

Patrick Castex

Baisse des taux de profit et d'intérêt en France

Une approche empirique et théorique de la crise

« On peut observer beaucoup, simplement en regardant ! »

Leon Lederman, prix Nobel de physique 1988

- 1 La crise réelle actuelle apparaît comme la conséquence de la crise bancaire et financière. Selon nous, elle trouve son origine dans la baisse des taux de profit et des taux d'intérêt dans les économies des pays capitalistes dominants du *Centre* : la crise fut réelle avant d'être financière. Cette hypothèse hétérodoxe complète celles l'expliquant par le développement du crédit bancaire aux salariés des États-Unis, palliant la baisse de leur pouvoir d'achat¹. Nous ne traiterons ici que du cas français.
- 2 La crise bancaire, importée, est l'étincelle qui mit le feu aux poudres. Les profits bancaires et financiers ne sont qu'une répartition des profits réels (de la plus-value aurait dit Marx) qu'ils ont su capter. Or, le système bancaire et financier fut soumis en France par la libéralisation-financiarisation à une profonde mutation, bien avant la crise des taux de profit du secteur réel : le passage², depuis la fin des Trente Glorieuses, de la dominance d'une *Économie d'endettement* (par l'intermédiation du crédit bancaire) à celle d'une *Économie de marché de capitaux*, mais avec un mélange explosif plus récent où les banques furent contraintes, pour assurer à leurs actionnaires le maintien d'un taux de profit « décent », de jouer dans la cour des marchés financiers³. Le taux de profit des banques, mesuré par leur rentabilité économique, s'érode dès le début des années 1980 (baisse des volumes des marges bancaires d'intermédiation) puis s'écroule au milieu des années 1990 (chute des taux d'intérêt après la crise européenne de 1993). Les banques eurent alors recours à un effet de levier extrêmement risqué pour tenter de maintenir depuis 1999 la rentabilité financière des actionnaires, tandis que les sources de profit de l'économie réelle se tarissaient.
- 3 D'où proviendrait, premier temps de l'analyse, une baisse des taux de profit de la sphère réelle ?
- 4 La faible croissance de la demande intérieure au *Centre*, par la faible croissance des salaires, est, depuis le début des années 1980, la conséquence des politiques monétaristes de rigueur salariale (dites de « désinflation compétitive ») permise par des rapports de classes devenus défavorables aux salariés et chômeurs. Depuis, les politiques anti-inflationnistes furent amendées après la crise de 1993 déclenchée par leur durcissement ; un petit boom apparut alors en Europe. Le troisième choc pétrolier, commencé en 1999 (nié en tant que choc jusqu'en 2008), cassa cette reprise ; il est dû essentiellement à la forte croissance de la demande d'énergie induite par le grand bond en avant des pays émergents de la *Périphérie*⁴ en général et de l'industrie chinoise, « industrie du monde », en particulier.
- 5 Certains économistes traduisent cette faiblesse de la demande en affirmant que la part de la rémunération des salariés dans la valeur ajoutée des sociétés est tendanciellement en baisse en France (comme dans les autres pays). Corrélativement, la part des profits d'exploitation (le taux de marge) serait en hausse. C'est faux : la part de la rémunération des salariés est en hausse depuis 1998 et celle des profits en baisse. Mais l'évolution du taux de marge n'est que l'un des facteurs d'explication de celle du taux de profit : le second facteur est la productivité « apparente » du capital en valeur, endogène sans aucun doute au capitalisme du *Centre*. Elle est, en France, en chute depuis 1998, entraînant avec elle la chute des taux de profit. Autrement dit, il y a bien une crise du capitalisme⁵.
- 6 Or, les taux d'intérêt sont également en baisse depuis le début des années 1990, tant en valeurs nominales qu'en valeurs réelles ; on ne peut éviter d'aborder, deuxième temps de l'analyse, la question de la liaison entre d'une part, les taux de profit et les valeurs boursières et d'autre part, les taux d'intérêt longs (des emprunts à long terme) *r*. Les visions orthodoxes (tant keynésiennes que néoclassiques) affirment que les seconds expliquent les premiers, et sans le

moindre doute sur le sens de la relation. Et les faits sur le long terme renforçaient ce point de vue : quand les taux longs diminuaient, les valeurs des titres augmentaient (et vice versa).

7 Ce point de vue, longtemps vérifié donc, est pourtant erroné dans ses fondements mêmes. La vision hétérodoxe que nous adoptons, née du point de vue d'Adam Smith, affirme que les taux d'intérêt longs ne sont que la conséquence du taux de profit et varient dans le même sens, du moins lorsque l'on ne considère que l'économie « pure » de marchés de capitaux avec financement direct. Et cette vision se confirme de façon étonnante depuis plus de dix ans en France, aux États-Unis (et certainement ailleurs), depuis le début de la crise réelle en 1999.

8 Donnons un exemple, entre mille, de l'orthodoxie. Brender et Pisani (2001), dans le paragraphe intitulé « Des taux d'intérêt des obligations aux cours boursiers », écrivent : « Le cours des actions, rappelons-le, est étroitement lié à celui des obligations... Le lien entre marché des obligations et marché boursier est clair : *toutes choses égales par ailleurs* [c'est nous qui soulignons], une baisse du cours des obligations ou une hausse du taux d'intérêt implique une baisse du cours des actions... [et vice versa] ... Les mouvements de taux d'intérêt ont donc toute raison d'affecter les indices boursiers. L'évolution des seconds reflète, pour une part, l'information contenue dans celle des premiers ». La critique de cette orthodoxie montre que c'est *théoriquement* le contraire, et doublement, « toutes choses égales par ailleurs » : l'évolution des premiers reflète, pour une part, l'information contenue dans celle des seconds et une baisse du cours des actions, implique une hausse du cours des obligations et une baisse du taux d'intérêt ; et vice versa. Seul le crédit bancaire peut perturber cette relation et l'on doit abandonner le « toutes choses égales par ailleurs ».

9 Les deux réalités et les deux théories coexistent cependant : le mouvement fondamental spontané de l'économie pure des marchés financiers du financement direct et les frottements sociaux dont les crédits de l'intermédiation bancaire et les politiques monétaires sont les pivots. Et l'on retrouve la critique de Marx envers Smith : le premier considère que le taux d'intérêt n'est que le résultat de la concurrence sur les marchés des dettes avec intervention des banques, tout en admettant qu'il est bien une part du taux de profit.

1. Baisse des taux de profit et d'intérêt longs de l'économie réelle, certaine depuis 1999, probable depuis 1989

Ne pas confondre rentabilités et profitabilités ou taux de marge

10 La rentabilité économique nette est le flux de profit net d'exploitation, l'*Excédent net d'exploitation (ENE)*, ramené aux stocks de capitaux dits économiques K (qu'il faudra préciser⁶) financés par capitaux propres et/ou dettes⁷. La rentabilité financière nette est ce profit après charges financières nettes de la dette, mais avant dividendes, impôts et divers, ramené aux seuls capitaux propres CP (également à préciser). Le taux d'intérêt pris en compte ici apparaît comme une rentabilité⁸ : celle des prêteurs ; il s'agit dans cette analyse des taux *longs*⁹.

11 Cependant, la rentabilité économique dépend également, avec VAB la *Valeur ajoutée brute*¹⁰, de la productivité du capital en valeur VAB/K ou de l'approche, selon Marx, de la *composition organique du capital* K/RS (avec RS la *Rémunération des salariés*). On peut donc proposer deux explications, qui se recoupent, des facteurs d'évolution de la rentabilité économique : soit $ENE/K = (ENE/VAB)(VAB/K)$ ¹¹ ; soit ENE/RS étant le *taux d'exploitation de la force de travail*, ou *taux de plus-value*, $ENE/K = (ENE/RS)/(K/RS)$.

Un partage de la valeur ajoutée plus compliqué qu'il n'y paraît

12 La rentabilité économique de tous les capitaux K dépend d'abord du taux de profitabilité ou de marge, ici calculé par le flux de profit économique net ramené au flux de la VAB ¹² : c'est le ratio ENE/VAB . On s'en tiendra au partage de la VAB des *Sociétés non financières*¹³ (SNF). On réduit le plus souvent ce partage à celui entre travail (*Rémunération des salariés*¹⁴) et capital. C'est vrai, à quelques complications près (voir annexe 1¹⁵) dont notamment les impôts sur la production nets des subventions.

13 La part du capital économique est toujours calculée en part brute, avec le profit brut de tous les capitaux, nommé *Excédent brut d'exploitation (EBE)* : EBE/VAB est le taux de marge brute officiel (le seul publié et analysé par l'INSEE) qui ne prend pas en compte, contrairement à l' ENE , la consommation de capital fixe : $ENE = EBE - CCF$. Malgré les incertitudes du calcul

par la comptabilité nationale de la *CCF*, le vrai profit d'exploitation est le profit net, car la variation de l'*EBE* peut très bien cacher une augmentation de la *CCF* quand l'accumulation du capital s'intensifie, comme c'est le cas depuis plus d'une décennie. L'*EBE* fluctue sur longue période autour du tiers de la *VAB* ; l'*ENE* comptant pour environ la moitié de cette part et la *CCF* pour l'autre moitié (mais en hausse sur la dernière période). La relative constance à long terme du taux de marge officiel autour d'un tiers fut découverte au début du xx^e siècle par le Britannique Bowley : c'est la « constante de Bowley », que les travaux de Thomas Piketty (2001) retrouvent en France tout au long du xx^e siècle. Le ratio *ENE / VAB* semble tourner autour d'une constante d'environ 1/6. Ces constantes à très long terme cachent évidemment des cycles et donc des écarts sévères dans la conjoncture.

1. 1. Taux de marge et taux d'exploitation des salariés en baisse certaine depuis 1999, probable depuis 1989

La polémique

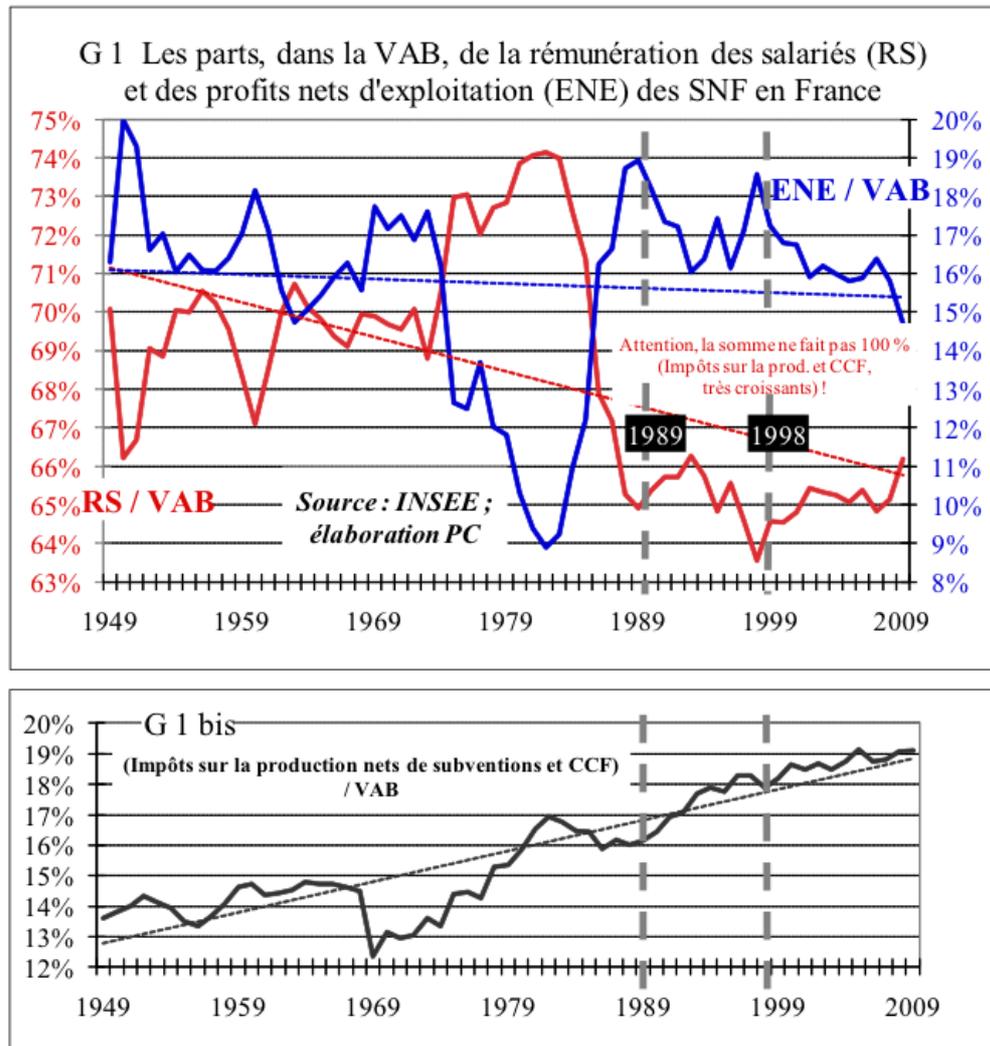
14 La polémique a récemment rebondi concernant le partage de la *VAB* entre travail et capital. Entre nombre d'interventions, on retiendra le débat entre Michel Husson¹⁶ (avril 2009), le principal partisan de la « baisse tendancielle de la part salariale », et Denis Clerc¹⁷ (février et avril 2009) qui perçoit (comme Thomas Piketty) une stabilité dans le partage, mais ignore la hausse récente de la part des salaires.

