers la pressurisation des sous-traitants et le rationnement du crédit

Dans cette troisième section, nous allons modéliser les effets macroéconomiques du renforcement de la norme financière, en insistant plus spécifiquement dans le modèle sur la place des PME. L'idée est de voir comment les PME sont affectées par ce choc qui ne les concerne *a priori* pas directement. En effet, nous retenons comme scénario de base un choc provoqué par le renforcement de la norme de rentabilité exigée à des grandes firmes cotées. Ce sont donc elles qui subissent initialement la pression de la norme financière. Mais nous supposons ensuite qu'un mécanisme de report de contraintes en cascade va progressivement amener la charge de l'ajustement dans les mains des PME où, comme dans un jeu de domino,

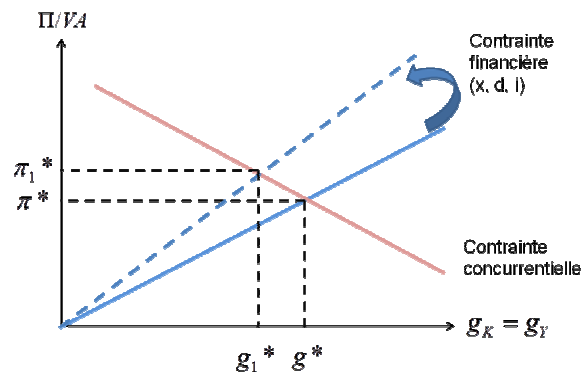
¹²⁵ A titre d'exemple : il pourrait être moyennement rentable (mais rentable tout de même) pour une compagnie de téléphone d'équiper tout le territoire d'antennes 4G. Mais il pourrait être beaucoup plus rentable pour elle de se limiter aux 60 % du territoire sur lesquels la population est la plus concentrée (pour maximiser ses rendements d'échelle). Si elle procède ainsi, il est certain que les 40 % du territoire qu'elle aura délaissés ne seront une opportunité (même médiocre) pour personne. Autre exemple : lorsqu'une chaîne très connue de restauration rapide s'installe quelque part, il est peu probable que cela agglomère sur ses flancs des vendeurs de sandwich jambon-beurre (à 2 €) attirés par le segment moins rentable du marché, délaissé par le *fast food* franchisé.

ce sont finalement les salariés de ces PME qui feront office de dernier élément en bout de chaîne, avec une prise en charge de cette pression financière adressée aux grandes firmes sous la forme de rémunérations bloquées et de conditions de travail dégradées. Le modèle macroéconomique que nous proposons analyse ensuite les conséquences, pour l'économie dans son ensemble, de cet ajustement imposé aux PME, et à leurs salariés.

4.3.1. Le scénario retenu

Le point de départ de notre scénario macroéconomique est un raffermissement des exigences de rentabilité en provenance des marchés financiers. En quelques mots, cela signifie que les actionnaires réclament un versement plus important de dividendes aux grandes firmes. Si l'on souhaitait traduire cela dans l'espace de la théorie de la firme de Wood vue dans le chapitre 2, cela signifie que la contrainte financière rencontrée par les grandes firmes se redresse, se faisant ainsi plus pressante sur les projets d'investissement qu'il est possible de financer avec un même taux de marge.

Le diagramme de Wood et la contrainte financière renforcée



Il est ici possible de prendre le parti selon lequel les grandes firmes ne vont pas se satisfaire de cette situation contrainte, et qu'elles vont chercher à repousser la contrainte, à la transférer à d'autres catégories d'acteurs, en l'occurrence les PME.

Les raisons qui poussent les grandes firmes à chercher à échapper à la contrainte financière accrue qu'elles subissent à cause des exigences actionnariales sont simples à comprendre dans la théorie de Wood : les firmes sont attachées à une structure financière cible, et elles ne veulent pas y déroger. Plus précisément, le versement contraint de dividendes déforme la structure financière des grandes firmes, et met en péril le financement de l'investissement (par le canal du taux d'autofinancement désiré), voire même le rythme de l'investissement poursuivi. Les grandes firmes devraient donc faire appel, pour compenser, à du financement externe (crédit bancaire). Mais face au durcissement régulier des exigences de distribution de dividendes, les entreprises ne peuvent sans cesse compenser par une augmentation de l'endettement. Pour défendre, voire rétablir leur capacité à s'autofinancer tout en distribuant plus de dividendes, les firmes ont plusieurs solutions :

- Augmenter les prix ;
- Réduire les coûts ou, ce qui en est une expression, augmenter la productivité.

Pour le dire clairement, notre analyse va évacuer la première proposition, non pas qu'elle soit impossible, mais parce que nous pensons que ça n'est plus forcément, actuellement, le principal canal de transmission de la norme financière. Les politiques de concurrence mises en place dans un grand nombre de pays développés depuis plusieurs décennies – et notamment en Europe – exercent une certaine pression sur les prix pratiqués par les entreprises. Nous envisageons donc que la norme financière se transmette au moins en partie *via* une réduction des coûts.

Parmi les coûts de production sur lesquels la firme faisant face à un durcissement des exigences financières peut exercer une pression, il y a d'abord les coûts salariaux. C'est déjà un premier levier qui a été mobilisé depuis plusieurs décennies, le phénomène étant assez bien documenté dans la littérature économique sur le partage de la valeur ajoutée entre capital et travail (*cf.* la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée dans le chapitre 2).

Nous pensons cependant que ce levier d'action comporte des limites pour les grandes entreprises cotées :

- D'abord, ces entreprises étant de grande taille, les structures salariales collectives (CE, CHSCT, représentants du personnel, délégués syndicaux...) y sont en général plus nombreuses et développées ;
- Deuxièmement, en ayant des tâches de management et de gestion plus importantes que dans les petites entreprises – elles ont plus de cadres supérieurs notamment –, elles sont contraintes à des politiques salariales plus généreuses sur au moins une partie de la masse salariale.

C'est pourquoi nous mettons en avant l'idée que c'est par leur stratégie envers les « firmes en amont » (fournisseurs, sous-traitants) que les grandes firmes cotées disposent d'un levier pour dégager des marges financières sans affecter leur politique de prix et sans remettre en cause fondamentalement leur politique salariale. Cette pressurisation renvoie à une réalité bien ancrée dans le paysage industriel français où de plus en plus de PME sont adossées à un groupe¹²⁶ et où les rapports sur les mauvaises relations entre donneurs d'ordre et preneurs d'ordre sont nombreux¹²⁷.

¹²⁶ Si en 1996, 21 % des PME étaient adossées à un groupe, en 2006, ce chiffre était passé à 49 %. Voir Pauline Givord, Claude Picart, Fabien Toutlemonde, (2008), *La situation financière des entreprises : vue d'ensemble et situation relative des PME*, Paris, Insee, coll. « L'économie française », p. 87.

¹²⁷ Afin de freiner les dérives de cette pression des groupes sur les PME et les sous-traitants, un médiateur des relations interentreprises industrielles et de la sous-traitance a été institué en 2010. Il est sensé veiller au respect de bonnes pratiques et, en cas de conflit, permettre de rééquilibrer quelque peu le rapport de force entre les parties en présence. Pour un aperçu des pratiques des grands groupes envers leurs fournisseurs, on peut se rapporter aux déclarations de Jean-Claude Volot, médiateur des relations interentreprises industrielles entre 2010 et 2012, dans le *Nouvel Économiste* du 10 novembre 2011 : « Pour éviter une réaction virulente du fournisseur consécutive aux mauvaises pratiques, l'entreprise cliente menace parfois de le blacklister. Les discours de certains responsables au sein de grandes entreprises françaises, connues comme des fleurons nationaux, peuvent prendre des tournures invraisemblables et révéler les pires chantages et coups bas économiques. » Les mauvaises pratiques répertoriées par le médiateur sont au nombre de 37 et vont du non-respect du contrat existant (modification unilatérale de certaines clauses) à la rupture unilatérale du contrat, au viol des droits de propriété intellectuelle pour des innovations réalisées dans les PME sous-traitantes mais utilisées dans les grands groupes... Les retards de paiement sont aussi très nombreux, ce qui nécessite pour les PME de disposer d'une trésorerie relativement plus importante que celle des grands groupes. Jean-Claude Volot pointait également une cause essentielle de ces dérives : « Les taux de retour sur investissement attendus dans les entreprises, qu'elles

Cette stratégie de pressurisation des firmes en amont peut prendre diverses formes (externalisation, rapport de sous-traitance, etc.), mais a, au niveau macroéconomique, une seule et même conséquence : la baisse des coûts de production, principalement la baisse du coût des consommations intermédiaires (que ce soient de biens ou de services). Cette analyse se place dans la lignée de travaux sur les pratiques d'externalisation et délocalisation comme sources de profits supplémentaires, par exemple ceux de Milberg (2009) qui, en parlant de « *shift towards cost control* » voit ces pratiques comme la source récente d'augmentation des profits en lieu et place de l'ancienne stratégie qui consistait simplement à augmenter les prix¹²⁸.

4.3.2. Présentation du modèle macroéconomique

La modélisation que nous proposons n'a qu'une vertu illustrative, pédagogique, mais n'est en aucun cas une description se voulant parfaitement réaliste de l'économie française. L'apport de ce modèle est de nous donner à voir ce qui se passe dans une économie virtuelle lorsque des grandes firmes subissant une norme financière plus pressante répercutent cette contrainte sur des firmes en amont, qui se retrouvent également contraintes dans leur financement par les banques. Le modèle ne nous permet pas de poser un diagnostic précis et quantifié sur les conséquences macroéconomiques à attendre, en termes par exemple de points de croissance et de nombre d'emploi, d'une augmentation de $x\%$ des dividendes versés par les grandes entreprises. Ce modèle repose sur des hypothèses simplificatrices, mais ce sont ces abstractions qui permettent de traiter la question que nous nous sommes choisie : le cas précis d'une diffusion de la norme financière à des petites entreprises par le double canal de relations interindustrielles de domination avec la sous-traitance d'une part, et d'une discrimination bancaire pesant sur le financement de ces petites entreprises d'autre part. Certaines hypothèses pourront sembler trop abruptes, mais elles sont nécessaires dans un travail de modélisation afin d'isoler la chaîne causale de ce phénomène, sans perturbation par d'autres phénomènes, et ainsi pouvoir inférer des conclusions de portée macroéconomique sur les conséquences de cette pression financière transférée aux petites entreprises.

Le modèle que nous développons est un modèle macroéconomique (d'inspiration keynésienne, et même plus précisément post-keynésienne), basé sur une méthodologie de cohérence comptable entre les flux et les stocks (modèles dits « SFC » pour « *stock-flow consistent* » ou « stock flux cohérents »).

Le squelette de ce modèle est décrit par la figure 4.1. Trois secteurs productifs composent ce modèle : un secteur produisant un ou des bien(s) de consommation, un secteur produisant un ou des « biens intermédiaires » (*inputs*, consommation(s) intermédiaire(s)) qu'il vend au premier secteur, et enfin un secteur produisant un ou des bien(s) de production (machines...).

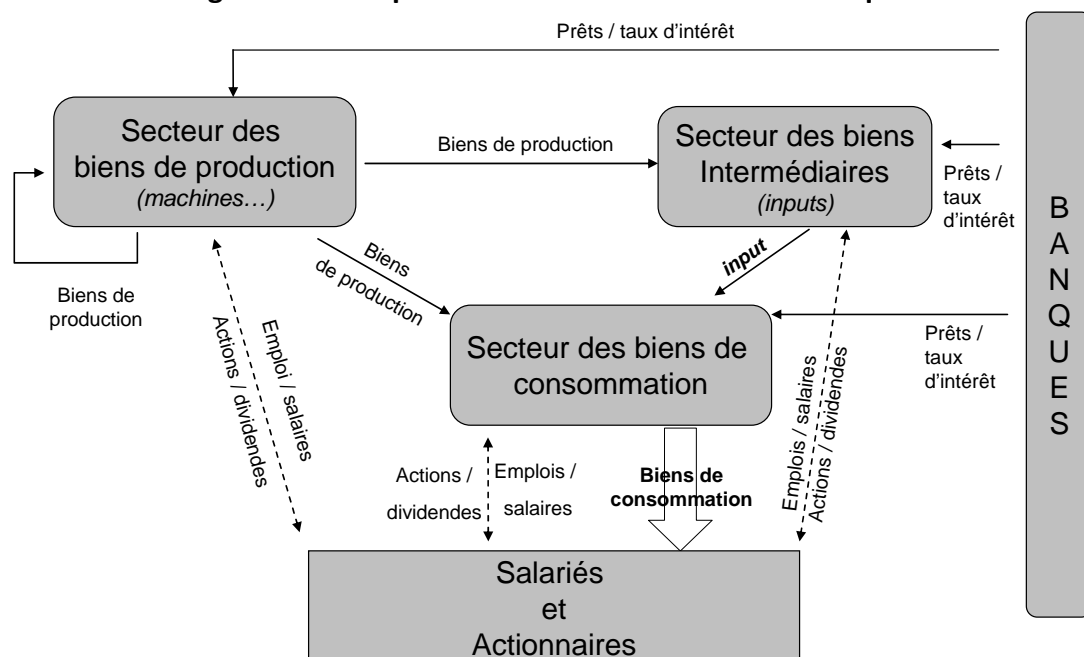
soient cotées ou non, atteignent des niveaux invraisemblables, jusqu'à 15-20 %. Les rendements demandés sont beaucoup trop élevés. Ces objectifs conduisent à toutes les méthodes imaginables pour générer des liquidités. Les développements à long terme ne sont plus du tout pris en compte dans l'analyse des résultats. »

¹²⁸ Milberg, W. (2009), « Pricing and Profits Under Globalized Production. A Post-Keynesian Perspective on U.S. Economic Hegemony » in *Money and Macrodynamics: Alfred Eichner and Post-Keynesian Economics*, Lavoie, M., Rochon, L.P., et Seccareccia, M., (éds.), 2009, M.E. Sharpe Inc.

Ces trois secteurs emploient des salariés à qui ils versent des salaires. Ils versent des dividendes aux détenteurs d'actions (actionnaires, que l'on appelle parfois les rentiers, car tirant leur revenu de la seule possession d'actifs).

Le comportement des banques est important dans ce modèle : le système bancaire octroie des crédits aux trois secteurs de notre économie, mais en restreignant potentiellement cet octroi de crédit par rapport à ce qui est demandé par les entreprises. Les entreprises déterminent un montant d'investissement (achats de biens de production) qu'elles souhaitent mettre en œuvre à chaque période, et, sur la base de l'arbitrage qu'elles réalisent (sous la contrainte) entre distribution du profit sous forme de dividendes et conservation de ce profit à des fins d'autofinancement, expriment une demande de crédit auprès des banques. Ces dernières vont potentiellement accorder moins que ce qui est demandé sur la base de différents éléments : le taux d'endettement ainsi que le taux d'autofinancement des périodes précédentes. Ce principe avait déjà été introduit de manière originale par Le Héron et Mouakil (2008) dans un modèle post-keynésien, mais avec un seul secteur des entreprises. Nous approfondissons ici l'idée en introduisant un mécanisme de discrimination bancaire à l'égard des entreprises : les banques, pour différentes raisons, prennent en compte plus durement les conditions financières des entreprises du secteur produisant le bien intermédiaire (supposées être des petites entreprises et/ou sous-traitantes). De plus, les banques appliquent des taux d'intérêt différenciés sur les encours de crédit, en étant à nouveau plus dures avec les petites firmes du secteur produisant le bien intermédiaire.

Figure 4.1. Composition du modèle macroéconomique



Le modèle comportant de nombreuses équations (environ 90), nous renvoyons sa présentation à l'annexe C. La résolution du modèle passe par l'assignation aux paramètres de valeurs plausibles et réalistes, et par la simulation d'un choc sur un ou plusieurs paramètres qui nous intéressent. Ici, nous allons provoquer de manière très simple une hausse du taux de distribution de dividendes des firmes du secteur produisant le bien de consommation (ces

firmes étant supposées être les grandes firmes, quand les firmes du secteur des biens intermédiaires sont supposées être des firmes plus petites)¹²⁹.

4.3.3. Conclusions du modèle

Dans un souci de lisibilité, nous ne reproduisons pas ici l'ensemble des résultats de ce modèle, mais nous focalisons notre attention sur les principales conclusions à retenir sur le plan macroéconomique. Les conséquences principales de cette hausse du taux de distribution de dividendes par les grandes firmes sont les suivantes :

- Ralentissement de la croissance économique ;
- Réduction des salaires dans le secteur des sous-traitants/PME.

L'explication de ces effets peut se résumer de la manière suivante :

- Face à une hausse de la distribution du profit sous forme de dividendes, les firmes du secteur produisant le bien de consommation voient leurs marges de profit diminuer, ce qui limite leur capacité à investir car cela réduit leur autofinancement ;
- Les banques durcissent de ce fait leurs conditions de financement ;
- Pour maintenir leur structure de financement initiale, ces firmes exigent des baisses de prix de la part de leurs fournisseurs et/ou sous-traitants, de manière à rétablir leurs marges de profit, et grâce à leur position dominante sur ces firmes, elles parviennent à obtenir ces baisses tarifaires ;
- Ces PME se retrouvent donc à supporter une baisse de leurs propres marges de profit, alors même qu'elles n'étaient pas concernées par le choc initial de versement de dividendes aux actionnaires des grandes firmes. Elles subissent donc à leur tour une dégradation de leur situation financière, qui réduit leur capacité d'investissement (baisse de l'autofinancement et durcissement des conditions bancaires) ;
- Le problème est que ces PME étant plus durement évaluées par les banques, elles ont encore moins la capacité que les grandes firmes à supporter cette contrainte. Elles vont donc devoir s'en défaire à leur tour. Dans notre modèle, au niveau macroéconomique, ces PME n'ont d'autre échappatoire que de répercuter la baisse des tarifs qui leur est imposée sur leur propre politique salariale, en comprimant les salaires (recours accru à l'intérim, conditions salariales moins avantageuses, etc.). On observe donc une hausse des disparités salariales entre grands groupes et petites entreprises (phénomène observé au niveau statistique en France).

La hausse de distribution de dividendes par les grandes entreprises a cependant un effet récessif global car les profits distribués sont supposés être consommés dans une proportion moindre que ces profits n'auraient été dépensés (en investissement) par les firmes, ou consommés par les salariés. Finalement, l'effet sur l'économie est globalement négatif : on observe une réduction des taux d'utilisation des équipements, des rythmes d'investissement et

¹²⁹ Une manière de rattraper les choses avec un exemple concret serait de coller l'image des firmes de la grande distribution dans le secteur des biens de consommation, et de coller l'image des producteurs de fruits et légumes dans le secteur des biens intermédiaires !

du taux de croissance de l'emploi (cela signifie donc que l'économie simulée ici continue de croître, mais à un rythme plus faible).