15 Le « rapport Cotis » (2009), de la mission présidée par le directeur général de l'INSEE (et demandée par l'Élysée), s'en tient à l'analyse du taux de marge officiel des *SNF*. Il constate une remarquable stabilité du ratio *EBE / VAB* sur les vingt dernières années ; il ne mentionne pas la baisse tendancielle sur la même période du taux *ENE / VAB* et sa baisse certaine depuis 1999 ; il ne constate même pas l'érosion du taux officiel¹⁸.

La part de la rémunération des salariés

16 Le taux de marge nette dépend évidemment de la part de la *RS* dans la *VAB* (voir graphique 1¹⁹, mais aussi graphique 1 bis) de l'évolution de la *CCF* et des impôts sur la production²⁰.

Graphiques 1 et 1 bis :



- 17 La part du travail est sans aucun doute inférieure depuis vingt ans à ce qu'elle était à la fin des Trente Glorieuses : autour de 69,5 % pendant cette période ; autour de 65 % de 1985 à 2008, soit l'écart qui correspond aux mouvements sur la période de la CCF et des impôts nets sur la production. Elle a bondi pendant la crise dite des deux premiers chocs pétroliers : l'indexation des salaires sur les prix aura permis de protéger, au moins en partie, le pouvoir d'achat des salariés, tandis que les profits encaissaient de plein fouet la stagflation et la baisse de la productivité du travail et du capital. La part des salaires s'écroule ensuite brusquement jusqu'en 1989 et fluctue ensuite selon les cycles économiques : hausse jusqu'à la crise de 1993, baisse lors du petit boom qui a suivi. Pour la période qui nous intéresse (annexe 2), elle est plutôt en hausse de 1998 à 2002 (gain de deux points) puis en stagnation, avec une très légère baisse (perte d'environ 0,5 point de 2002 à 2007, lors de la reprise transitoire). Elle remonte en 2008 (64,8 %) et surtout en 2009²¹ (66,4 %) et retrouve le niveau de la crise de 1993.
- 18 Bref, même après la suppression de l'indexation des salaires sur les prix en 1982 (par le ministre socialiste Jacques Delors), la part de la rémunération des salariés diminue en période de boom et augmente en période de crise. Cependant, la « part du travail » inclut les rémunérations très élevées des cadres dirigeants qui sont plus proches de la notion de profit des entrepreneurs que des salaires ; mais ces rémunérations ne peuvent pas être assimilées à un revenu du capital²². Par ailleurs, par les « prix de transfert » intragroupes au niveau international, il est certain qu'une part des profits « produits » en France est « réalisée » à l'étranger, en particulier dans les paradis fiscaux où sont implantées nombre de filiales ad hoc des grands groupes ; mais le phénomène n'est pas récent.

La part des profits des capitaux économiques

19 La part moyenne de l'*ENE* est à peine supérieure sur les vingt dernières années à ce qu'elle était sur la période des Trente Glorieuses, après l'abîme de 1975 à 1985. Ce presque parfait retour à la constante de longue période ne se retrouve pas dans le taux de marge officiel²³ *EBE/VAB*, quelques points au-dessus depuis 1986 de son niveau des Trente Glorieuses, pour essentiellement absorber le surcoût de la *CCF* (annexes 3 à 5). Même en enlevant de la *RS* pour la rajouter à l'*ENE*, la part des « très hauts salaires »²⁴, le taux de marge nette corrigé décroît encore nettement de 1998 à 2008 ; il est vrai cependant que le taux de marge brute corrigé *EBE/VAB* se stabilise.

Le taux d'exploitation des salariés ou taux de plus-value

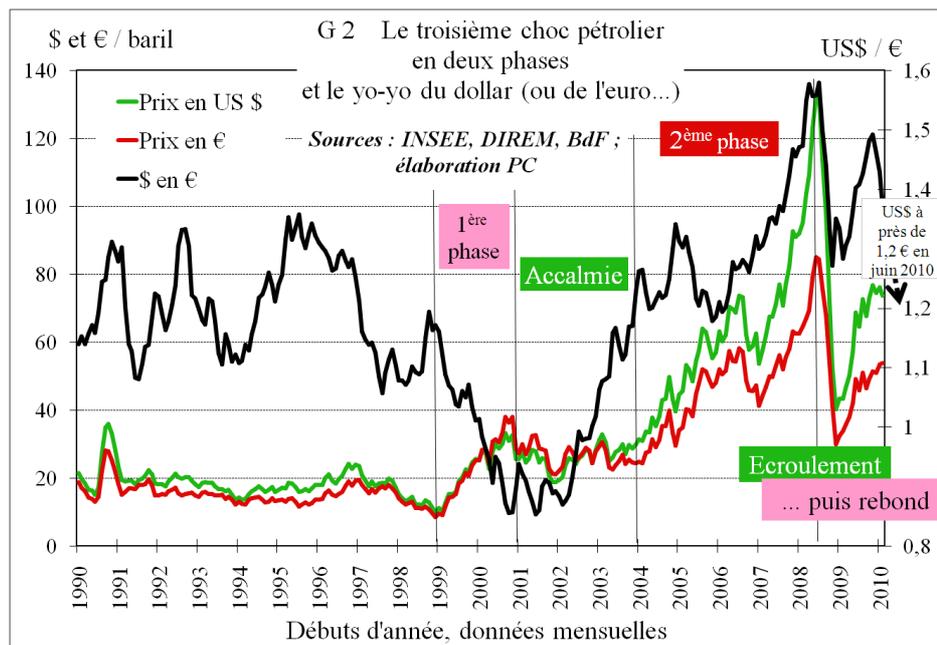
20 Le ratio *ENE/RS* varie parallèlement (annexe 6) à *ENE/VAB*. Il fluctue sur le long terme autour de 24 à 25 % quand le taux de marge nette oscille autour de 16 à 17 %. Il n'existe donc pas de profonde rupture entre les Trente Glorieuses et les trente années de plomb qui ont suivi. En effet, l'histoire bégaye avec le troisième choc pétrolier : sauf que les efforts du capital pour retrouver son niveau de marge semblent avoir été moins efficaces qu'après 1982. Ces efforts furent pourtant considérables depuis 2002, avec de nombreuses (contre-)réformes néolibérales.

Choc exogène, « changement d'ère » du capitalisme mondial

21 Le troisième choc pétrolier est le facteur principal d'explication de la baisse de profitabilité des *SNF* : la part de la consommation intermédiaire en produits pétroliers dans la production ayant bondi, leur *VAB* est amputée d'autant ; mécaniquement, la part du travail augmente, même avec une relative stagnation du pouvoir d'achat des salariés.

22 Après une stabilisation du prix du pétrole après le contre-choc de 1985-1986, le troisième choc pétrolier apparaît début 1999, en deux phases (voir graphique 2). Il est très lié au yo-yo du dollar²⁵. Ce choc pétrolier a absorbé quelques points de la production, transférés vers les pays producteurs : la part de la consommation intermédiaire dans la production *P(CI/P)* a en effet été dopée (annexe 7) par la croissance de la part de l'énergie dans les *CI*. Par ailleurs, ce choc, comme lors des deux premiers, a cassé la dynamique de croissance : le prélèvement de valeur des pays producteurs de pétrole peut être considéré comme une épargne forcée induisant une baisse du multiplicateur keynésien. Mais il fut peu inflationniste (jusqu'en 2008²⁶), car la concurrence internationale fit baisser les prix des produits industriels de consommation (en particulier ceux venant de Chine).

Graphique 2 :



23 Ce troisième choc pétrolier trouve en grande partie sa source (outre la raréfaction de la ressource et la spéculation sur cette matière première) dans le développement des pays

émergents²⁷, singulièrement donc par la demande de l'industrie chinoise. « Exogène » aux pays du *Centre*, ce choc pétrolier est le symptôme d'un renversement géopolitique du capitalisme mondial : un « changement d'ère ».

24 Le rapport (2010) du Conseil d'analyse économique (CAE) examinant la question du troisième choc pétrolier (l'expression y est employée) et de son devenir, passe à côté des analyses qui précèdent, malgré un impressionnant appareil mathématique, économétrique et bibliographique. L'effet de la croissance des pays émergents y est, évidemment, indiqué²⁸ ; en outre, le rôle de la spéculation financière sur le pétrole « papier » est soigneusement pesé²⁹. Le président délégué du CAE, Christian de Boissieu, quant à « la mesure des effets des chocs pétroliers », la résume en introduction par des « effets macroéconomiques somme toute limités, conséquence des changements structurels et de comportements intervenus à la suite des chocs pétroliers des années soixante-dix... ». Pourtant, les effets négatifs par chocs d'offre ou de demande sont parfaitement présentés, et en détail, avec, en conclusion, les résultats d'un modèle : « une hausse du prix de 80 à 150 dollars réduirait le PIB français d'un ou deux points par rapport à ce qu'il aurait été en son absence ». Qu'aurait donné ce modèle avec le passage du prix du brut avant 1998 (18 \$ / baril) à ceux qui ont fluctué depuis 1999 avec une moyenne à près de 50 \$? Probablement également le même effet, avec ses conséquences.

25 Par ailleurs, il ne nous semble pas possible d'admettre la première partie de l'affirmation suivante : « ... les entreprises tentent d'augmenter leurs marges quand l'activité diminue et y parviennent souvent. Le pouvoir de négociation des salariés se réduit face au chômage et induit une plus grande flexibilité des salaires, y compris nominaux. Cette double pression peut conduire à une baisse rapide des salaires réels et à une réduction importante de la demande globale. Le choc d'offre ne risque-t-il pas de se transformer en choc de demande négatif ? ». Les auteurs confondent encore la part des salaires dans la valeur ajoutée (en hausse et non en baisse en période de crise, « quand l'activité diminue ») et leur niveau.

26 Bref, ce rapport renvoie, quant au troisième choc pétrolier, à une crise (limitée), par la demande, et ne perçoit pas l'effet, par l'offre, sur la chute des taux de profit.

1. 2. La baisse de la productivité apparente du capital en valeur est le principal facteur de la baisse des taux de profit

La baisse de la productivité du capital ou la hausse de la composition organique du capital, le tout en valeur

27 Un autre facteur influence surtout, dans la crise actuelle depuis 1999, la chute du taux de profit (ici de la rentabilité économique nette des *SNF*), selon deux approches (annexe 8).

28 La première, qui corrige le taux de profitabilité ENE / VAB , est la productivité apparente du capital VAB / K . C'est surtout elle qui s'écroule depuis 1999 (K^{30} augmentant nettement plus vite que la VAB) alors qu'elle augmentait (légèrement), comme le taux de marge, lors du boom après la crise dont le creux eut lieu en 1993. Une autre analyse donne donc les mêmes résultats : le taux d'exploitation ENE / RS , divisé par une *approche*³¹ de la composition organique du capital en valeur K / RS ; K / RS (liée de façon inverse à VAB / K) est en forte hausse de 1998 à 2008. Autrement dit, la crise du capitalisme est surtout la crise du capital avec le recours au progrès technique mais aussi par les fortes réévaluations dues aux spéculations.

Le rebond récent de l'accumulation du capital et des prix relatifs des flux de *FBCF* mais ne se répercutant pas encore sur les prix relatifs du stock de capital économique

29 L'argument selon lequel l'accumulation du capital serait freinée à la fois par le bond continu des versements de dividendes, qui supposerait le non-réinvestissement³² des profits, et par la forte baisse des prix relatifs des biens de capital fixe³³ est contredit par les faits puisque la dynamique de l'investissement en volume reprend depuis la fin des années 1990, tant (annexe 9) pour la comparaison entre le *PIB* et la *FBCF* que pour le taux d'investissement des *SNF* ($FBCF / VAB$)³⁴ ; et elle se traduit (annexe 10) par l'inflexion de la baisse des prix relatifs de la *FBCF* au milieu des années 1990 qui se transforme depuis 2004 en hausse³⁵. Cette baisse de la productivité du capital en valeur ou la hausse de la composition organique, toujours en valeur, pourrait également s'expliquer par la conséquence illusoire de la spéculation qui a en particulier dopé les prix des terrains et donc K .

30 Ce renversement concernant les prix des flux de FBCF (p_{FBCF}), tout à fait considérable, ne se traduit cependant pas encore³⁶ (annexe 11) dans les prix du stock de capital économique K qu'il faut, à ce stade de l'analyse, découpler en K_C , valeur comptable³⁷, proche des coûts historiques, et K_r , valeur après réévaluation ; p_{K_C} est l'indice de prix de K_C hors réévaluation et K_r / K_C , est l'indice de réévaluation de K_C due à la spéculation (essentiellement immobilière pour les capitaux économiques).