Le déversement « en cascade » de la contrainte initialement imposée aux grandes entreprises financiarisées est ce qui permet à ces dernières de maintenir leur structure de financement de l'investissement, et ce qui permet aux entreprises sur qui elles se défont de faire de même. À la fin des simulations, les entreprises ont restauré leur structure de financement de l'investissement, tout en ayant augmenté la proportion de profits qui est distribuée en ce qui concerne les grandes firmes. Les PME, quant à elles, bien que n'ayant potentiellement pas ou peu d'actionnaires, ont eu à en subir de manière détournée les exigences, et ce sont au bout du compte leurs salariés qui en paient la facture (par de moins bonnes conditions de travail et de rémunération). Mais au-delà de ces effets catégoriels, l'ensemble de l'économie est déprimée par cette augmentation de la norme financière, initialement limitée aux grandes entreprises cotées.

Conclusion générale

L'ensemble des difficultés de l'économie française ne saurait se résumer à un problème de compétitivité-coût des productions hexagonales. La France est certes confrontée à une dégradation de son commerce extérieur, mais cette dégradation possède des causes politiques et institutionnelles (les stratégies de désinflation compétitive des pays du Nord de l'Europe, dans un contexte de monnaie unique et de marché unifié des biens et services) qui génèrent des effets de demande inédits, pour l'instant défavorables aux pays du Sud de l'Europe. Ces derniers souffrent davantage de ces effets demande et de leurs handicaps en termes de compétitivité hors coût, que d'un coût du travail trop élevé.

Le fait que les « problèmes de compétitivité » occupent le devant de la scène n'est cependant pas contingent, ni même complètement déplacé, lorsqu'on situe ce diagnostic dans le contexte plus vaste qui permet de remettre ces problèmes à l'endroit. Comme souvent en économie, le vrai se présente d'abord comme un moment du faux. La période de globalisation économique et financière, inaugurée il y a maintenant une quarantaine d'années, a en effet développé – même si cela reste un idéal très imparfait, et même trompeur – une sorte de « terrain de jeu aplani » dans lequel les différents espaces macroéconomiques se sont retrouvés en concurrence généralisée, sans plus aucune écluse ni régulation pour gérer les différences de productivité, de rythmes d'évolution des salaires ou d'inflation, les différentiels de taux de croissance, etc., qui traversent nécessairement ces différents espaces.

Dans ce monde aplani, chaque pays ou chaque zone économique (autrefois plus autonome) est dorénavant tarauté par sa contrainte extérieure, étant donné que toute augmentation de son revenu national se traduit immédiatement par une augmentation accrue de sa demande externe, et en conséquence un contre-effet récessif en interne. La contrainte extérieure, toutes choses égales par ailleurs, impose donc à chacun de se développer moins vite que les autres, dès lors que les agents économiques sont sensibles à l'équilibre de leurs comptes (McCombie et Thirlwall, 1994). Ce régime de concurrence mondialisée, parfois qualifié de dépressionnaire (Krugman, 2000 ; Lordon, 2009), est un jeu tragique, à somme négative, qui ne fait que des perdants. Parmi ceux-ci, certains sont plus perdants que d'autres. On dit alors de ces derniers qu'ils ont un problème de compétitivité. Mais si l'on veut être juste, et prendre à ses propres mots la pensée vulgaire du moment, on doit reconnaître que dans le contexte de la globalisation libérale, c'est la terre entière qui a un problème de compétitivité ! Un problème qui pousse chaque pays à se réfugier dans des stratégies néo-mercantilistes, à base de rigueur budgétaire et salariale, qui aggravent le caractère dépressionnaire en question (van Treeck, 2010).

Ce problème, qui est structurellement lié au mouvement de globalisation irréflecti, se double de celui que nous avons qualifié dans cette étude de « surcoût du capital ». La libéralisation financière a en effet promu les marchés d'actifs et les institutions financières au rang de juges suprêmes et de censeurs des projets d'entreprise censés valoir la peine (ou pas) d'être mis en œuvre. A tel point que l'on peut dire de cette période du capitalisme financiarisé ce que Keynes (1933) disait du XIX^e siècle : elle « *a excessivement étendu le champ d'application de*

ce qu'ont 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. (...) Nous devons rester pauvres parce que ça ne « paye » pas de devenir riche. Nous devons vivre dans des taudis, non pas parce que nous sommes incapables de construire des palaces, mais parce que nous ne pouvons pas nous le permettre ». L'élévation de la norme financière a profondément réorienté les politiques de développement des entreprises, en privilégiant les stratégies de moyen/long termes capables de dégager de la marge, plutôt que les stratégies qui ouvrent à des perspectives de croissance. D'une certaine manière, la pression actionnariale a contraint les entreprises à réaliser leurs profits contre les salaires, plutôt que par l'expansion économique. Les actionnaires en touchent les dividendes, mais les salariés subissent pour leur part une double peine : non seulement ils font les frais de la ponction accrue que la rente opère sur la richesse produite par les entreprises, mais ils doivent aussi s'accommoder de l'immense gaspillage des richesses qui pourraient présenter un intérêt économique, social, écologique (gaspillage dont l'autre face est le chômage)... mais qui ne sont tout simplement pas produites parce qu'elles ne rapportent pas les fameux 15 % de retour sur fonds propres.

C'est ce qui a été développé en substance dans ce rapport. Ce faisant, un certain nombre d'éléments de diagnostic ont été posés au sujet des difficultés que nous traversons actuellement, difficultés que l'on attribue un peu trop facilement aujourd'hui à un « problème de compétitivité », et des explications ont été données pour tenter de faire comprendre la nature plus profonde du mal qui ronge les économies anciennement développées. L'essentiel de nos problèmes réside dans l'articulation micro-macro d'un régime d'accumulation complètement pathologique qui cherche le secret du profit sans l'accumulation.

On peut tenter de résumer ces éléments de diagnostic et ces convictions en une dizaine de points :

- i) Les déséquilibres des balances commerciales en Europe ne proviennent pas principalement de problèmes de compétitivité-coût entre les pays ;
- ii) Ces déséquilibres sont générés par *les effets demande* résultant des évolutions différenciées des salaires et des prix entre les pays ;
- iii) Dans la mesure où il reste une part de l'explication attribuable à la compétitivité, il s'agit pour l'essentiel de facteurs hors coûts ou hors prix ;
- iv) Les difficultés que nous traversons ont une origine plus lointaine et plus profonde. Elles ressortissent à l'élévation de la norme financière, partout dans le monde, sous l'effet de la libéralisation financière et de la globalisation ;
- v) Au niveau microéconomique, l'élévation de la norme financière, en durcissant la contrainte de financement des entreprises, impose une augmentation du taux de marge et induit un ralentissement du rythme de l'accumulation du capital ;
- vi) Au niveau macroéconomique, la baisse de rythme de l'accumulation engendre une demande effective chroniquement dépressive. Au niveau institutionnel et politique, ceci pousse à la recherche d'expédients visant à développer des canaux auxiliaires (et

précaires) de la formation de la demande globale. La crise a surgi au moment de la rupture des digues provisoirement édifiées pour laisser se développer ces canaux ;

- vii) L'élévation de la norme financière, qui est en grande partie responsable de tout cela, est largement assimilable à un surcoût du capital. Elle produit une augmentation de la rente financière, dont la plus grande part est dispensable économiquement et socialement ;
- viii) Ce surcoût du capital est mesurable. Il représente entre 40 et 50 % du coût réel du capital ;
- ix) L'élévation de la norme financière ne concerne pas que les grandes entreprises cotées. Elle a contaminé par divers canaux l'ensemble des entreprises, y compris les PME ;
- x) L'un de ces canaux passe par l'intégration des entreprises dans des rapports de sous-traitance, dans un contexte de rationnement du crédit pour les petites entreprises. Les contraintes de rendement des grandes entreprises sont alors déversées sur les sous-traitants et leurs salariés. Ceci renforce le caractère dépressionnaire du capitalisme financiarisé : au niveau macroéconomique, la croissance économique s'en trouve ralentie, sous l'effet d'une contraction de l'accumulation du capital et de la consommation.

L'évaluation du surcoût du capital qui est au centre de cette étude donne à réfléchir. Les ordres de grandeur que nous avons fournis (entre 40 et 50 %) peuvent certes être affinés. On peut sans doute s'y prendre de manière plus soignée pour estimer le risque entrepreneurial ou pour évaluer le coût de production du crédit... Il n'est pas évident, cependant, qu'en affinant, on changerait grand-chose au caractère impressionnant du résultat. Car ce dernier provient plus d'un changement de perspective que d'un « truc » de calcul. C'est le résultat que l'on obtient lorsque l'on est convaincu qu'il faut abandonner les indicateurs de rentabilité pour exprimer le coût du capital. Lorsque l'on s'intéresse au coût du capital pour les entreprises (lequel est un flux annuel) et que l'on cherche à le rapporter à son objet (le capital lui-même), il convient de rapporter ce coût, non pas au stock de capital, comme on le fait lorsque l'on se place du point de vue de la propriété, mais au coût de fabrication annuel du capital.

En procédant ainsi, on fait clairement apparaître que les conditions de mise en œuvre du capital productif, en particulier celles qui ont trait à son financement, peuvent rendre très onéreux l'ensemble des projets de création de richesse, au point de constituer un véritable frein au développement économique, social et écologique. La propriété privée du capital et, plus largement, son financement privé, peuvent sans doute se justifier – comme on le fait depuis Smith et Ricardo – par le fait que le calcul de rentabilité des propriétaires ou des prêteurs oriente spontanément et efficacement les financements là où les équipements neufs sont les plus utiles. Mais les bénéfices sociaux de cette opération, toujours hypothétiques (concernant l'allocation optimale des ressources nouvellement créées) peuvent carrément passer au second plan, si le coût de ce mode opératoire, générateur de rentes indues, contraint la société, comme aujourd'hui, à restreindre la création de ressources nouvelles, en se passant de toute action collective (privée comme publique) qui ne franchit pas le seuil des 15 %.

On doit regretter à cet endroit de ne pas avoir grand-chose de neuf à dire. L'affaire est en effet parfaitement claire depuis Keynes (il suffit de remplacer « intérêt » par « surcoût du capital », dans le texte de la *Théorie générale*) : « *Le détenteur du capital peut obtenir un intérêt parce que le capital est rare, de même que le détenteur du sol peut obtenir une rente parce que le sol est rare. Mais, tandis que la rareté du sol peut s'expliquer par des raisons intrinsèques, il n'y a pas de raisons intrinsèques qui expliquent la rareté du capital.* » Le rôle du bon réformateur, et de tous les acteurs qui recherchent le progrès économique et social devrait être, selon Keynes, de faire baisser ce surcoût du capital, jusqu'à ce que le développement des forces productives soit suffisant pour assurer le plein emploi. « *Ceci ne veut pas dire, ajoute Keynes, que l'usage des biens capitaux ne coûterait presque rien, mais seulement que le revenu qu'on en tirerait n'aurait guère à couvrir que la dépréciation due à l'usure et à la désuétude, augmentée d'une marge pour compenser les risques ainsi que l'exercice de l'habileté et du jugement.* » A ceux qui s'inquiètent de cette perspective funeste pour les revenus de capital, Keynes, qui se considère plutôt comme un libéral, se veut rassurant : « *Cet état de chose serait parfaitement compatible avec un certain degré d'individualisme. Mais il n'impliquerait pas moins l'euthanasie du rentier et par suite la disparition progressive du pouvoir oppressif additionnel qu'a le capitaliste d'exploiter la valeur conférée au capital par sa rareté.* »¹³⁰

On doit regretter aussi, au moment de terminer cette étude, d'avoir laissé dans l'ombre au moins deux points qui touchent de très près notre sujet et qui constituent des limites de cette étude. En soulignant ces limites, on suggère de fait des prolongements possibles :

- Le premier point a trait à cet « immense gaspillage » dont on vient de parler. Peut-on se faire une idée de l'ampleur des richesses perdues – parce qu'elles ne seront jamais produites – du fait de l'élévation de la norme financière ? Au-delà, donc, du surcoût du capital pour les entreprises, il serait sans doute intéressant, juste pour savoir, de disposer d'une évaluation du coût social, collectif, de la mise en jachère de nos forces productives – et de leur destruction – résultant du niveau infondé du « critère financier ». On pensera peut-être spontanément qu'un tel travail a quelque chose d'aventureux. Parler de ce qui n'a jamais existé – et proposer de le mesurer –, c'est un peu comme faire parler les morts : au mieux, ce serait indécent ; au pire, ce serait manipulateur. Mais comme l'époque est à la prise de risque, on ferait bien le pari que cette tâche pourra un jour être entreprise honnêtement ;
- La deuxième limite de cette étude est qu'elle ne prend pas en compte les variations de cours des actifs (que ce soit les actifs réels ou les actifs financiers), et elle ne prend pas non plus en compte la rente immobilière et foncière. Or ces deux éléments sont susceptibles de modifier assez radicalement un certain nombre de conclusions de l'étude. Si l'on prenait en compte la rente immobilière et foncière (les loyers payés par les entreprises), par exemple, cela viendrait immédiatement alourdir le surcoût du capital. Si l'on prenait en compte les réévaluations des actifs immobiliers (dues à la hausse des prix des immeubles, terrains, infrastructures...), l'affaire serait moins évidente : cela aurait des conséquences positives sur les entreprises qui sont propriétaires de leurs terrains ou

¹³⁰ Toutes ces citations sont extraites de Keynes (1936, p. 369)

immeubles, et cela aurait des conséquences négatives pour celles qui sont locataires... ou qui doivent procéder pour la première fois à une acquisition. Si ces éléments n'ont pas été pris en compte, ici, ce n'est pas parce qu'ils sont secondaires, c'est parce qu'ils représentent à eux seuls un continent à explorer. La difficulté, à cet endroit, provient de deux sources : les données peuvent être beaucoup plus difficiles à réunir concernant les rentes foncières et immobilières (car elles ne figurent pas dans les comptes de revenu de la Comptabilité nationale), et les effets des hausses de prix, des terrains où des immeubles, sont plus complexes à analyser. Mais c'est un chantier qui pourrait se révéler extrêmement intéressant. On peut en effet avoir l'intuition que c'est sur ce terrain également que se joue une grande partie de la lutte entre la propriété et l'entreprise.

Bibliographie

AGLIETTA, M. (1976), *Régulation et crises du capitalisme. L'expérience des Etats-Unis*, Paris : Calmann Lévy.

ÁLVAREZ PERALTA, I. (2012), Financialization and the wage-labor nexus : the case of France, Joint conference AHE, IPE, AFEP, Paris, July 5-6.
<http://www.assoekonomiepolitique.org/political-economy-outlook-for-capitalism/?p=557&lang=fr>

ARTUS, P. et COHEN, D. (1997), « Partage de la valeur ajoutée », Rapport du CAE, n° 2, Paris, la Documentation Française.

ARTUS, P., (2012), « Il faut admettre la réalité : en France et en Italie, les coûts salariaux sont trop élevés », *Flash économie*, n° 328, 9 mai 2012, Natixis.

ASKENAZY, 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.

ASKENAZY, P., (2012), « Un choc de compétitivité en baissant le coût du travail ? Un scénario bancal qui évince des pistes alternatives », *Document de travail du Cepremap*, n° 12-08

BAGHLI, M., CETTE, G. et SYLVAIN, A. (2003), « Les déterminants des taux de marge en France et quelques autres grands pays industrialisés : analyse empirique sur la période 1970-2000 », *Économie et Prévision*, n° 158, 2, pp. 1-25.

BANQUE DE FRANCE, (2011), « Les entreprises en France en 2010 : une situation en demi-teinte », *Bulletin de la Banque de France*, n° 186, 4^e trimestre.

BANQUE DE FRANCE, (2012), « Les défaillances d'entreprise, France », *Stat Info*, juillet 2012.

BAVEREZ, N. (2012), *Réveillez-vous*, Paris : Fayard.

BLANCHARD, O. et G.-M., MILESI-FERRETTI, (2012), (Why) Should Current Account Balances Be Reduced?, *IMF Economic Review*, 60(1) : 139-150.

BOYER, R., et MISTRAL, J., (1982), *Accumulation, inflation, crises*, Paris : PUF.

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.

BATSCH, L. (2002). *Le capitalisme financier*, Paris : La Découverte (Repères).

CACHIA, F., (2008), « Les effets de l'appréciation de l'Euro sur l'économie française », *Note de Synthèse*, Insee, Paris, 20 juin 2008.

CETTE, G. et MAHFOUZ, S., (1996), « Le partage primaire du revenu : un constat descriptif de longue période », *Économie et Statistique*, n° 296-297, pp. 165-189.

- CETTE, G. et SYLVAIN, A., (2001), « Partage primaire du revenu et rendement du capital : quelques repères empiriques pour plusieurs grands pays industrialisés », *Bulletin de la Banque de France*, n° 93, pp. 73-89.
- COE-Rexecode (2012), *Tableau de bord de l'industrie française*, octobre, 2012.
- COE-Rexecode (2012b), « La compétitivité française en 2011 », *Document de Travail*, n° 28.
- COE-Rexecode (2012c), « La compétitivité française en 2012 », *Document de Travail*, n° 38.
- CORDONNIER, L., (2000), *Pas de pitié pour les gueux, Sur les théories économiques du chômage*, Raisons d'agir Edition, Paris, 2000.
- 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), « The Requirements of Finance and the Glass Ceiling of Return on Capital », *Symposium on Financialization : Post-Keynesian Approaches*, Université Lille 1, 29 avril 2008.
- CORDONNIER, L., (2010), *L'économie des Toambapiks*, Paris : Raisons d'agir.
- COTIS, J.-P. et RIGNOLS, E., (1998), « Le partage de la valeur ajoutée : quelques enseignements tirés du paradoxe franco-américain », *Revue de l'OFCE*, n° 65, pp. 293-344.
- COUTROT, T., HARRIBEY, J.-M., HOLCBLAT, N., HUSSON, M., KHALFA, P., RIGAUDIAT, J., TREILLET, S., (2012), « Pour en finir avec la compétitivité », Attac et Fondation Copernic, octobre 2012.
- 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. et VAN TREECK, T. (2011), « Conflicting Claims and Equilibrium Macroeconomic Adjustment Processes in a Stock-Flow Consistent Macromodel », *Review of Political Economy*, Volume 23, Number 2, pp. 189-211.
- DAUDIN G., MONPERRUS-VERONI, P., RIFFLART, C., ET SCHWEISGUTH D., (2006), « Le commerce extérieur en valeur ajoutée », *Revue de l'OFCE*, 2006/3, n° 98, pp. 129-165.
- DEW-BECKER, I. & GORDON, R. J. (2005), Where did the Productivity Growth Go ? Inflation Dynamics and the Distribution of Income, 81st meeting of the Brookings Panel on Economic Activity, 2005:2, Washington DC, September 8-9, 2005.
- DIDIER, M. et KOLEDA, G. (2011), *Compétitivité France Allemagne : le grand écart*, Paris : Economica.
- DUMENIL, G. et LEVY, D., (2011), *The Crisis of Neoliberalism*, Cambridge : Harvard University Press
- DÜNHAUPT, P., (2010), « Financialization and the rentier income share – evidence from the USA and Germany », *IMK Working Papers*, 2/2010.