31 Le capital économique comptable en volume $K_{C_{VOL}}$ (calculé par $K_{C_{VOL}} = K_C / p_{K_C}$) est ainsi en très forte croissance après 1998, largement supérieure à celle de l'emploi E des SNF (en forte augmentation lors du dernier petit boom de la fin du XX^e siècle) et de leur VAB_{VOL} : la rupture avec la période précédente est évidente (annexe 12). $K_{C_{VOL}} / E$ est ainsi en forte croissance depuis 1998 ; VAB_{VOL} / E marque le pas ; ainsi $VAB_{VOL} / K_{C_{VOL}}$ s'écroule à partir de 1998

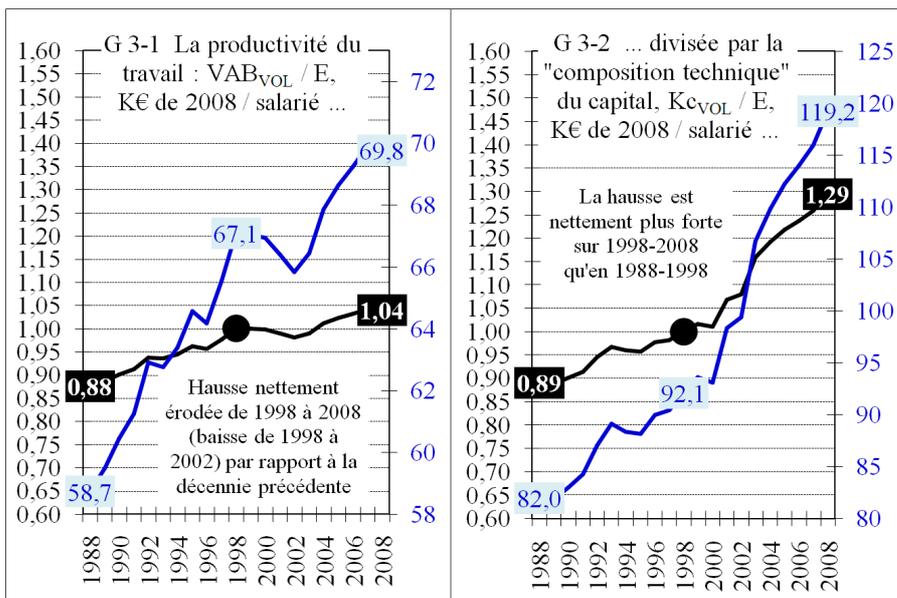
La spéculation immobilière et les prix des terrains

32 Il est évident que le boom des prix des terrains depuis la fin du siècle précédent induit une forte hausse, qui peut donc être jugée artificielle, de K_r . Cependant, les différents calculs de rentabilités économiques, sur capitaux en valeurs de marché ou sur capitaux non réévalués, avec ou sans terrains (annexe 13), ne remettent pas en cause la tendance à leur baisse, probable depuis le pic des rentabilités en 1989, certaine depuis 1998³⁸.

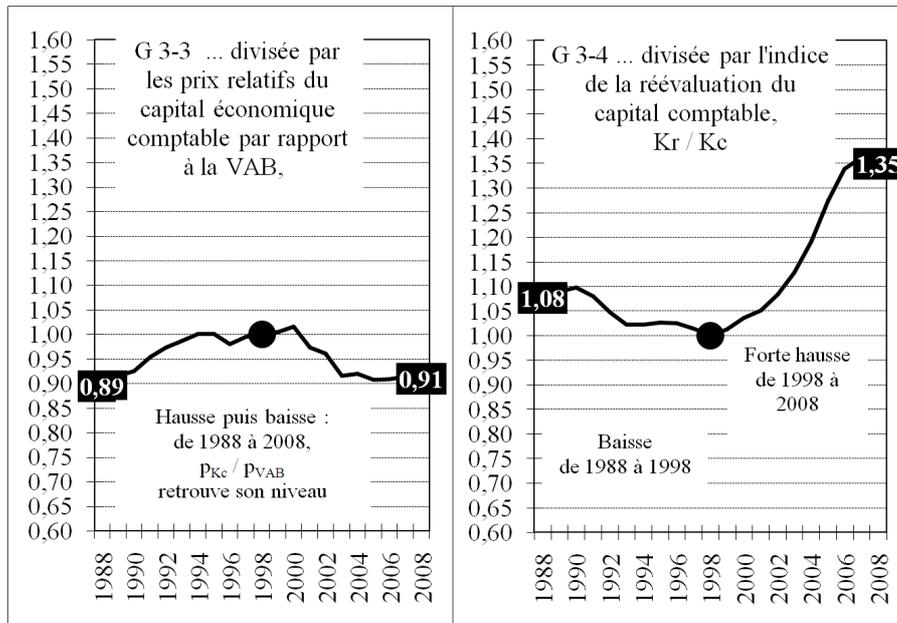
Productivité du capital en valeur : productivité du travail, composition technique du capital et effets prix ; une tentative d'analyse par ces différents facteurs

33 Il est possible d'analyser plus avant les facteurs de l'évolution de la productivité apparente du capital K_r . On peut la décomposer en plusieurs facteurs en isolant les effets volume et les effets prix³⁹ : la productivité en valeur VAB / K_r varie positivement avec la productivité du travail (VAB_{VOL} / E), négativement avec la « composition technique » du capital ($K_{C_{VOL}} / E$), négativement avec les prix relatifs p_{K_C} / p_{VAB} , enfin encore négativement avec l'effet prix des réévaluations (K_r / K_C). Pour la seconde période analysée, de 1998 à 2008, apparaissent (voir graphiques 3)⁴⁰ de nombreux changements par rapport à la période 1988-1998 : frein de la hausse de la productivité du travail (avec même une baisse de 1998 à 2002) ; boom de la composition technique ; légère baisse des prix relatifs (après la légère hausse sur la période précédente) ; forte hausse, évidemment, des prix due à la réévaluation (après une légère baisse). Sur 1998-2008, l'effet prix de la réévaluation⁴¹ explique environ la moitié de la baisse de VAB / K_r , mais la hausse de la composition technique en explique l'autre moitié : la dynamique d'accumulation du capital en volume s'accélère donc.

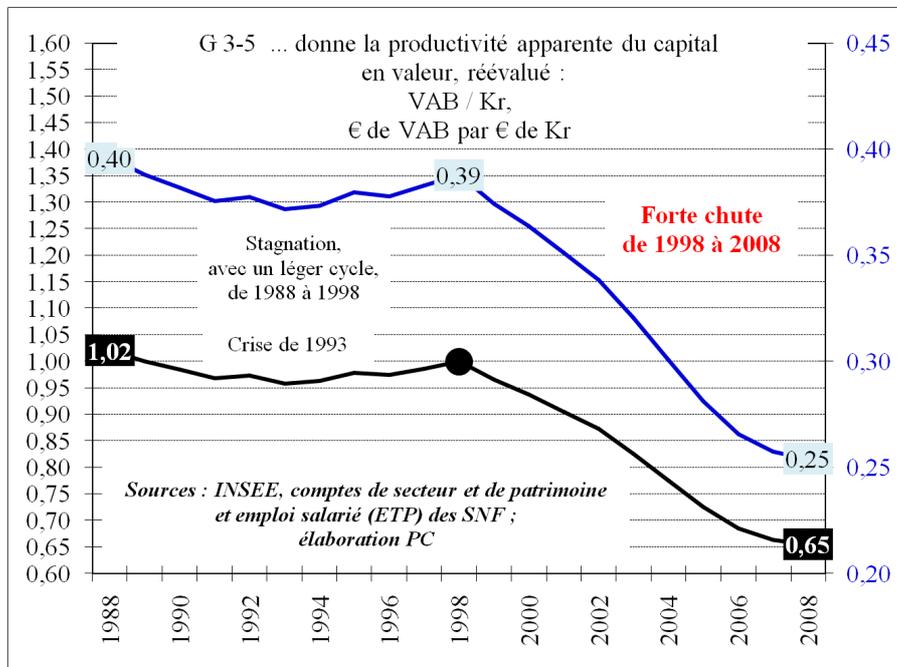
Graphiques 3 :



34



35



1. 3. Une réinterprétation de la crise de suraccumulation de Marx

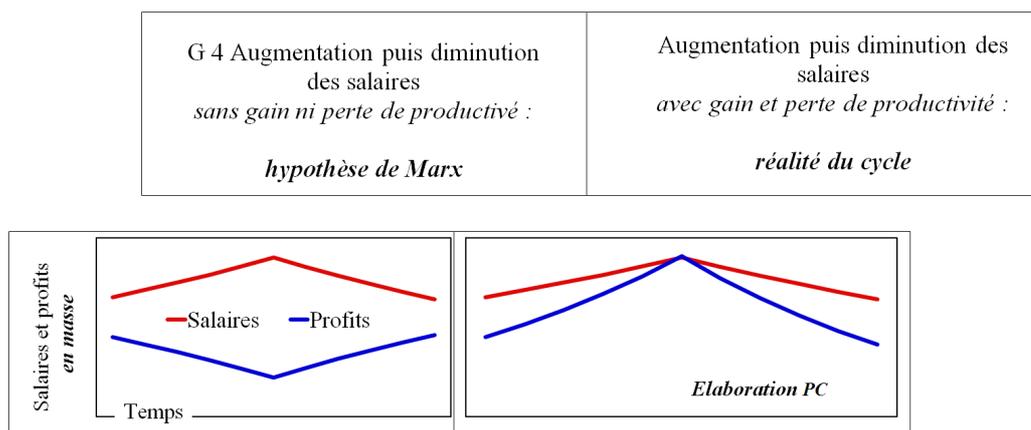
Deux théories différentes : crise (conjoncturelle) de suraccumulation et baisse tendancielle du taux de profit

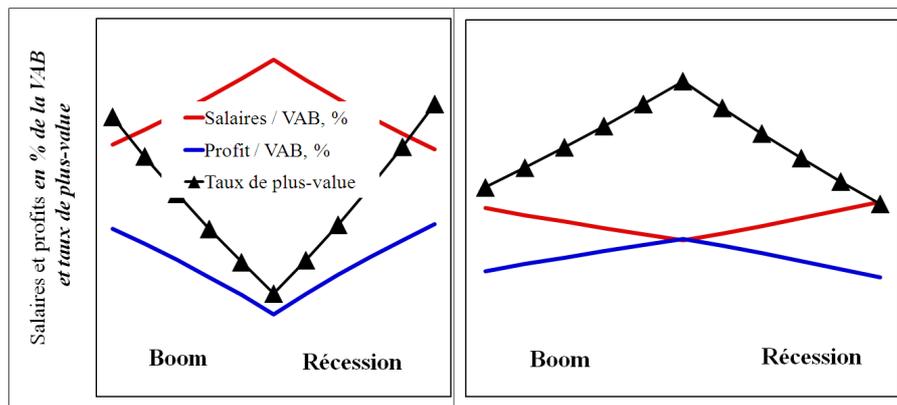
36

La crise actuelle pourrait apparaître, selon l'appellation de Marx, comme une « crise – conjoncturelle et passagère – de suraccumulation du capital ». Il s'agit de la baisse du taux de profit due à hausse de la composition organique mais aussi à la hausse de la part des salaires (donc, selon Marx, à la baisse du taux de plus-value) conséquence de la disparition en période de boom de l'« armée de réserve » des chômeurs. Sauf que Marx voyait dans ces évolutions la cause de la crise alors qu'il s'agit de ses conséquences. Il faisait l'hypothèse que la période de boom, en faisant baisser le chômage, dopait le taux de salaire par travailleur. Il en déduisait une diminution du taux de plus-value. Celle-ci, couplée à la hausse tendancielle de la composition organique du capital par le progrès technique, induisait donc une baisse du taux de profit et était donc selon lui cause de crise.

- 37 Il faut distinguer cette analyse de la crise de la théorie de la « baisse tendancielle du taux de profit »⁴², analyse à très long terme, selon laquelle le taux de plus-value reste stable, bien que la succession des conjonctures de crises cycliques induit selon Marx la tendance à long terme.
- 38 Il n'y a pas de doute, à très long terme, sur la constance du taux de plus-value ou du ratio ENE/VAB ⁴³. En effet, selon la théorie de la valeur travail, les gains de productivité du travail ne peuvent, toujours à très long terme, se traduire par une augmentation du taux d'exploitation, car toutes les valeurs travail par unité produite seront en baisse ; cette proposition (d'ailleurs rarement invoquée par les marxistes⁴⁴) est justifiée empiriquement par la (ou les) constante(s) de Bowley.
- 39 Cependant, cette baisse en valeur travail peut être supérieure pour les éléments du capital constant à celle des biens salaires du capital variable ; c'est le cas en France pour la tendance depuis 1949, avec le retournement récent mentionné plus haut, en outre dopé par la spéculation.
- À la hausse des salaires en période de boom, correspond en général une baisse de leur part dans la valeur ajoutée, et inversement en période de crise ; approche théorique
- 40 Contrairement à sa théorie de la baisse tendancielle du taux de profit où Marx notait bien les gains de productivité du travail comme contre-tendance (mais limitée), il l'oublie dans son analyse conjoncturelle de la crise.
- 41 En effet (voir graphique 4), sans gain de productivité du travail et du capital (en période de boom) ni perte (en période de crise), la hausse des salaires devrait induire une baisse des profits et une baisse du taux d'exploitation en boom et le mouvement inverse en récession. C'est le point de vue implicite de Marx. La réalité du cycle est toute différente. Les gains de productivité, effectifs en période de boom (malgré la hausse de l'emploi, donc la baisse du chômage), ne bénéficient que partiellement aux salariés, car le boom suppose une meilleure utilisation des capacités de production (donc des gains de productivité apparente du capital) : les salaires peuvent augmenter, en valeur nominale comme en pouvoir d'achat, mais le taux d'exploitation également, le profit bénéficiant de la plus grande part des gains de productivité. Et inversement en période de récession : les pertes de productivité du travail (plus mauvaise utilisation des capacités de production) sont en général supérieures aux baisses de salaires⁴⁵. Même si les salaires nominaux et leur pouvoir d'achat stagnent, la part des salaires dans la VAB augmente et le taux de plus-value s'érode : on aura reconnu la situation actuelle et un phénomène plus général.