- DUTT, A. K. (2005), « Conspicuous consumption, consumer debt and economic growth », in M. Setterfield (ed), *Interactions in Analytical Political Economy. Theory, Policy and Applications*, Armonk, New York: M. E. Sharpe, pp. 155-178.
- DUTT, A. K. (2006), « Maturity, stagnation and consumer debt : a Steindlian approach », *Metroeconomica*, vol. 57, n° 3.
- DUWICQUET, V., MAZIER, J. et SAADAOU, J., (2012), « Désajustements de change, fédéralisme budgétaire et redistribution : comment s'ajuster en union monétaire », *Document de travail du CEPN*, n° 2012-04.
- DUWICQUET, V., MAZIER, J. et SAADAOU, J., (2013), « Désajustements de change, fédéralisme budgétaire et redistribution : comment s'ajuster en union monétaire », *Revue de l'OFCE/Debates and policies*, 2013, vol. 127, pp. 57-96.
- EICHNER, A. (1976), *The Megacorp and Oligopoly: Micro Foundations of Macro Dynamics*, Cambridge: Cambridge University Press.
- EPSTEIN, G., JAYADEV, A., (2005), « The rise of rentier incomes in OECD countries: Financialization, central bank policy and labor solidarity », in: Epstein, G., (ed.): *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- FAVEREAU, O., (1985), « L'incertain dans la révolution keynésienne : l'hypothèse Wittgenstein », *Economies et Sociétés : série PE (Oeconomia)*, n° 3, pp. 29-72.
- FRANCK, R. H., LEVINE, A. S. & DIJK, O. (2010), Expenditure cascades, social science research network, <http://ssrn.com/abstract=1690612>.
- FRIEDMAN, M., (1970), « The social responsibility of business is to increase its profits », *The New York Times Magazine*, sept. 13th, pp. 122-26.
- GAFFARD, J.-L., 2012. « Compétitivité et développement industriel, un défi européen », *Les notes de l'OFCE*, n° 19, 3 mai 2012.
- GALBRAITH, J. K., (1968), *Le Nouvel Etat industriel, essai sur le système économique américain*, Paris : Gallimard.
- GALLOIS, L. (2012), « Pacte pour la compétitivité de l'économie française », Rapport au Premier ministre, 5 novembre 2012.
- GAULIER, G. et VICARD, V., (2012), « Evolution des déséquilibres courants dans la zone euro : choc de compétitivité ou choc de demande ? », *Bulletin de la banque de France*, n° 189, 3^e trimestre 2012.
- GIRAUD, P.-N., (1996), *L'inégalité du monde. Economie du monde contemporain*, Paris : Gallimard.
- GODECHOT, O., (2012), « Is finance responsible for the rise in wage inequality in France? », *Socio-Economic Review*, 10 (2), pp. 1-24.
- GOYER, M., (2002), « The transformation of Corporate Governance in France and Germany : the Role of Workplace Institutions », *MPIfG WorkingPaper*.

- GOYER, M., (2006), « La transformation du gouvernement d'entreprise », dans PALIER B., HALL P. et CULPEPPER D., *la France en mutation 1980-2005*. Les Presses de Sciences Po.
- HARCOURT, G.C. et KENYON, P., (1976), « Pricing and the Investment Decision », *Kyklos*, vol. 29, n° 3, pp. 449-477.
- HARRIBEY, J.-M., (2002), « Le travail productif dans les services non marchands », *La Pensée*, n° 330, pp. 33-45.
- HERZOG-SEIN, A., LINDNER, F., STRUN, S. & VAN TREECK, T., (2010), « De la crise au miracle ? La mutation du marché allemand de l'emploi », *IMK Report*, n° 56, novembre.
- HUSSON, M. (2008), *Un pur capitalisme*, Paris : Editions Page Deux.
- HUSSON, M., (2010), « Le partage de la valeur ajoutée en Europe », *Revue de l'IREs*, n° 64 2010-1, pp. 47-91.
- HUSSON, M., (2012), « Les mystères de la non compétitivité française », *note hussonet*, n° 51, 18 octobre 2012.
- INSEE, (2010), « Quatre nouvelles catégories d'entreprise. Une meilleure vision du tissu productif », V. Hecquet, *Insee Première*, n° 1321, novembre 2010.
- INSEE, (2012), « Un tissu productif plus concentré qu'il ne semblait. Nouvelle définition et nouvelles catégories d'entreprises », J.-M. Beguin, V. Hecquet et J. Lemasson, *Insee Première*, n° 1399, mars 2012.
- INSEE, M, Comptes de patrimoines et de variations de patrimoine, note méthodologique, http://www.insee.fr/fr/methodes/sources/pdf/comptes_de_patrimoine_et_de_variations_de_patrimoine.pdf
- JAYADEV, A., EPSTEIN, G., (2007), « The Correlates of Rentier Returns in OECD Countries », *PERI Working papers series*, n° 123.
- JENSEN M., MECKLING, W., (1976), « Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305-60.
- 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., (1990), « Political Aspects of Full Employment », in J. Osiantynski, ed., *Collected Works of Michal Kalecki*. Vol. 1. Oxford : Oxford University Press.
- KEYNES, J.-M., (1933), National Self-Sufficiency. *The New Statesman and Nation*, July. Traduction française in Keynes, *Pauvreté dans l'abondance*, Paris, Gallimard, 2002.
- KEYNES, J. M., (1936), *Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie*. Trad. fr. : Jean de Largentaye, Paris, Payot, 1968.
- KRUGMAN, P., (2009), *Pourquoi les crises reviennent toujours ?* Paris : Seuil.

- KRUGMAN, P., (2012), « Human versus Physical Capital », *The New York Times*, Blog The Conscience of a Liberal, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/12/11/human-versus-physical-capital>
- LANTENOIS, C., (2009), « Discussion sur les déterminants des performances allemandes à l'export : La R & D et la brevetabilité comme vecteurs de la compétitivité hors-prix », *Document de travail du CEPN*, n° 2009-15.
- LANTENOIS, C., et CORIAT, B., (2011), « Investisseurs institutionnels non-résidents, *corporate governance* et stratégies d'entreprise. Evaluation et analyse à partir d'un panel d'entreprises françaises et allemandes (1999- 2007) », *Revue d'économie industrielle*, 134, 2^e trimestre 2011, pp. 51- 84.
- LAVOIE, M., (1992), *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Aldershot : Edward Elgar.
- LAVOIE, M., (2004), *L'économie postkeynésienne*, Paris : La découverte.
- 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 HERON, E., MOUAKIL, T., (2008), « A Post-Keynesian stock-flow consistent model for dynamic analysis of monetary policy shock on banking behavior », *Metroeconomica*, 59 (3), pp. 405-440.
- LEVRATTO, N., (2012a), « Des PME victimes de la financiarisation », *Le Monde*, 14 février 2012.
- LEVRATTO, N., (2012b), « Les groupes d'entreprises : entre exception théorique et règle managériale », *Revue de Droit du Travail*, n° 10, octobre.
- LORDON, F., (2000), *Fonds de pension, piège à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, Paris : Raisons d'Agir.
- LORDON, F., (2008), *Jusqu'à Quand ? Pour en Finir avec les Crises Financières*, Paris : Raisons d'Agir.
- LORDON, F., (2009), *La crise de trop. Reconstruction d'un monde failli*, Paris : Fayard.
- McCOMBI, J.S.L., THIRLWALL, A.P., (1994), *Economic Growth and the Balance of Payment Constraint*, New York, St Martin's Press.
- McCOMBI, J.S.L., ROBERTS, M., (2002), « The role of the balance of payments in economic growth », in M. Setterfield (ed.), *The Economics of Demand-Led Growth : Challenging the Supply Side Vision of the Long Run*, Cheltenham: Edward Elgar.
- 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.
- MARRIS, R., (1964), *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, New York : Free Press.