Graphique 4 :





Vérification en France de cette réinterprétation de Marx

44 Les gains de pouvoir d'achat des salaires nets augmentent évidemment en période de boom et diminuent en période de récession (annexe 14): leur fluctuation est sans aucun doute liée à celle de la croissance du *PIB* en volume. Ils sont également liés positivement au taux de marge nette des *SNF*, ce qui confirme notre analyse. Il en est évidemment de même (annexe 15) pour les gains de productivité du travail qui induisent en partie les niveaux de salaire. Cependant, le petit boom de 2003 à 2005 a entraîné des gains de productivité du travail et des salaires alors que le taux de plus-value (ou de marge nette) diminuait : sur cette brève période, la théorie de la suraccumulation de Marx s'appliquait.

45 Ainsi, depuis 1999 pour les salariés (sauf les cadres dirigeants⁴⁶) et les exclus, le pouvoir d'achat stagne. Mais ceci n'empêche donc pas la part de la rémunération des salariés d'augmenter et, corrélativement, le taux de marge de diminuer sur la même période. La polémique concernant le partage de la *VAB* des *SNF* entre salaires et profit nous semble trouver une issue définitive : le malheur des pauvres ne fait pas le bonheur du capital ; l'un des paradoxes du capitalisme est qu'il induit un jeu perdant qui trouble la lutte de classes... et ses théoriciens.

Le rebond récent du débat théorique et empirique : hausse ou baisse du taux de profit ?

46 Patrick Artus (2010), dans *Une lecture marxiste de la crise*, fait référence à la « possibilité » de baisse du taux de profit, tout en continuant à se référer à la hausse de la part des profits... Michel Husson (2010) tente au contraire de démontrer, contre des contributions nouvelles (notamment américaines et britanniques), la « hausse tendancielle du taux de profit ».

47 Entre certains marxistes, le débat fait en effet rage. Contre Husson (août 2009) pour qui *Le dogmatisme* [celui de la baisse tendancielle du taux de profit, PC] *n'est pas un marxisme*, Harman⁴⁷ (2009) répond aux attaques virulentes dont il fut l'objet de la part du premier. Il remet en cause les analyses statistiques et théoriques des partisans de la hausse des taux de profit et choisit le camp opposé.

48 La contribution d'Isaac Joshua (octobre 2009) est plus calme et factuelle ; elle illustre, à partir de données des États-Unis, au moins la non-hausse des taux de profit depuis 1992⁴⁸. Pour le cas français, à partir des données brutes de l'INSEE, il rejoint parfaitement nos conclusions. Joshua (voir également 1999, 2006 et avril 2009) a analysé les crises capitalistes de façon originale⁴⁹, se méfiant de la « loi » de baisse tendancielle du taux de profit. Il commence donc à constater ses effets, au moins en France.

1. 4. La baisse des taux de profit en France, peut-être tendancielle depuis vingt ans, certaine depuis 1999

La question de la mesure des capitaux et de la structure de financement

49 L'évaluation du capital économique des *SNF* est effectuée par l'INSEE, en valeurs réévaluées (proches des valeurs de marché) et en valeurs non réévaluées (proches des valeurs comptables en « coûts historiques »). S'il est facile de choisir quel capital économique *K* prendre (on l'a indiqué plus haut, il s'agit des capitaux mis en œuvre, nets d'amortissement, *Kr* et *Kc*), il l'est moins pour ce qui concerne les capitaux propres *CP* et des dettes *D*. En « microcomptabilité » des entreprises, il faut prendre les fonds propres ; mais en « macrocomptabilité » (en

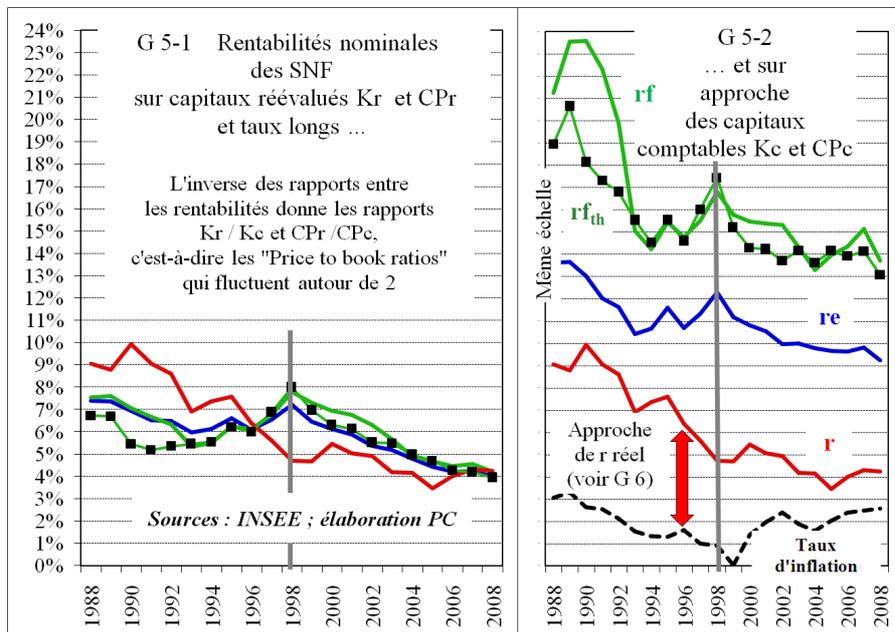
comptabilité nationale) le choix est délicat et reste ouvert. Nous avons pris ici pour les *CP* (annexe 16) la somme de la valeur nette comptable *VN* et des actions nettes⁵⁰ *A* (actions du passif financier – actions de l'actif financier⁵¹). La somme des dettes financières nettes *D* (celles du passif – créances à l'actif) et des *CP* ($= VN + A$) est égale par construction à *K*. Autrement dit, *K* est financé par $CP + D$.

50 Si les capitaux des *SNF* croissent nettement plus vite à partir du milieu des années 1990 que la *VAB*, leur structure est en outre profondément modifiée : croissance de l'endettement net relatif jusqu'en 1992, décroissance ensuite (mesuré par le *levier de l'endettement* $L = D / CP$). Il peut paraître paradoxal que les *SNF* se soient désendettées au moment même où les taux d'intérêt étaient en baisse ; elles auraient pu jouer justement sur l'effet de levier de l'endettement. En fait, la baisse des taux d'intérêt (dont on analysera plus loin les causes) rendait les obligations moins attrayantes que les actions ; et la bulle des actions s'enclenchait.

Les rentabilités nominales⁵²

51 En France (voir graphique 5), les rentabilités nominales, économiques *re* (ENE / Kr) et financières *rf* ($ENE \text{ moins intérêts nets} / CPr$), des *SNF* apparaissent en baisse tendancielle depuis vingt ans. La corrélation de cette baisse avec celle du taux d'intérêt nominal *r* est évidente⁵³. Mais la désinflation est également à l'origine de la forte baisse de *r* nominal jusqu'en 1998 ; ensuite, le léger et discret regain d'inflation dû au troisième choc pétrolier n'empêchera pas la tendance à la continuité du mouvement. Pour la *rf*, le cycle domine nettement la baisse tendancielle ; le point de retournement étant sans aucun doute 1998. Par contre, dès 1995-1996, la baisse de *r* croise la hausse de *re* et l'effet de levier (en fait donc de moins en moins utilisé, le levier de l'endettement *L* étant en baisse) devient positif mais faible. On a également indiqué les rentabilités financières théoriques⁵⁴ *rf_{th}* calculées selon la formule de l'effet de levier ; elles sont assez proches (sauf en début de période) de la *rf* constatée.

Graphique 5 :

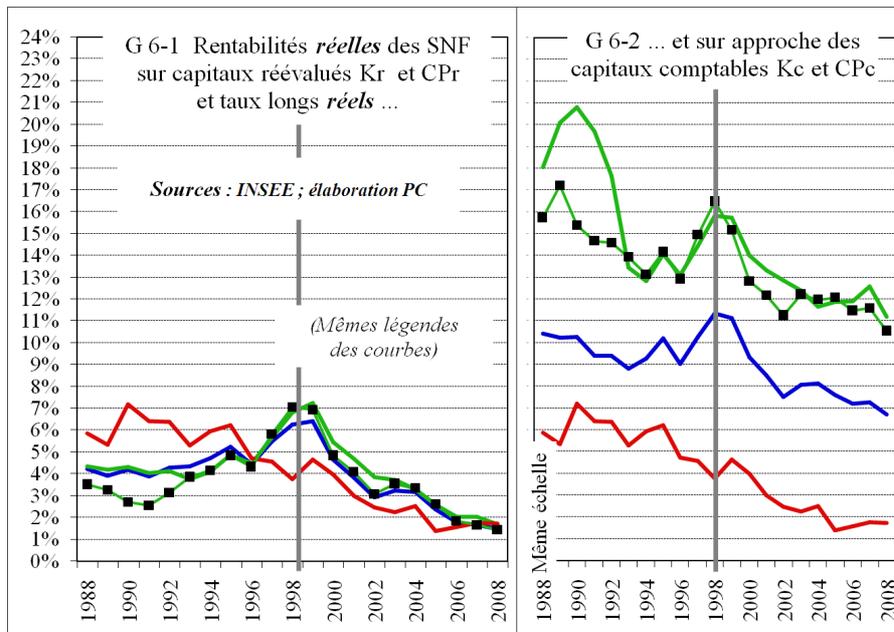


52 Les rentabilités comptables sont, évidemment, nettement plus élevées que celles, de marché, des capitaux réévalués ; mais ce sont ces dernières qui intéressent les actionnaires, au moins les courttermistes. Même s'ils exigent pour les assurer des rentabilités comptables de l'ordre de 15 %, ils n'obtiennent « que » la moitié environ en rentabilités de leurs valeurs de marché⁵⁵. Ces deux niveaux sont de toute façon, selon toutes théories économiques confondues, insupportables à long terme.

Les rentabilités réelles⁵⁶

53 Pour les rentabilités réelles (voir graphique 6), un statisticien peut encore percevoir un trend tendanciel à la baisse ; il s'agit en fait de cycles : baisse au début des années 1990, reprise jusqu'en 1998 et écoulement ensuite. On perçoit bien en taux réels, de 1994-1995 jusqu'en 1998, la liaison la plus communément perçue entre taux d'intérêt et taux de profit, $r \square re$ et rf : la baisse de r aura permis, par les mécanismes keynésiens du dopage de la demande, la reprise des taux de profit. Autrement dit, le boom boursier jusqu'en 1998 n'était pas une bulle (sauf celle de la Nouvelle Économie dont l'éclatement en 2000 s'est généralisé) ; en effet, ce boom accompagnait la hausse des rentabilités.

Graphique 6 :



54 Par contre, depuis le déclenchement de la crise réelle par l'écroulement des rentabilités, c'est la liaison inverse qui est sans aucun doute à l'œuvre : $re \square r$ (puis rf , par l'effet de levier)⁵⁷. L'analyse keynésienne aurait du mal à expliquer comment, de 1998 à 2005, une baisse des taux d'intérêt induirait un marasme des taux de profit ; le nouveau boom boursier (qui a commencé dès 2003) est donc une vraie bulle financière. On se heurte à des contradictions qui mettent à mal les théories orthodoxes, keynésiennes et néoclassiques du (ou des) taux d'intérêt.

2. Rentabilités, valeurs boursières, taux d'intérêt, longs et courts

55 Quel est en effet le type de liaison entre les taux d'intérêt longs r et les rentabilités économiques et financières re et rf ⁵⁸? Quel est, d'autre part, le type de liaison entre les taux d'intérêt r et les valeurs boursières V ? On peut envisager une double liaison : soit, selon l'analyse orthodoxe, $r \square re$ et V , soit, selon l'analyse hétérodoxe, re et $V \square r$.

Analyse orthodoxe : $r \square re$ et V , fonctions décroissantes

56 Pour la plupart des économistes, les taux d'intérêts (où l'on distingue mal les taux courts des taux longs) expliquent à la fois le niveau des valeurs boursières et celui des taux de profit désirés et effectifs : la baisse des premiers (*versus* leur hausse) diminue (*versus* augmente) les taux désirés (r plus primes de risque), mais augmente (*versus* diminue) les taux effectifs, en jouant sur le niveau d'activité induit par la demande d'investissement et de consommation ; cette contradiction suppose de revisiter la notion même de prime de risque. Ils ont le plus souvent raison sur le long terme (avec quelques exceptions) : les politiques économiques, et singulièrement monétaires, expliquent les phases de boom ou de ralentissement. En Europe, boom quasi-général pendant les Trente Glorieuses, par une politique interventionniste keynésienne de taux d'intérêt bas ; ralentissement économique et

chômage ensuite, par une politique monétariste anti-inflationniste jusqu'au début des années 1990 ; boom de 1994 à 1998 par l'assouplissement de cette politique (commencé bien avant aux États-Unis).

Analyse hétérodoxe : r et $V \propto r$, fonction croissante

57 Notre point de vue est qu'en fait, dans une économie théorique « pure », « sans frottements sociaux », dominée par des marchés financiers fonctionnant parfaitement, les taux d'intérêts longs sont une conséquence des taux de profit (plus exactement de la seule rentabilité économique re , rf variant avec re mais aussi L) et des valeurs boursières V des actions : $r = re$ moins prime de risque. On retrouve la théorie du taux d'intérêt d'Adam Smith, mais réinterprétée par une nouvelle approche : celle de la « double spéculation sur les marchés secondaires actions et obligations ».

58 Cette théorie est évidemment perturbée par les politiques monétaires induisant les taux courts et le crédit bancaire : ces « frottements sociaux » cachent le plus souvent la théorie « pure ». Cependant, la théorie revisitée de Smith est vérifiée (avec encore quelques exceptions) depuis une dizaine d'années, dans le cadre à la fois du dopage de la financiarisation-mondialisation et de la crise économique systémique qu'elle a induite.

59 On ne peut éviter cependant, pour reprendre en tentant de les enrichir les objections de Marx à Smith, de mettre en relation les taux longs et les taux courts induits par les politiques monétaires.

2. 1. De quelques théories fort contradictoires des taux d'intérêt

60 Aux deux théories dominantes, pourtant déjà contradictoires, l'analyse néoclassique, taux d'intérêt réels longs expliqués par le seul marché primaire des fonds prêtables longs (obligations), et l'analyse keynésienne, taux d'intérêt nominaux courts déterminés par le marché de la monnaie et la politique monétaire, nous opposerons la perspective d'Adam Smith, en intégrant les critiques de Marx.

Les deux⁵⁹ théories orthodoxes du taux d'intérêt : néoclassiques et keynésiennes

61 Pour les néoclassiques, l'offre de capitaux est l'épargne (donnée réelle : une non-consommation), croissante avec le taux d'intérêt réel, la demande de capitaux est l'investissement, décroissante avec lui. En effet, l'entrepreneur maximise son profit pur en égalisant la productivité marginale du capital au taux d'intérêt réel. L'équilibre, stable, est la conséquence de la fluctuation du prix-taux d'intérêt réel, égalisant offre et demande de fonds prêtables. Le taux d'intérêt est ainsi la conséquence du seul marché primaire (« du neuf ») des seules obligations, goutte d'eau « marginale » dans l'océan des marchés secondaires (« de l'occasion ») des obligations et des actions. Cette théorie est une légende car elle suppose l'existence d'un entrepreneur indépendant des propriétaires de capitaux (des actionnaires) ; or, ce dernier n'étant que le mandataire de ces mandants, il doit maximiser leur taux de rentabilité financière et/ou leurs plus-values en capital.

62 De ce point de vue, développé par les monétaristes (tel Milton Friedman) ou les « Nouveaux classiques », on ne doit pas intervenir contre les cycles économiques censés se réguler spontanément : les Banques centrales doivent se contenter d'éviter à tout prix l'inflation dont la cause serait l'augmentation excessive de la masse monétaire ; c'est, fondamentalement (mais depuis 1992 sans trop d'intégrisme monétariste), la politique monétaire de la BCE.

63 Keynes refuse ce marché des fonds prêtables néoclassique : il refuse la fonction d'épargne croissante avec le taux d'intérêt. Il lui substitue la détermination du taux d'intérêt nominal par le marché de la monnaie ; il est d'ailleurs très ambigu car il distingue lui aussi très mal les taux courts des taux longs. L'offre de monnaie est celle du crédit bancaire, la demande étant en fait la thésaurisation qu'il préfère nommer « préférence pour la liquidité » ou « demande de monnaie » (« pour motif de transaction et de précaution » et « pour motif de spéculation »)⁶⁰. L'offre de monnaie est (très peu) croissante avec le taux d'intérêt, la demande de monnaie décroît avec lui ; le taux d'intérêt d'équilibre, en fait le taux court, nominal, est donc une variable monétaire. Cette théorie de Keynes est en fait une autre légende: la fonction de demande de monnaie pour motif de spéculation décroissante du taux d'intérêt est possible au niveau microéconomique, mais n'a aucun sens au niveau macroéconomique, car

la nécessaire contrepartie dans les transactions sur le marché secondaire des obligations la laisse inchangée⁶¹ ; Keynes fit (et il l'avait sans doute remarqué) une erreur liée aux paradoxes micro-macro.

64 Du côté interventionniste keynésien, on doit intervenir contre les cycles par une politique monétaire : la monnaie peut jouer un rôle actif et bénéfique ; elle n'est pas « neutre ». L'intervention des Banques centrales doit par exemple permettre, par la baisse volontariste des taux courts, de relancer, en cas de crise de surproduction, la demande d'investissement (décroissante avec r) et de contrecarrer un glissement boursier ; à l'inverse, leur hausse freinera un boom économique de sous-production en freinant l'investissement (mais aussi la consommation finale) et le boom boursier sinon la bulle qui l'accompagne souvent.

Taux longs, taux courts et rentabilité désirée dans l'analyse orthodoxe de la Synthèse⁶²

65 Les taux longs (r_{LT} , ici r) sont en fait expliqués en théorie financière macroéconomique par les taux courts (r_{CT}) orientés par les Banques centrales. C'est la thèse du même keynésien Hicks de la *structure par terme des taux* : le risque de défaut couru par un créancier prêtant à long terme implique une prime ($R_{LT/CT}$) rémunérant son aversion naturelle au risque, croissant avec le terme du remboursement. Ce qui peut apparaître comme le mariage de la carpe keynésienne (pour les taux courts variables monétaires) et du lapin néoclassique (pour les taux longs variables réelles), fait pourtant en général consensus. Il s'agit donc d'une relation du type $r_{LT} = r_{CT} + R_{LT/CT}$.

66 La rentabilité financière *désirée* par les actionnaires rf_D , se calcule de la même façon par la somme du taux d'intérêt sans risque r (en fait r_{CT}) plus une prime de risque spécifique au type d'action R_A : $rf_D = r + R_A$. Il existe en fait deux primes de risque, re et rf devenant maintenant des rentabilités désirées et non plus effectives. La première est la prime de risque *économique* : $R_E = re_D - r$; la seconde est la prime de risque *financière* $R_A = rf_D - r$ qui dépend⁶³ de R_E et L : $R_A = R_E (1 + L) = (re_D - r)(1 + L)$. Cependant, ces primes de risque n'existent que dans les désirs, *ex ante* ; dans la réalité *ex post*, il s'agit tout simplement soit de la rentabilité différentielle $re - r$ pour R_E et de l'effectivité de l'effet de levier pour R_A .

67 Cependant, la hausse de r dope re_D mais, selon le schéma keynésien, fait chuter la re effective ; la solution à cette contradiction ne peut se trouver que si l'on remet à l'endroit la liaison entre r_{LT} et taux de profit (théorie fondamentale) tout en admettant l'effectivité de l'intervention de r_{CT} sur ce dernier et sur les valeurs boursières (frottements sociaux).

La théorie du taux d'intérêt d'Adam Smith

68 Pour Smith (1776), à l'inverse, le taux d'intérêt r (r_{LT}) n'est qu'une conséquence du taux de profit effectif : c'est la rentabilité financière effective rf des propriétaires de capitaux moins la prime de risque R_A : $r = rf - R_A$. Smith part en effet de rf mais comme rf dépend de re , il est plus juste de partir de la rentabilité économique, car rf dépend de re , mais aussi de r par l'effet de levier. Le point de vue corrigé de Smith que nous utiliserons devient alors $r = re - R_E$: rf ne peut en aucun cas être le point de départ, avec $rf = re + R_E L = re + (re - r) L$. Cette correction ne remet pas en cause l'intuition géniale du premier des classiques. Reste la question, clairement posée par Smith, de l'éventuelle constance de la prime de risque R_E (R_A pour lui) : il y répond, on va le voir, par la négative.

69 Quel est l'ensemble du cheminement théorique de Smith pour aboutir à ces conclusions ?

70 Le profit est la partie de la valeur travail produite par les salariés non payée aux salariés ; il écrit en effet, décrivant en fait bien avant Marx l'apparition de la plus-value : « [...] la valeur que les ouvriers ajoutent [...] se résout alors en deux parties, dont l'une paye leur salaire, et l'autre le profit que fait l'entrepreneur [...] ». Et c'est le taux de profit et non sa masse qui intéresse l'investisseur ; il continue : « [...] et il n'aurait pas d'intérêt à employer un grand capital plutôt qu'un petit, si ses profits n'étaient pas en rapport avec l'étendue du capital employé ». Un taux de profit moyen est d'ailleurs obtenu par la concurrence entre les capitaux⁶⁴. On ne peut donc assimiler sa théorie du taux de profit à celle du taux d'intérêt néoclassique, car la notion même de taux de profit est ignorée par les fondateurs du marginalisme.

71 Smith précise par ailleurs un point important qui fera longtemps polémique : le profit n'a rien à voir avec la rémunération de l'activité d'entrepreneur : « Ces profits, dira-t-on peut-

être, ne sont autre chose qu'un nom différent donné aux salaires d'une espèce particulière, le travail d'inspection et de direction⁶⁵. Ils sont cependant d'une nature absolument différente des salaires ; ils se règlent sur des principes absolument différents, et ne sont nullement en rapport avec la quantité et la nature de ce prétendu travail d'inspection et de direction⁶⁶ ».

72 Smith a compris que les intérêts ne sont qu'une partie du profit et le taux d'intérêt qu'une partie du taux de profit. L'expression « prime de risque » n'est pas écrite, mais la notion apparaît en filigrane quand Smith détaille le revenu de la classe capitaliste et définit la part du profit une fois payé l'intérêt⁶⁷.

73 Enfin, Smith avoue que cette prime de risque (dont il précise le caractère : celui d'une assurance) est parfaitement indéterminable⁶⁸ (bien que R_A semble croissante, selon Smith, avec rf , ce qui pourrait rendre r moins volatil que rf), et donc, avec elle le taux d'intérêt à partir du taux de profit selon sa théorie. En fait, si l'on part de re et non plus de rf , R_E semble croissante avec re , et encore plus avec r qui est un résidu.

74 Dans la pratique, comme le fera la théorie financière moderne, Smith tente de déterminer le taux de profit, « honnête, modéré, raisonnable ; toutes expressions qui [...] ne signifient autre chose qu'un profit commun et d'usage » ; sauf qu'il reconnaît alors de fait l'indétermination de ce dernier. On aura compris que « profit commun et d'usage » ne renvoie à rien d'autre qu'aux *rentabilités financières désirées* des financiers contemporains, avec cependant l'inversion de Smith qui aurait pu écrire, avec les notations actuelles : $r = rf_D - R_A$, l'inverse de $rf_D = r + R_A$.

La critique de Karl Marx à Adam Smith : le début d'un essai de synthèse

75 Cette thèse suppose donc un monde théorique, sans frottements sociaux : sans banque ni politique monétaire. Par ailleurs, Smith distingue mal ou pas du tout les taux courts des taux longs.

76 La critique de Marx répond implicitement à cette double objection. Il fait intervenir, à juste titre, les frottements sociaux des institutions bancaires et, après moult hésitations, s'oppose à la théorie de Smith⁶⁹. Il reconnaît, bien entendu, que l'intérêt n'est qu'une forme particulière de profit (le profit du capital bancaire et financier) né de la plus-value ; il va même jusqu'à admettre une baisse tendancielle du taux d'intérêt à long terme. Il critique d'ailleurs de façon véhémente⁷⁰ le *fétichisme du taux d'intérêt* né de la seule sphère du capital bancaire. Il remarque cependant qu'en période de boom, les taux d'intérêt sont faibles et les taux de profit élevés alors qu'en période de crise on assiste au phénomène inverse.

77 Il met donc en avant le rôle des banques dans la conjoncture et anticipe les théories ultérieures du « cycle du crédit », la première étant celle du néoclassique suédois Knut Wicksell (1898 et 1901-1906)⁷¹. Marx anticipe en fait ainsi, par son point de vue unilatéral, la théorie monétaire du taux d'intérêt de Keynes, en reprenant en fait la vieille théorie mercantiliste du taux d'intérêt (r décroissant avec la quantité de monnaie) que Smith avait détruite. Marx estime pourtant qu'une politique de baisse volontariste des taux est en grande partie illusoire pour enrayer la crise ; Keynes présentera un point de vue peu différent, mais seulement pour une crise grave. Bref, Marx refuse en fin de compte la théorie de Smith ; il avait pourtant tout en main pour comprendre que les taux d'intérêt dans leur diversité étaient déterminés à la fois selon la théorie pure de Smith pour les taux longs et par les frottements sociaux de l'intervention des banques accompagnée de l'inconstance des primes de risques.

2. 2. Les deux faces des taux d'intérêt et la nature des primes de risque

Le double caractère des taux d'intérêt : coûts mais aussi rentabilités

78 Le taux d'intérêt r , selon les analyses keynésiennes et néoclassiques, est d'abord un coût pour les entreprises avant d'être une rentabilité pour les épargnants ; sa baisse dope ainsi l'investissement⁷², c'est-à-dire l'augmentation marginale du capital économique (supposée être toujours financée par dette), l'activité et la masse de profit. Cette analyse ne souffre aucune critique dans le cadre de ses paradigmes, sauf celle de la confusion entre la maximisation de la masse de profit pur de l'entreprise et celle du nouveau taux de profit économique moyen re après investissement. Il est en effet aisé de montrer⁷³ que la maximisation de la masse de profit par l'entrepreneur néoclassique choisissant des investissements nouveaux n'assure

jamais (sauf exception⁷⁴) celle du taux de profit moyen. La théorie orthodoxe du choix des investissements est au mieux incomplète, au pire fautive. Par ailleurs, r et masse de profit effectif varient ainsi de façon inverse alors que r est censé déterminer positivement, selon cette vision, le taux de profit désiré.