- MAUJEAN, G., (2013), « Les entreprises du CAC 40 ont versé 40 milliards de dividendes aux actionnaires », *Les Echos*, 5 février.
- MAZIER, J., et S., SAGLIO, (2008), « Interdependency and adjustments in the European Union », *International Review of Applied Economics*, 22(1) : 17-44.
- MELMIES, J., et DALLERY, T., (2009), « Subcontracting and Monopsonistic Power in a 3-Sector Stock Flow Consistent Model », 12th Conference of the *Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies* (RNM): The World Economy in Crisis : the Return of Keynesian Economics? Berlin, octobre 2009.
- MILBERG, W. (2008), « Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining U.S. Financialization with Global Value Chains », *Economy and Society*, vol. 37, n°3, pp. 420-451.
- PALLEY, T.I., (2002), « Pitfalls in the theory of growth: an application to the balance of-payments-constrained growth model », in M. Setterfield (ed.), *The Economics of Demand-Led Growth : Challenging the Supply Side Vision of the Long Run*, Cheltenham : Edward Elgar.
- PICART, C., (2004), « Evaluer la rentabilité des sociétés non financières », *Economie et statistique*, n° 372, pp. 89-116.
- PIRIOU, J.-P., (2001), *Introduction à la comptabilité nationale*, Paris : La Découverte.
- PLIHON, D., KIEINPETER, M.-A., PASSET, O., du TERTRE R., (2002), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*. Rapport du groupe présidé par D. Plihon pour le Commissariat Général du Plan, Paris : La Documentation française.
- PLIHON, D., (2009), *Le nouveau capitalisme*, Paris: La Découverte (Repères).
- POWER, D., EPSTEIN, G., ABRENA, M., (2003), « Trends in rentier incomes in OECD countries : Estimates, data and methods », *PERI Working Paper*, n° 58a.
- PRIGENT, C., (1999), « La part des salaires dans la valeur ajoutée en France : une approche macroéconomique », *Économie et Statistique*, n° 323, pp. 73-94.
- QUIRY, P., et LE FUR, Y., (2004), Les rachats d'actions, *Les Echos*, 28 octobre.
- ROBÉ, J.-P., (1999), *L'entreprise et le droit*, Paris : PUF.
- ROBINSON, J., (1969), *The Accumulation of Capital*, Mc Millan, St Martin's Press, London
- ROBINSON, J., (1970), Harrod After Twenty-One Years. *Economic Journal*, September. in *Collected Economic Papers*, Vol. IV. Oxford, Basil Blackwell, 1973.
- ROBINSON, J., (1977), « What are the questions ? », *Journal of Economic Literature*, 15(4), December, 1418-39.
- ROGER, B., (2012), *L'entreprise, formes de la propriété et responsabilité sociale*, Roger B. (ed.), Paris : Lethielleux.
- STIGLITZ, J. E., (2010), *Le triomphe de la cupidité*, Paris : Les liens qui libèrent.
- STOCKHAMMER, E., (2004), « Financialisation and the Slowdown of Accumulation », *Cambridge Journal of Economics*, 28 (5), pp. 719-741.

STOCKHAMMER, E., (2005-6), « Shareholder value orientation and the investment – profit puzzle », *Journal of Post Keynesian Economics*, 28 (2), pp. 193-215.

SYLVAIN, A., (2001), « Rentabilité et profitabilité du capital : le cas de six pays industrialisés », *Économie et Statistique*, n° 341-342, pp. 129-152.

TIMBEAU, X., (2002), « Le partage de la valeur ajoutée en France », *Revue de l'OFCE*, janvier, pp. 63-85.

TURNER, G., (2008), *The credit crunch*, London : Pluto Press.

VAN DE VELDE, F., (2005), *Monnaie, Chômage et Capitalisme*, Villeneuve d'Ascq : Presses Universitaires du Septentrion.

VAN TREECK, T., STURN, S., (2012), *Income inequality as a cause of the Great Recession ? A survey of current debates*, International Labor Organization, April 2012.

VAN TREECK, T., (2010), « Victoire à la Pyrrhus pour l'économie allemande, » *Le Monde Diplomatique*, septembre 2010.

WOOD, A., (1975), *A Theory of profits*, Cambridge : Cambridge University Press.

Annexe A

Table 3: Distribution of Primary Income, National Accounts; Germany, 2007⁹

	Total economy	Nonfinancial corporations	Financial corporations	General government	Households and NPISH ⁷	Rest of the world
2007						
Operating surplus/Mixed Income	600,21	387,73	17,37	- 3,89	218,80	- 177,74
+ Compensation of employees	1 183,55	-	-	-	1 183,55	6,69
- Subsidies, payable	27,09	-	-	27,09	-	5,72
Taxes on production and imports, received	305,46	-	-	305,46	-	7,82
- Interest, payable	498,81	82,21	304,42	67,35	64,83	149,53
+ Interest, receivable	510,52	44,35	377,57	7,52	81,08	137,62
- Distributed income of corporations, payable	385,65	329,62	56,03	-	-	47,07
+ Distributed income of corporations, receivable	393,03	37,01	47,40	9,42	299,20	39,69
- Property income attributed to insurance policy holders, payable	45,18	-	45,18	-	-	-
+ Property income attributed to insurance policy holders, receivable	45,18	1,99	0,02	-	43,15	0,02
- Reinvested earnings on foreign direct investment to the rest of the world	6,16	4,88	1,30	-	-	30,20
+ Reinvested earnings on foreign direct investment from the rest of the world	30,20	20,34	9,86	-	-	6,16
- Rents payable	2,85	1,12	-	-	1,73	-
+ Rents receivable	2,85	0,01	-	1,05	1,79	-
= Primary Income (Net National Income)	2 105,44	73,62	46,29	225,32	1 761,21	- 212,26

Source: Federal Statistical Office, Germany

⁵ Components that were used in this study are colored in dark grey, whereas the elements that were used by Epstein and colleagues are presented in a light grey.

⁷ NPISH: Non-profit institutions serving households

Annexe B – Tableau B1

Répartition des revenus primaires, Comptes de la nation, France, 2011

		Economie nationale	Sociétés non financières	Sociétés financières	Administrations publiques	Ménages et IBL	Reste du monde
	EBE ou Revenus mixtes	657,6	287,3	29,8	57,7	282,8	
-	Consommation de capital fixe	263,1*	153,1*	11,4*	51,1*	47,5*	
=	ENE + revenus mixtes	393,9	134,2	18,4	6,6	235,3	
+	Rémunération des salariés	1077,6				1077,6	-10,1
+	Impôts et taxes sur la production et les importations reçus	305,1			305,1		5
-	Subventions versées	29,6			29,6		-9
+	Intérêts reçus	325,7	57,3	227,6	4,5	36,3	91
-	Intérêts versés	328,1	69,6	179,1	53,8	25,6	88,6
+	Revenus distribués des sociétés reçus	285,3	147,9	57,4	10,7	69,2	31,9
-	Revenus distribués des sociétés versés	278,3	237,8	40,5			38,9
+	Revenus de la propriété des assurances attribués aux assurés reçus	47,5	0,3			47,1	0,1
-	Revenus de la propriété des assurances attribués aux assurés versés	47,6		47,6			
+	Bénéfices réinvestis d'IDE dans le RdM	28,4	17,4	11			9,3
-	Bénéfices réinvestis d'IDE par le RdM	9,3	7,6	1,7			28,4
+	Revenus des terrains et gisements reçus	4,4			1,8	2,5	
-	Revenus des terrains et gisements versés	4,4	3,2		0,1	1	
=	Revenus primaires nets et revenu national net	1771,1	38,9	45,5	245,3	1441,5	
	Pour mémoire : FBCF	401,2	202,3	13,5	61,4	126	

Source : Insee, comptabilité nationale. Calculs et présentation par nos soins ; * Chiffres de l'année 2010.

Annexe C

Description technique du modèle macroéconomique du chapitre 4

Nous décrivons ci-après l'ensemble des équations contenues dans le modèle, en les regroupant par type de secteurs.

□ *Ménages : salariés et rentiers*

Nous supposons que les ménages se décomposent en deux groupes : les salariés d'un côté et les rentiers de l'autre. Leur comportement est relativement simple : ils suivent une fonction de consommation keynésienne traditionnelle. La consommation des salariés C^w dépend donc de leurs salaires W_c, W_m, W_i , et de leur stock de monnaie m_d^w . La consommation des rentiers C^R dépend des profits distribués par les entreprises et les banques (on suppose par mesure de parcimonie que ces dernières n'ont pas de salariés) $\Pi_c^D + \Pi_m^D + \Pi_i^D + \Pi_b^D$, et de leur stock de monnaie m_d^R :

$$C^w = p_c q_c^w = \alpha_1 \cdot (W_c + W_m + W_i) + \alpha_2 \cdot m_d^w \quad (1)$$

$$C^R = p_c q_c^R = \alpha_3 \cdot (\Pi_c^D + \Pi_m^D + \Pi_i^D + \Pi_b^D) + \alpha_2 \cdot m_d^R \quad (2)$$

Les paramètres α_j représentent les différentes propensions à consommer. À ce stade, il est important de préciser que nous les choisissons de manière à maintenir l'inégalité suivante : $\alpha_1 > \alpha_3 > \alpha_2$ qui signifie que la propension à consommer les salaires est supérieure à la propension à consommer les profits distribués, elle-même nettement supérieure à la propension à consommer le stock de monnaie. Les ménages salariés consomment une fraction de leur revenu total, et conservent le résidu sous la seule forme de monnaie thésaurisée Δm_d^w :

$$\Delta m_d^w = W_c + W_m + W_i - C^w \quad (3)$$

En revanche, les rentiers achètent également des actions Δe_j au prix unitaire $p e_j$ et disposent donc de deux supports d'épargne (actions¹³¹ et monnaie) :

¹³¹ Les banques n'émettent pas d'actions dans notre modèle, car elles n'investissent pas.

$$\Delta m_d^R = (\Pi_c^D + \Pi_m^D + \Pi_i^D + \Pi_b^D) - C^R - (\Delta e_c \cdot pe_c + \Delta e_m \cdot pe_m + \Delta e_i \cdot pe_i) \quad (4)$$

Pour le reste de notre analyse, le rôle des actions étant uniquement de constituer une source supplémentaire de fonds pour les grandes firmes du secteur des biens de consommation, nous allons évacuer le rôle des fluctuations de leur cours et normaliser leur prix à 1.