79 Mais on peut aller plus loin en sortant de ces paradigmes. Pour Smith⁷⁵, r (soit $re - R_E$) est bien un coût pour les entreprises, mais est lié positivement à la rentabilité économique moyenne re ; autrement dit, les deux variables (r coût et re rentabilité anticipée) qui déterminent le choix des investissements dans la théorie orthodoxe sont liées ; ce qui suffit à la disqualifier⁷⁶. D'autant plus que R_E étant croissante, selon Smith, avec re , la hausse de cette dernière peut très bien s'accompagner d'une hausse plus faible de r : autrement dit, l'investissement pourrait croître⁷⁷ avec r ⁷⁸ !

L'ambiguïté des notions de prime de risque

80 C'est en outre la notion même de prime de risque de la théorie financière orthodoxe qui est à revisiter. Elle ne souffre d'aucune ambiguïté chez Smith (qui remarque d'ailleurs son inconstance), car elle est calculée par différence entre deux rentabilités effectives (rf , plus exactement re , et r). Ce n'est plus le cas dans la théorie financière orthodoxe ; c'est en effet elle qui lui permet de fonder théoriquement, par le risque justement, les notions de rentabilités économiques et financières *désirées* (de r à re_D et rf_D) en inversant l'analyse de Smith. Répétons-le, la notion même de taux de profit *effectif* fait pas partie des paradigmes orthodoxes, tout en admettant évidemment leur constatation comptable⁷⁹. Il va de soi que la théorie financière de l'entreprise (*Corporate finance*), connaît la notion d'effet de levier (*leverage*) de l'endettement ; mais elle est quasi-absente de la théorie économique⁸⁰.

2. 3. Des deux relations contradictoires entre les taux d'intérêt r et les valeurs de marché V des titres longs : $r \propto V$ ou $V \propto r$

Le point de vue orthodoxe où le taux d'intérêt explique la valeur des titres : $r \propto V$

81 La valeur dite fondamentale d'un titre *long*, action ou obligation, est déterminée par le rapport entre les bénéfices futurs (ou flux de « cash » en dividendes⁸¹) anticipés B_a et le taux de rentabilité désiré⁸² $r + R$ (R étant à spécifier). Les valeurs des titres décroissent ainsi avec r , pour un B_a donné, si la variation de R n'annule pas le mouvement de r .

82 Ainsi, la politique monétaire de hausse ou de baisse des taux fait baisser ou hausser les valeurs boursières, actions et obligations, si ce sont les taux courts qui sont pris en compte dans les calculs des spéculateurs. C'est ce qui se passe le plus souvent dans la réalité et n'est pas complètement irrationnel dans la mesure où un arbitrage peut s'effectuer entre les titres longs et courts. Ce cycle s'accompagne de la baisse ou de la hausse de l'activité économique, donc corrélativement, des taux de profit. Dans ce cas, ce sont les politiques volontaristes de détermination des taux d'intérêt courts par les Banques centrales qui déterminent les rentabilités et les valeurs boursières.

Le point de vue hétérodoxe retrouvant l'analyse de Smith par la « double spéculation » sur les marchés secondaires actions et obligations : $V \propto r$

83 On considère donc ici les obligations sous leur aspect de valeur refuge sans (trop de) risque, notamment les obligations de la dette publique... en éludant la possibilité de risque de défaut sur ces dettes souveraines ; le seul risque pris en compte est le risque de taux. Selon la théorie néoclassique, le taux nominal (long) est déterminé par les effets de l'offre et de la demande du marché primaire du neuf (très faible en volume par rapport au marché secondaire de l'occasion) et les anticipations d'inflation. Selon la théorie keynésienne, c'est le taux dirigé par la politique monétaire et ses canaux de transmission qui intervient. Selon la théorie de Smith revisitée, r dépend des taux de profits anticipés et, donc, du marché secondaire des actions.

84 L'analyse de Keynes concernant le marché secondaire des obligations –sa seule référence dans sa théorie de la demande de monnaie pour motif de spéculation – est en effet inversée : ce n'est plus r (toujours ici en absence de banque et de politique monétaire qui pourrait le déterminer) qui induit la valeur de marché V_o des obligations ($r \propto V_o$, fonction décroissante), mais $V_o \propto r$ (fonction également décroissante). La théorie de la demande de monnaie pour motif de spéculation est remise sur ses pieds alors qu'elle marchait sur la tête. En effet, une anticipation,

par la majorité des spéculateurs, de baisse de valeur de marché des obligations qui haussera en conséquence les taux longs, leur fait « retrouver la liquidité », car cette majorité anticipera des pertes en capital et de nouvelles opportunités après la hausse des taux : cette majorité vend (évidemment à ceux qui pensent le contraire) mais par un jeu de vases communicants pour la monnaie concernée. Autrement dit, répétons-le, ladite demande de monnaie pour motif de spéculation n'est pas, au niveau macroéconomique, décroissante avec r (théorie de Keynes) : elle passe de poche en poche mais sa masse reste constante.

85 Et vice versa, quand une majorité veut placer ses liquidités.

86 Contrairement à Keynes, r est donc, dans nos hypothèses, une conséquence de la spéculation sur le marché secondaire des obligations et dépend simplement du niveau des profits effectifs anticipés, donc de la rentabilité réelle des capitaux, donc du marché secondaire des actions que Keynes élude dans sa théorie⁸³. En effet, le mouvement de V_o induisant celui de r est lui-même une conséquence de celui de V_A : ainsi, r apparaît bien comme une fonction croissante de la rentabilité et donc de V_A .

87 Une rétroaction apparaît néanmoins : la hausse de r_{LT} devrait freiner la hausse de V_A . Cette remarque enchanterait les économistes libéraux, tel Milton Friedman : la spéculation serait stabilisatrice. Il est en effet théoriquement⁸⁴ aisé de calculer le nouveau taux d'intérêt d'équilibre (supérieur à celui de départ) assurant, sous l'hypothèse de primes de risque constantes (en fait très fluctuantes...), l'égalité des rentabilités des différents titres. On peut montrer que cette spéculation autorégulatrice est en fait amplificatrice des cycles boursiers, en particulier par les retards de prise en compte du taux d'actualisation des bénéfices anticipés (« illusion de la valeur présente » des taux d'intérêt). On peut également invoquer un « principe d'incertitude généralisé » qui permet de retrouver les conclusions de la finance de marché : les valeurs de marché des actions sont imprévisibles, il s'agit d'une « marche au hasard » (« random Walk »).

88 On retrouve ainsi l'analyse de Smith, mais par le processus de la double spéculation sur les marchés secondaires, de l'occasion, actions et obligations. Il semble devenir dominant, en France comme aux États-Unis et ailleurs, depuis 1999 ; probablement par la financiarisation et la mondialisation.

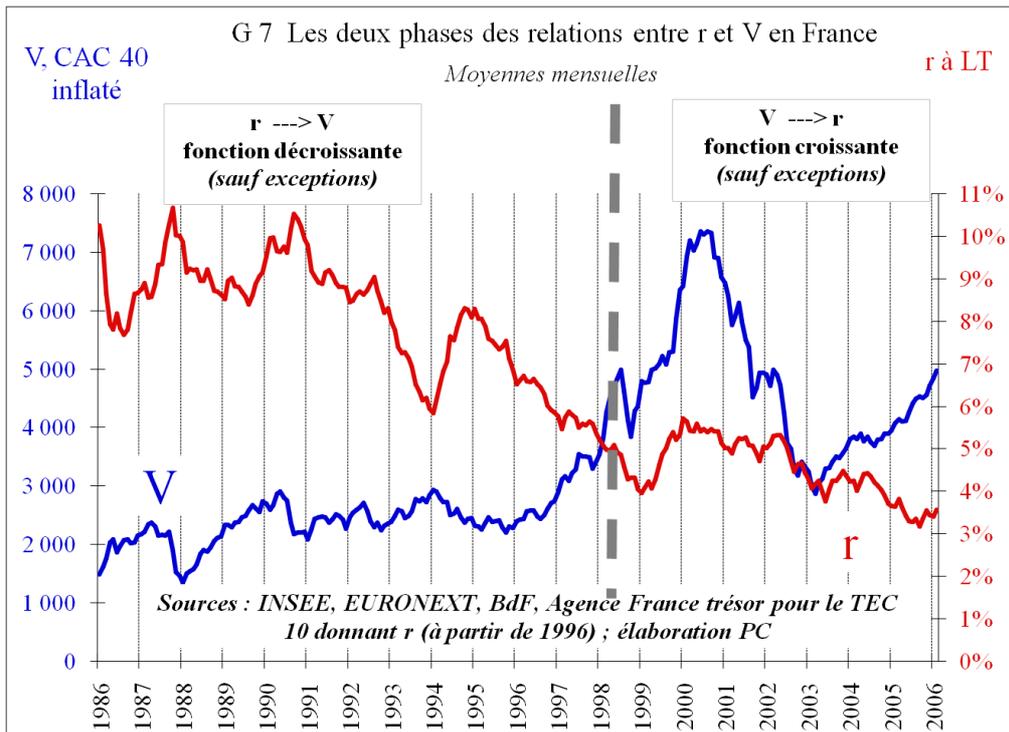
89 Les frottements sociaux du crédit bancaire et des politiques monétaires perturbent donc profondément ce mécanisme théorique. Par sa théorie monétaire des taux (bancaires) courts Keynes ne percevait que ce processus ; et c'est dans ce cas r qui explique V_o . Il oubliait les taux de profit, de la même façon que ses pères néoclassiques.

En France, la première liaison est dominante sur le long terme jusqu'en 1998, mais la seconde écrase la première depuis 1999

90 La hausse de r à partir de la fin des Trente Glorieuses, avec la stagflation induite par les deux premiers chocs pétroliers, fait baisser la bourse jusqu'en 1982-1983 (annexe 17).

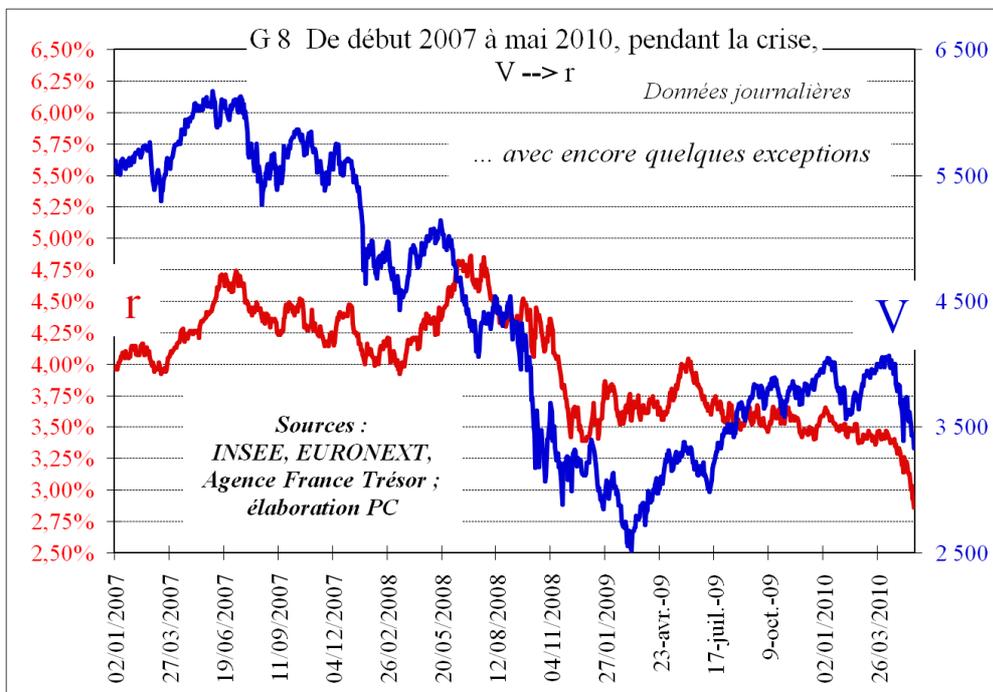
91 Ensuite (voir graphique 7), la politique monétaire d'austérité, de désinflation compétitive fait baisser l'inflation et les taux nominaux longs et dope le CAC 40 jusqu'à la fin du siècle ; mais des exceptions apparaissent, singulièrement donc depuis 1999 ; mais, entre autres, celle du boom et du krach boursier éphémère de 1987 est plus ancienne.

Graphique 7 :



92 Depuis 1999, la seconde liaison domine donc sans aucun doute, mais avec encore des exceptions. Le CAC rebondit dès fin 2003, r étant moins flexible à la hausse ; probablement en tant que conséquence de la baisse du taux directeur de la BCE puis de son niveau historiquement très bas⁸⁵, r stagnera puis baissera d'ailleurs du milieu 2004 à fin 2005 : première exception à la nouvelle règle. L'analyse sur la période récente, de fin 2005 à avril 2011 (voir graphique 8 et annexe 18) est la plus riche d'enseignements.

Graphique 8 :



93 Une deuxième exception apparaît, à l'été 2008 (annexe 19) : le danger d'inflation (baril grimpe à près de 150 US\$) dope r lors du second plongeon du CAC. Puis tout rentre dans l'ordre... jusqu'au début 2009 où les taux se retendent tandis que le CAC chute : des obligations d'État sont émises (en France et dans le monde) pour le financement des déficits

budgétaires programmés par les plans de relance : les effets de l'offre et de la demande tendent les taux sur les marchés primaires des fonds prêtables (à la néoclassique) et perturbent encore la théorie de Smith.

94 Ensuite, les taux suivent mal le rebond des marchés des actions à partir du printemps 2009 (avec rattrapage tardif) : en tendance, r ne suit pas pendant des mois ce rebond. Puis (annexe 20), lors de la *première* crise de la dette souveraine européenne (Grèce début 2010), la forte chute des actions induit en France une légère baisse des taux longs, donc la hausse des valeurs de marché des obligations : les obligations d'État ont joué en France leur rôle de valeur refuge dans le cadre de la double spéculation⁸⁶. Par contre, ce n'est plus le cas lors de la *deuxième* crise (Irlande et alerte au Portugal, fin 2010). Les taux longs se tendent en France tandis que le CAC 40 diminue sensiblement. La liaison $V \uparrow r$ est ainsi encore remise en cause dans cette conjoncture (mais dans une courte période, de novembre à décembre) ; et avec une nouvelle particularité : le risque de défaut⁸⁷ se généralise sur les obligations, avec la généralisation de la crise de la dette souveraine européenne, dont les cours baissent (induisant une hausse des taux). En fait, la baisse des cours des actions est surtout le fait des valeurs bancaires (toutes les banques possèdent des obligations souveraines) et est alors une conséquence du mouvement des valeurs obligataires et des taux longs. Mais la liaison $r \uparrow V$ n'a plus rien à voir avec l'influence des taux courts directs (ces derniers ne bougent pas) sur les profits et les valeurs boursières. Elle se situe directement sur le double marché des actions et des obligations.

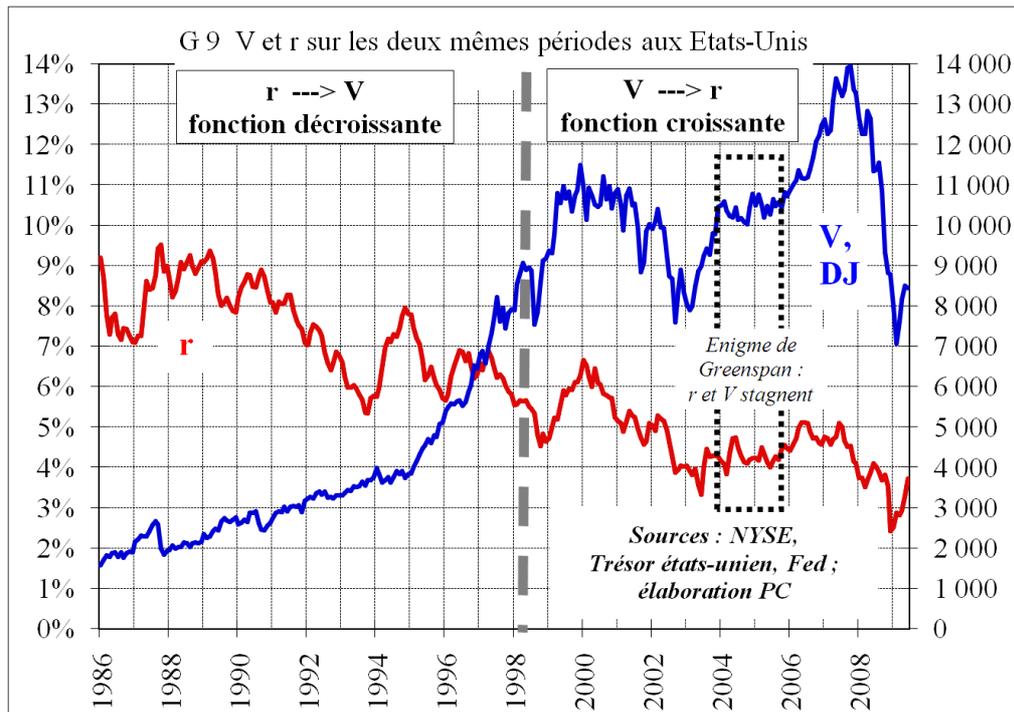
95 À la fin de l'hiver 2010-2011, le CAC a plongé, avec une hausse très éphémère des taux longs (crise portugaise) qui suivent ensuite le mouvement. Après la reprise de la seconde quinzaine de mars, le CAC s'effrite de nouveau en avril ; et l'évolution des taux longs correspond à l'hypothèse de la théorie de la double spéculation,... sauf, peut-être fin avril où le CAC rebondit alors que r baisse.

96 Mais, ces nouvelles exceptions au point de vue revisité de Smith sont encore rares en 2010 et début 2011 ; sauf que le mouvement de r surréagit sur cette période aux mouvements du CAC : r aura perdu plus de 100 points de base (1 %) à l'été 2010, mais il les aura rattrapés début 2011.

Le cas des États-Unis d'Amérique : le même type de renversement

97 Sur le long terme, de 1986 à 1999, la liaison orthodoxe $r \uparrow V$ ne fait aucun doute ; de même que la liaison inverse $V \uparrow r$ depuis 1999 (voir graphique 9). Dans ce pays, la volatilité y est nettement moins élevée qu'en France pour le DJ, l'indice Dow Jones. On notera également la relative stagnation du DJ de 2004 à fin 2005 qui renvoie à la question de l'énigme de Greenspan (« Greenspan's Conundrum ») décelée en 2005. Le patron de la Fed s'étonnait en effet que les r_{LT} ne suivent pas la très forte hausse des r_{CT} induite par celle des taux directs pour bloquer la nouvelle bulle financière qui s'annonçait depuis début 2003 (comme en Europe), en particulier la bulle immobilière. Explication possible selon notre théorie pure selon Smith et ses perturbations par les frottements de la politique monétaire : la hausse des actions est en effet freinée, au moins jusque fin 2006 (r_{CT} en hausse $\square V$ en stagnation) ; ce qui induit une stagnation des r_{LT} : V en stagnation $\square r_{LT}$ en stagnation. Puis la bulle reprendra ensuite le dessus. On assistait alors à une inversion de la courbe des taux, les taux courts devenant supérieurs aux taux longs⁸⁸. Cette inversion annonce presque toujours une crise boursière et économique, selon la théorie orthodoxe, mais avec des explications alambiquées où l'inflation est au centre du raisonnement⁸⁹. Beaucoup avaient encore espéré que l'inversion de la courbe des taux américaine fût une exception à la règle.

Graphique 9 :

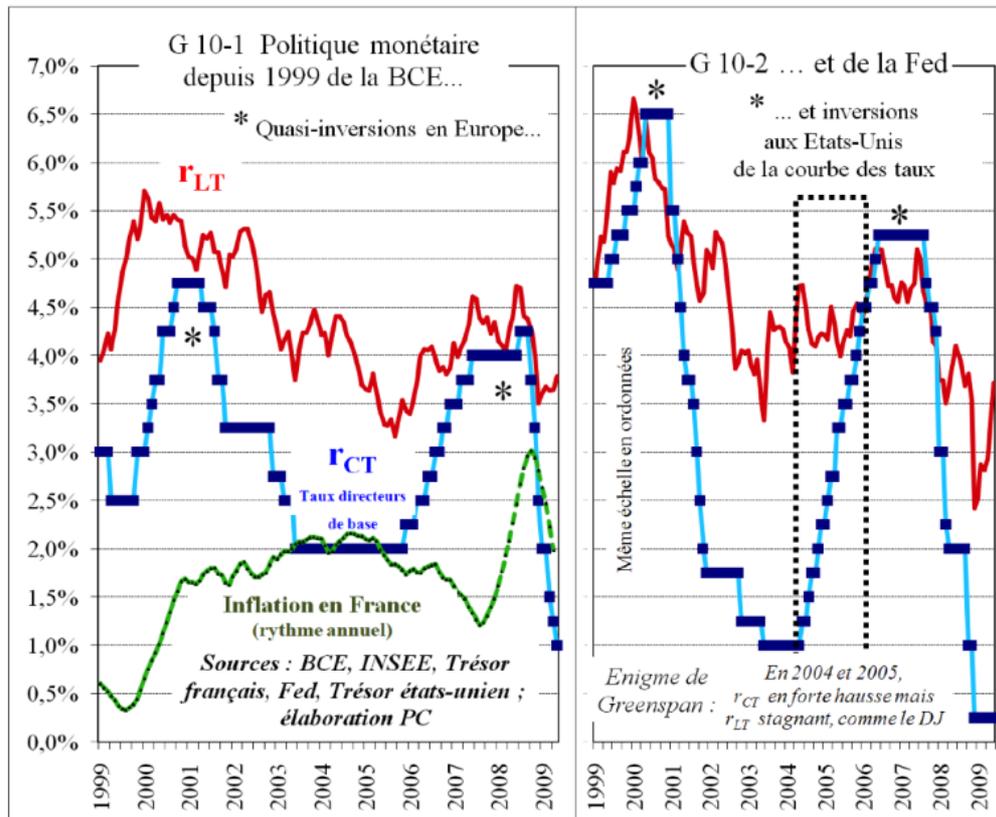


2. 4. Taux longs et taux courts ; suivisme ou volontarisme des Banques centrales ?

Suivisme apparent, mais...

- 98 Les frottements de la politique monétaire auraient-ils disparu depuis une dizaine d'années ?
- 99 Le renversement du sens de la liaison dominante sur une période aussi longue entre, d'une part, r et, d'autre part, V ou les rentabilités économiques et financières re et rf , est une autre énigme. Une crise du taux de profit sur une période aussi longue est l'une des explications ; mais cette dernière est insuffisante. Les frottements de la politique monétaire n'ont en fait pas disparu. Ce qui a disparu, c'est l'intégrisme de la politique monétaire européenne après la crise de 1993.
- 100 Depuis dix ans, les taux courts r_{CT} de l'interventionnisme monétaire *ont suivi*, tant en Europe qu'aux États-Unis (voir graphique 10), sauf quelques exceptions⁹⁰, les taux longs r . Le suivisme est évident à la hausse ; moins à la baisse.

Graphique 10 :



... les politiques monétaires existent encore, toutefois elles ne dominent plus l'économie financiarisée depuis 1999...

101 Pour relancer l'économie, avec en effet un peu d'avance de la politique monétaire sur le mouvement spontané des taux longs, les taux directeurs sont abaissés : après 2001 (d'où le boom de l'immobilier) et fin 2008 et début 2009, même en Europe, malgré, au départ, le peu de réactivité de la BCE⁹¹ et de son taux directeur de base, son « Refi ». La politique monétaire européenne n'est en fait pas toujours centrée sur le danger d'inflation : il lui vient quelquefois à l'esprit une politique contra cyclique quand le danger de récession est trop évident. De même, à partir de début 2006, la hausse des taux directeurs n'eut rien à voir avec un danger d'inflation ; elle consista en une volonté de freinage de la nouvelle bulle boursière et immobilière. Sauf que, contrairement aux États-Unis, la réaction de la BCE fut beaucoup plus tardive, négligeant le danger d'« inflation par les actifs » (financiers et immobiliers). Cette politique n'entraîna en Europe que fin 2007 et début 2008 une quasi-inversion de la courbe des taux. Mais la crise bancaire et financière était déjà en marche aux États-Unis, avec l'inversion certaine de la courbe des taux dès 2006... La baisse des taux directeurs est bien plus violente en période de crise que celle des taux longs et la précède, au moins quand la crise ne fait plus aucun doute. Il existe bien encore une politique monétaire : le suivisme se transforme en volontarisme, toutefois dans un cadre nouveau où r est bien fondamentalement une conséquence des taux de profit.

... contrairement aux périodes précédentes

102 D'après les théories économiques de la croissance, le taux d'intérêt long réel, rebaptisé ici « i », doit se caler à long terme sur le taux de croissance annuel en volume du PIB « c ». C'est cet écart, « l'Écart » entre « i » et « c », que nous nommons *l'E-ic* quidevrait donc être nul dans une économie en équilibre. Ce n'est évidemment pas le cas. C'est une mesure de l'efficacité de la lutte de classes des rentiers, en points favorables (si $i > c$) ou défavorables (si $i < c$) aux capitalistes face aux salariés. *l'E-ic* est en France le plus souvent très positif sur les trente années de plomb. Le match fut gagné sur cette période par les épargnants, sauf de 1999 à 2008 où *l'E-ic* positif s'amenuise et tend vers zéro : la crise rétablit en quelque sorte les « équilibres »... Depuis 1945, il semble que *l'E-ic* moyen sur la soixantaine d'années

soit nul, avec donc deux périodes bien contradictoires quant à l'équilibre théorique de longue période. Bref, les politiques monétaires ont été opérantes, dans les deux sens : les frottements ont largement dominé l'économie pure⁹².

103 Il est courant d'accuser Alan Greenspan d'être responsable et coupable de la crise des *subprimes*, et donc de la crise tout court : n'a-t-il pas baissé les taux directeurs (permettant ainsi la bulle immobilière) avant de les remonter (en la cassant) ? Sans ces interventions, la crise systémique actuelle aurait eu lieu il y a dix ans, probablement sans passer par la case *subprimes*, mais avec une chute des taux de profit de l'économie réelle accélérée...

104 Mais, avec les Banques centrales dites de premier rang, les banques commerciales dites de second rang sont également mises au banc des accusées.