- *Firmes : secteurs des biens de consommation C, du bien intermédiaire (M) et des biens de production (I)*

Concernant les firmes, la première description à réaliser est celle de leur comportement d'investissement. Elles ont un montant d'investissement désiré I_j^d correspondant à un taux d'accumulation désiré g_j^d pour chaque période :

$$I_j^d = g_j^d \cdot K_{j-1} \quad \forall j = c, m, i. \quad (5)$$

Avec K_j le stock de capital de chaque secteur.

Ce taux d'accumulation désiré est représenté par une fonction d'investissement kaleckienne : il dépend d'une constante γ_{0j} , du taux de profit non distribué de la période précédente $r_{j(-1)}^{cf}$, du taux d'utilisation de la période précédente $u_{j(-1)}$ ainsi que d'un indice financier, que l'on peut rapprocher de ce que Le Héron et Mouakil¹³² (2008) appellent un indice de condition financière (fci) :

$$g_j^d = \gamma_{0j} + \gamma_{1j} \cdot r_{j(-1)}^{cf} + \gamma_{2j} \cdot u_{j(-1)} - \gamma_{3j} \cdot fci_{j(-1)} \quad (6)$$

Cet indice fci_j dépend, dans notre modèle, du taux d'intérêt i_j ainsi que du taux d'endettement de chaque secteur lev_j :

$$fci_j = i_j \cdot lev_j \quad (7)$$

Le taux de profit non distribué de chaque secteur r_j^{cf} correspond aux profits non distribués Π_j^U divisés par la valeur du stock de capital $p_i \cdot K_j$, que l'on calcule au coût de renouvellement :

¹³² Le Héron, E. et Mouakil, T. (2008), « A Post-Keynesian Stock-Flow Consistent Model for Dynamic Analysis of Monetary Shock on Banking Behaviour » *Metroeconomica*, Vol. 59, n° 3 (Jul.), 405-440.

$$r_j^{cf} = \Pi_j^U / (p_i \cdot K_j) \quad (8)$$

Le taux d'endettement est quant à lui égal au rapport entre l'encours de prêts de la période L_j et la valeur du stock de capital :

$$lev_j = L_j / (p_i \cdot K_j) \quad (9)$$

Le montant d'investissement désiré, le montant des profits non distribués Π_j^U ainsi que les émissions d'actions $\Delta e_j \cdot pe_j$ donnent lieu à un montant de financement bancaire désiré φ_j^d :

$$\varphi_j^d = p_i \cdot I_j^d - \Pi_j^U - \Delta e_j \cdot pe_j \quad (10)$$

Les émissions d'actions sont une proportion fixe x_j du profit distribué Π_j^D à chaque période : nous supposons de manière arbitraire que les rentiers vont réinvestir une partie de leurs dividendes sous forme d'achats de nouvelles actions.

$$\Delta e_j \cdot pe_j = x_j \cdot \Pi_j^D \quad (11)$$

$$e_j = e_{j(-1)} + \Delta e_j \quad (12)$$

Le profit non distribué Π_j^U est obtenu par soustraction du profit distribué Π_j^D du montant global des profits Π_j :

$$\Pi_j^U = \Pi_j - \Pi_j^D \quad (13)$$

Ce montant de profits distribués est supposé être une fraction constante $(1 - sf_j)$ des profits :

$$\Pi_j^D = (1 - sf_j) \cdot \Pi_j \quad (14)$$

Le montant global des profits est quant à lui égal, pour chaque secteur, aux recettes $p_j q_j$ diminuées des coûts de production (et non des dépenses) de la période, à savoir les salaires

$w_j \cdot N_j$, les consommations intermédiaires $p_m \cdot q_m$ pour le secteur c , ainsi que les paiements d'intérêts $i_c \cdot L_c$:

$$\Pi_c = p_c \cdot q_c - w_c \cdot N_c - p_m \cdot q_m - i_c \cdot L_c \quad (15)$$

$$\Pi_m = p_m \cdot q_m - w_m \cdot N_m - i_m \cdot L_m \quad (16)$$

$$\Pi_i = p_i \cdot q_i - w_i \cdot N_i - i_i \cdot L_i \quad (17)$$

Ce qui permet de calculer le taux de profit (sur l'ensemble des capitaux engagés) r_j de chaque secteur :

$$r_j = \frac{\Pi_j}{p_i \cdot K_j} \quad (18)$$

Le taux d'utilisation de la capacité productive u_j est calculé en faisant le ratio de l'*output* effectif q_j sur l'*output* potentiel q_j^{FC} . Ce dernier dépend du stock de capital K_j du secteur et du coefficient de capital σ_j de ce même secteur.

$$u_j = q_j / q_j^{FC} \quad (19)$$

$$q_j^{FC} = K_j / \sigma_j \quad (20)$$

Le nombre de travailleurs employés est obtenu en divisant l'*output* effectif q_j par la productivité du travail μ_j :

$$N_j = q_j / \mu_j \quad (21)$$

Ce qui nous permet de déduire une mesure du taux de croissance \hat{N} de l'emploi¹³³ :

¹³³ Nous nous référons à ce taux de croissance de l'emploi car l'usage d'un taux de chômage défini comparativement à l'*output* potentiel nous paraît poser de nombreux problèmes.

$$\hat{N} = \frac{\sum_{j=c,i,m} N_j - \sum_{j=c,i,m} N_{j(-1)}}{\sum_{j=c,i,m} N_{j(-1)}} \quad (22)$$

Il convient ensuite de nous arrêter brièvement sur la productivité du travail. Depuis le début de la modélisation SFC, l'habitude a été prise de considérer que cette productivité est constante, ce qui peut parfois poser problème. Nous choisissons donc de modéliser la productivité comme variable¹³⁴, et supposons que son évolution dépend de l'évolution du taux d'utilisation u_j : ceci signifie que les firmes amortissent en partie les variations de la demande qui leur est adressée par des variations de la productivité du travail : elles utilisent plus intensivement le travail avant de procéder à de nouvelles embauches et utilisent par exemple des mesures de chômage technique lorsque la demande décroît avant de procéder à des licenciements. Cet effet n'est bien entendu que partiel : il peut atténuer mais pas annuler les fluctuations de l'emploi avec le niveau d'activité.

$$\mu_j = \mu_{j(-1)} + \phi \cdot (u_j - u_{j(-1)}) \quad (23)$$

Avec ϕ une constante, identique pour les trois secteurs.

Détaillons maintenant la détermination des *outputs* de chaque secteur. L'*output* du secteur C est issu des consommations des salariés C^w et rentiers C^R divisées par le prix du bien de consommation :

$$C^w = p_c q_c^w \text{ ce qui donne } q_c^w = (C^w / p_c) \quad (24)$$

$$C^R = p_c q_c^R \text{ ce qui donne } q_c^R = (C^R / p_c) \quad (25)$$

$$\text{Soit } q_c = q_c^w + q_c^R \quad (26)$$

L'*output* du secteur produisant le bien intermédiaire q_m est déterminé par le coefficient technique de production α_c du secteur des biens de consommation, que nous supposons fixe :

$$q_m = \alpha_c \cdot q_c \quad (27)$$

¹³⁴ Nous supposons cependant que les gains de productivité sont intégralement accaparés par les firmes.

Enfin, la production du secteur des biens de production q_i dépend de l'ensemble des dépenses I_j de ce type réalisées par les trois secteurs de l'économie :

$$p_i q_i = p_i (I_c + I_m + I_i) \text{ qui revient à } q_i = (I_c + I_m + I_i) \quad (28)$$

Venons-en à présent à la détermination des prix. Nous allons supposer que le prix des biens de consommation p_c est exogène, car les firmes ne pouvant répercuter les hausses des exigences des actionnaires sur leurs prix à cause des pressions concurrentielles :

$$p_c = \bar{p}_c \quad (29)$$

Le prix des biens de production p_i est quant à lui le seul prix qui reste déterminé par une formule de *mark-up* simple, avec une marge de profit *brut* θ_i exogène :

$$p_i = (1 + \theta_i) w_i / \mu_i \quad (30)$$

Pour le prix p_m du bien intermédiaire, nous allons supposer qu'il est sujet à négociation, donc à conflit : il est le résultat de la confrontation entre deux parties qui ont un objectif en tête pour le prix de ce bien : les responsables des ventes du secteur des biens intermédiaires aimeraient vendre chaque unité de ce bien à un prix plus élevé que n'aimeraient l'acheter les responsables des achats du secteur des biens de consommation :

$$p_m = \Psi \tilde{p}_m^c + (1 - \Psi) \tilde{p}_m^m \quad (31)$$

avec Ψ la position relative du secteur des biens de consommation dans la négociation, \tilde{p}_m^c le prix ciblé par le secteur des biens de consommation et \tilde{p}_m^m le prix ciblé par le secteur des biens intermédiaires.

Nous introduisons également le conflit dans la détermination des salaires, mais cette fois dans tous les secteurs :

$$w_j = \lambda_j \cdot \tilde{w}_j^f + (1 - \lambda_j) \tilde{w}_j^w \quad (32)$$

avec λ_j le pouvoir de négociation des firmes, \tilde{w}_j^f le salaire ciblé par les firmes et \tilde{w}_j^w celui ciblé par les travailleurs (ou leurs représentants). La masse salariale W_j dans chaque secteur est donc :

$$W_j = w_j \cdot N_j \quad (33)$$

□ *Banques*

Nous abordons maintenant un aspect crucial de notre modèle : le comportement des banques. Nous choisissons de modéliser les banques comme *actives* : elles ne répondent pas passivement aux demandes de crédit émanant du système productif, mais appliquent au contraire des primes de risque (incluses dans les taux d'intérêt) et rationnent le crédit, et ce de manière spécifique à chaque secteur. Nous décidons de suivre pour une large part la formulation de Le Héron et Mouakil¹³⁵ (2008) sur ce point. Nous avons laissé les firmes de chaque secteur avec un montant de financement externe désiré φ_j^d , qu'elles expriment auprès des banques. Les banques accordent un montant de financement φ_j^a ¹³⁶ qui est une part de ce montant désiré, en le minorant d'un facteur LR_j de type *lender's risk* :

$$\varphi_j^a = (1 - LR_j) \cdot \varphi_j^d \quad (34)$$

Ce risque prêteur dépend quant à lui de trois choses :

- un *lender's risk* de base LR_{0j} , spécifique à chaque secteur, indiquant que les banques rationnent toujours plus ou moins le crédit ;
- le taux d'endettement de chaque secteur lev_j ;
- le taux d'autofinancement TAF_j de chaque secteur.

$$LR_j = LR_{0j} + \varepsilon_{1j} \cdot lev_{j(-1)} - \varepsilon_{2j} \cdot TAF_{j(-1)} \quad (35)$$

Le taux d'autofinancement est égal, pour sa part, au rapport entre le profit mis en réserve Π_j^U et le montant des dépenses d'investissement $p_i \cdot I_j$ de la période :

$$TAF_j = \frac{\Pi_j^U}{p_i \cdot I_j} \quad (36)$$

¹³⁵ *Op. cit.*

¹³⁶ Dans la pratique, ce montant de financement accordé est égal aux variations de prêts ΔL_j . Nous utilisons deux appellations pour souligner que ces crédits dépendent bien de la volonté des banques d'accorder un financement.

Les banques ont donc, dans les faits, la main sur le montant de l'investissement effectif I_j de chaque secteur, ainsi que le taux d'accumulation accordé g_j^a à chacun de ces secteurs :

$$I_j = \frac{(\Pi_j^U + \Delta e_j \cdot p e_j + \varphi_j^a)}{p_i} \quad (37)$$

$$g_j^a = \frac{I_j}{K_{j(-1)}} \quad (38)$$

Ce qui permet de déterminer l'évolution du stock de capital K_j de chaque secteur :

$$K_j = K_{j(-1)} + I_j \quad (39)$$

Les banques ne se contentent pas de rationner le crédit, elles appliquent également des taux d'intérêt i_j différents à chaque secteur, en fonction des mêmes critères de risque LR_j utilisés pour le rationnement :

$$i_j = i_0 \cdot (1 + LR_j) \quad (40)$$

i_0 étant assimilé à une sorte de taux directeur de la banque centrale (exogène). Dès lors, les profits des banques sont :

$$\Pi_B = i_c \cdot L_c + i_m \cdot L_m + i_i \cdot L_i \quad (41)$$

Les banques sont supposées distribuer intégralement leurs profits aux rentiers :

$$\Pi_B^D = \Pi_B \quad (42)$$

Enfin, la variation de l'offre de monnaie Δm^S est égale à la somme des prêts nouveaux accordés aux entreprises (égaux, en pratique, aux financements accordés) :

$$\Delta m^S = \Delta L_c + \Delta L_m + \Delta L_i = \varphi_c^a + \varphi_m^a + \varphi_i^a \quad (43)$$

Les banques sont donc discriminantes. Comme nous l'avons dit, cela ne signifie pas que la monnaie redevient exogène. Cela signifie que l'offre de monnaie n'est pas « passivement endogène » mais plutôt « activement endogène » : l'offre de monnaie vient toujours de la demande de crédit, mais les banques peuvent parfois dire « non » (Le Héron et Mouakil¹³⁷, 2008). En particulier, pour les raisons évoquées dans la première section de ce chapitre, l'aspect « discrimination » se traduira par des paramètres plus durs pour les firmes du secteur des biens intermédiaires :

$$LR_{0m} > LR_{0i} > LR_{0c} \quad \varepsilon_{1m} > \varepsilon_{1i} > \varepsilon_{1c} \quad \varepsilon_{2m} > \varepsilon_{2i} > \varepsilon_{2c}$$

Enfin, pour exprimer le mécanisme de « report de contrainte » des grandes firmes vers les petites firmes, puis de ces dernières vers leurs propres salariés, nous introduisons un mécanisme d'ajustement du prix exigé par les grandes firmes pour l'achat des biens intermédiaires, ainsi que du salaire visé par les managers des entreprises produisant les biens intermédiaires dans les négociations salariales avec leurs propres salariés.

Plus précisément, nous allons faire l'hypothèse que le prix auquel les *managers* des firmes du secteur des biens de consommation aimeraient acheter les biens intermédiaires, prix qu'ils transmettent à leurs responsables des achats, dépend de la situation financière de ces firmes du secteur des biens de consommation. Nous allons donc introduire un prix des biens intermédiaires ciblé ou désiré par les firmes du secteur des biens de consommation comme une fonction du taux d'autofinancement de ces dernières. Le prix cible du bien intermédiaire variera selon l'écart entre le taux d'autofinancement observé à la période précédente $TAF_{c(-1)}$ et le taux cible $T\tilde{A}F_c$:

$$\Delta\tilde{p}_m^c = \beta_c \cdot (T\tilde{A}F_c - TAF_{c(-1)}) \text{ ce qui donne :}$$

$$\tilde{p}_m^c = \tilde{p}_{m(-1)}^c + \beta_c \cdot (T\tilde{A}F_c - TAF_{c(-1)}) \quad (5.44)$$

Cette équation signifie simplement que si le taux d'autofinancement est inférieur à son niveau cible, le *manager* va réduire le prix d'achat cible du bien intermédiaire.

Pour ce qui est du salaire visé par les *managers* du secteur des biens intermédiaires, nous allons faire dépendre ce taux de salaire cible de l'écart entre le taux d'autofinancement de la période précédente de ce secteur ($TAF_{m(-1)}$) et son taux d'autofinancement désiré ($T\tilde{A}F_m$) :

¹³⁷ *Op. cit.*

$\Delta \tilde{w}_m^f = \beta_m \cdot (\tilde{TAF}_m - TAF_{m(-1)})$ ce qui donne :

$$\tilde{w}_m^f = \tilde{w}_{m(-1)}^f + \beta_m \cdot (\tilde{TAF}_m - TAF_{m(-1)})$$

Cette équation signifie que si le taux d'autofinancement de ces entreprises (des PME) est inférieur à l'objectif visé, ces entreprises réduiront les salaires d'une manière ou d'une autre (embauche à conditions salariales moins favorables, hausse du recours aux CDD et à l'intérim...). Enfin, pour terminer, le tableau 1 ci-dessous décrit les valeurs assignées aux principaux paramètres (exogènes) du modèle, ainsi que la valeur des principales variables endogènes obtenues à l'état stationnaire du modèle (on pourra noter la cohérence/plausibilité de l'ensemble de ces valeurs).

Tableau A.1. Caractéristiques de l'état initial du modèle

Valeur des principaux paramètres						
Fonctions d'investissement	Fonctions de consommation	Taux d'épargne des firmes	Coefficient de production	Paramètres des risques		
$\gamma_j^0 = 0,025$	$\alpha_1 = 0,95$	$sf_c = 0,5$	$\alpha_c = 0,4$	$\varepsilon_c^1 = 1,5$	$\varepsilon_c^2 = 0,09$	$LR_{0c} = 0,05$
$\gamma_j^1 = 0,2$	$\alpha_2^w = 0,05$	$sf_m = 0,8$		$\varepsilon_m^1 = 2,5$	$\varepsilon_m^2 = 0,13$	$LR_{0m} = 0,15$
$\gamma_j^2 = 0,02$	$\alpha_2^R = 0,15$	$sf_i = 0,6$		$\varepsilon_i^1 = 2$	$\varepsilon_i^2 = 0,11$	$LR_{0i} = 0,1$
	$\alpha_3 = 0,6$					
$\gamma_c^3 = 1$				Taux d'autofinancement cibles		
$\gamma_m^3 = 2$				$\tilde{TAF}_c = 0,91 \quad \tilde{TAF}_m = 0,79$		
$\gamma_i^3 = 1,5$						

Tableau A.2. Valeur des variables endogènes stabilisées

Taux d'accumulation désirés	Taux d'utilisation	Taux de croissance de l'emploi	Taux d'accumulation accordés	Taux d'intérêt appliqués	Distribution
$g_c^d = 0,04$	$u_c = 0,71$	$\hat{N} = 0,038$	$g_c^a = 0,038$	$i_c = 0,041$	<i>Part des salaires = 0,69</i>
$g_m^d = 0,04$	$u_m = 0,80$		$g_m^a = 0,038$	$i_m = 0,044$	<i>Part des profits = 0,31</i>
$g_i^d = 0,04$	$u_i = 0,89$		$g_i^a = 0,038$	$i_i = 0,044$	