Théorie des crises et responsabilité des banques : critique des théories monétaires du cycle

105 Il est difficile de faire la théorie d'une crise ; il est encore plus difficile de faire la théorie des crises. Comme les bactéries s'habituent aux antibiotiques, le capitalisme semble faire de même. C'est une idée que l'on peut trouver chez Hyman Minsky (1977 et 1982). Sa théorie est celle d'un système par définition instable. Cette instabilité est due au comportement du secteur financier en général et bancaire en particulier. Là aussi, nous nagerons à contre-courant : Minsky ne fait que reprendre, cependant avec de nouveaux et riches apports, les nombreuses théories monétaires du cycle, déjà évoquées, de Wicksell à Hayek, où les banques sont les seules responsables et coupables des crises. Ben Bernanke, dans sa vie universitaire, a également développé des thèses semblables, avec l'accélérateur financier. Plus récemment, les différentes prises de position du Conseil d'analyse économique (CAE) reprennent cette thèse (2004 et 2008) : la crise trouve sa source dans ledit laxisme bancaire.

106 Vieux débat : après avoir flirté avec ces théories dans son *Treatise on Money* de 1930⁹³, Keynes les rejettera explicitement dans sa *Théorie générale* de 1936 : il faisait des banques l'un⁹⁴ des instruments des politiques de relance en cas de crise. Tous ses détracteurs ultralibéraux, Hayek le premier puis Friedman, l'accuseront d'avoir fait le lit de l'inflation, en incitant les banques dans le sens de leur plus grand défaut : la création monétaire par le crédit.

107 Les banques ont en effet fauté : elles sont coupables; mais elles ne sont pas responsables. Elles ont appliqué la rationalité d'ultra-libéralisation financière qui leur a été imposée par l'état de la lutte des classes en France, au milieu des années 1980, prônant, contre le financement intermédié par les banques de l'Économie d'endettement, censée être inflationniste, l'Économie de marché de capitaux et la financiarisation : les crédits bancaires furent (en partie) remplacés par le financement direct. Elles virent ensuite, au début des années 1990, avec la fin de la politique monétariste intégriste, se tarir les taux d'intérêt élevés nourrissant leurs marges d'intermédiation : de latente, la crise des banques devint effective. Elles tirèrent trop sur la corde de l'effet de levier et spéculèrent sur « les marchés » pour maintenir leur rentabilité financière dans un monde réel où la matière première des taux de profit fondait dans le capitalisme du Centre. Bien sûr, les banques surfèrent, avec des hauts et des bas, sur la vague des politiques monétaires, mais la crise bancaire et financière déclenchée en 2007 n'est que le symptôme tardif de la crise réelle de baisse des taux de profit depuis plus de dix ans.

Conclusion

108 La crise a donc été amplifiée par des causes financières comme la course à la rentabilité des fonds propres mais elle est fondamentalement une crise de la *sphère réelle*. La baisse des taux de profit des Sociétés non financières ne fait aucun doute en France depuis 1998⁹⁵. Elle est la conséquence de la baisse du taux de marge nette⁹⁶ liée au troisième choc pétrolier exogène, et surtout de la hausse endogène de la composition organique du capital. La fuite en avant des acteurs bancaires jouant dans la *sphère financière* visait à rétablir une rentabilité économique en accord avec les exigences de la valeur actionnariale grâce à une augmentation de l'effet de levier et une prise de risque plus importante. Plus généralement, dans l'économie réelle, les tentatives des contre-réformes néolibérales pour augmenter le taux de plus-value et rétablir le taux de profit furent vaines.

- 109 Autrement dit, à la crise (très relative) de demande, s'est associée la crise de l'offre (à notre avis dominant la première) dont la baisse du taux de profit est l'avatar. Un « vieux » débat entre marxistes réapparaît : celui de la mise en avant de la question de la demande par Rosa Luxemburg qui s'opposera toujours à Lénine économiste de l'offre⁹⁷. Ce qui élargit la discussion de notre thèse dans le cadre d'une tentative de synthèse critique entre Marx « économiste de l'offre » et Keynes « économiste de la demande »⁹⁸.
- 110 Surtout, la vague des économies capitalistes émergentes de la *Périphérie* déferle sur la digue qui s'affaisse des taux de profit des économies du *Centre*. Un bouleversement géopolitique qui maintenant saute aux yeux mais date en fait de la fin du siècle précédent : un *changement d'ère*.
- 111 Depuis 1999, la diminution des taux de profit a entraîné la baisse des taux d'intérêt longs. Pour la première fois depuis au moins une quarantaine d'années⁹⁹, la théorie pure du taux d'intérêt de Smith domine les effets de la politique monétaire, sans pour autant les annihiler. En effet, après la première alerte de 2000-2003, les politiques monétaires de relance ont entraîné une augmentation des valeurs boursières et immobilières. L'amorçage de cette nouvelle bulle a érodé les taux de profit en augmentant la valeur du capital. Mais les frottements sociaux, s'ils continuent d'exercer leurs effets, sont nettement moins prégnants que pendant les deux siècles précédents. Effectivement, sur le temps long, pour reprendre une interprétation des analyses des cycles longs de Kondratieff (1925), depuis deux siècles la théorie de Smith ne tient pas. Les longues phases d'expansion correspondent à une abondance de monnaie et de crédit, à des taux d'intérêt bas, à l'inflation et à l'absence de chômage. Les longues phases de récession, ou du moins de croissance molle, renvoient à une rareté de la monnaie et du crédit, à des taux d'intérêt élevés et à la désinflation, sinon à la déflation.
- 112 L'approche par la demande ne peut être négligée, avec ses aspects sociaux et institutionnels (rapport salarial, fordisme et sa crise), comme celle des régulationnistes.
- 113 À cet égard, la politique monétaire de Keynes est la bonne : elle avait pour vertu (ou inconvénient : c'est selon) d'euthanasier les rentiers. La politique de rigueur de la théorie quantitative de la monnaie, utilisée consciemment pour lutter contre l'inflation (et protéger les rentiers), est la mauvaise. Cependant, après le retour éphémère du keynésianisme, l'orthodoxie libérale est de retour. Pendant l'incendie de 2007-2009, les libéraux ont bien été obligés de se convertir au keynésianisme, au moins celui des pompiers. Cependant, la belle embellie boursière à partir du printemps 2009, précédant l'embellie (très relative) de l'économie réelle, faisait penser que la reprise était en marche. La crise de la dette souveraine européenne (dont les plans de relance ne sont qu'une cause, l'autre étant la baisse des impôts des classes moyennes et aisées) redonne du baume au cœur aux libéraux et à leur lutte contre les déficits publics. Les bégalements de cette crise pourraient même atteindre les États-Unis en crise politique quant à la politique budgétaire... Parallèlement, le danger de l'inflation réapparaît, par les coûts des matières premières, si bien que la BCE haussa en avril 2011 ses taux directeurs.
- 114 La combinaison dans le monde entier des resserrements budgétaires et monétaires pourrait sans doute faire à nouveau plonger l'économie, sauf dans les BRICs (et encore...), aggravant les déséquilibres géopolitiques. Malgré les cris de Cassandra des « économistes attérés ».

Bibliographie

- Amin S. (1971), *L'accumulation à l'échelle mondiale*, Anthropos, Paris et IFAN Dakar, 2^e édition.
- Amin S. (1973), *Le développement inégal. Essai sur les formations du capitalisme périphérique*, éditions de Minuit, Paris.
- Artus P. (2010), « Une lecture marxiste de la crise », *NATIXIS, Flash économie*, n° 2, 6 janvier 2010.
- Artus P., Betzeze J.-P., De Boissieu Ch., Capelle-Blancard G. (2010), *De la crise des subprimes à la crise mondiale*, Poche CAE, La Documentation française (reprise du rapport du CAE n° 78 de 2008).
- Askenazy P. (2003), « Partage de la valeur ajoutée et rentabilité du capital en France et aux États-Unis : une réévaluation », *Économie et Statistique*, n° 363-364-365.
- Askenazy P., Cette G., Sylvain A. (2011), *Le partage de la valeur ajoutée*, collection « Repères », La Découverte.

- Bénassy-Queré A., Boone L., Coudert V. (1998), *Les taux d'intérêt*, Repères, La Découverte, Paris.
- Bihr A. (2008), « Le triomphe catastrophique du néolibéralisme », À *Contre-Courant*, n° 199 et revue *Carré Rouge* n° 40.
- Bihr A. (2009), « Pour une approche multidimensionnelle des crises de la production capitaliste », site À *l'encontre*, www.alencontre.org.
- Bihr A., (2010), *La logique méconnue du Capital*, éditions Page deux, collection « Empreinte », Lausanne.
- Boukharine N. (1919), *L'économie politique du rentier, La théorie de la valeur et du profit de l'école autrichienne, (critique de l'économie marginaliste)*, édition russe, Moscou, février 1919 ; traduit en allemand, à Moscou, en 1925 ; en français, avec préface de Pierre Naville, Études et Documentations internationales (EDI), Paris, 1966.
- Brender A., Pisani F. (2001), *Les marchés et la croissance*, Economica, Paris.
- CAE (Conseil d'analyse économique) (2004), *Les crises financières*, Rapport n° 50, Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon.
- CAE (Conseil d'analyse économique) (2008), *La crise des subprimes*, Rapport n° 78, Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu et Gunther Capelle-Blancard.
- CAE (Conseil d'analyse économique) (2010), *Les effets d'un prix du pétrole élevé et volatil*, Rapport n° 93, Patrick Artus, Antoine d'Autume, Philippe Chalmin et Jean-Marie Chevalier.
- Castex P. (2003), *Théorie générale de la monnaie et du capital*, (en quatre tomes), collection « Innovations économiques », L'Harmattan, Paris.
- Castex P. (2007), *Histoire critique des théories monétaires des économistes. L'argent contre la monnaie*, collection « Écrit-Tic », L'Harmattan, Paris.
- Castex P. (2008), *La Chute : théorie de la crise actuelle du capitalisme. Taux d'intérêt et taux de profit, 2000-2008 : crise financière ou crise réelle ?*, collection « Écrit-Tic », L'Harmattan.
- Castex P. (2010), *Trente Glorieuses, trente années de plomb, Grande crise, Macrocomptabilité de la France, 1949-2008*, Collection Écrit-Tic, L'Harmattan, Paris ; deuxième édition, revue et corrigée, de *Macrocomptabilité de la France, Le capitalisme des trente années de plomb par la comptabilité nationale*, même éditeur, 2006.
- Chesnais F. (2008), « La récession mondiale : moment, interprétations et enjeux de la crise », *Carré rouge*, n° 39.
- Clerc D. (février 2009), « Des salaires aux dividendes : la France depuis 1970 », in revue *L'Économie politique* n° 41, février.
- Clerc D. (avril 2009), « Réponse à Michel Husson », in revue *L'Économie politique*, n° 42. Voir également ses nombreuses interventions sur *La Toile*.
- Cotis J.-Ph. (2009), « Partage de la valeur ajoutée, partage des profits et écarts de rémunérations en France », rapport au président de la République, INSEE.
- Gill L. (2010), « Les faux pas d'Alain Bihr, les dérives de Michel Husson », revue *Carré Rouge*, n° 43, mars.
- Harman Ch. (octobre 2009), "Not all Marxism is dogmatism: A reply to Michel Husson", site Internet de *International Socialism, A quarterly journal of socialist theory*, www.isj.org.uk/ ; traduit par « Crise et taux de profit : une réponse à Michel Husson », site Internet du NPA (Nouveau Parti anticapitaliste), janvier 2010.
- Hayek F. A. von (1929), *Geldtheorie und Konjunkturtheorie [Théorie monétaire et cycle des affaires]*, Hölder-Pichler-Tempsky, Vienne et Leipzig ; cet ouvrage sera publié en anglais sous le titre *Monetary Theory and the Trade Cycle*, 1933.
- Hayek F. A. von (1931), "Reflections on the Pure Theory of Money of Mr John Maynard Keynes", *Economica*, août.
- Hayek F. A., von (1931), *Price and production* ; en français, *Prix et production*, Calmann-Lévy, Paris, 1975.
- Hicks J. R. (1974), *The Crisis in Keynesian Economics*, Basil Blackwell ; en français : *La crise de l'économie keynésienne*, Fayard, Paris, 1988.
- Hilferding R. (1910), *Das Finanz Kapital*, publié à Vienne ; *Le capital financier, Étude sur le développement récent du capitalisme*, Les Éditions de Minuit, Paris, 1970.
- Husson M. (avril 2009), La part salariale n'a jamais été aussi basse ! in revue *L'Économie politique* n° 42.

- Husson M. (août 2009), « Le dogmatisme n'est pas un marxisme », site Internet du NPA (Nouveau Parti anticapitaliste).
- Husson M. (décembre 2009), « Taux de profit : et pourtant il monte ! », *note hussonet n° 9*, site Internet de l'auteur, <http://hussonet.free.fr/@bibli.htm>.
- Husson M. (2010), *La hausse tendancielle du taux de profit*, document de travail, janvier 2010 et *Le débat sur le taux de profit*, mai 2010, à paraître dans Inprecor.
- Husson M. (2011), « Tout va très bien, Madame la Marquise, Sur Le partage de la valeur ajoutée », de Philippe Askenazy, Gilbert Cette et Arnaud Sylvain, *note hussonet n° 32*, avril 2011, <http://hussonet.free.fr/@bibli.htm>.
- INSEE (1974), *Fresque historique du système productif*, Les Collections de l'Insee, n° 27.
- Joshua I. (1999), *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, collection « Actuel Marx Confrontation », PUF, Paris.
- Joshua I. (2006), *Une trajectoire du capital. De la crise de 1929 à celle de La Nouvelle Économie*, Editions Syllepse.
- Joshua I. (avril 2009), *La grande crise du XXI^e siècle. Une analyse marxiste*, collection « Sur le vif », éditions La Découverte, Paris.
- Joshua I. (octobre 2009), « Note sur la trajectoire du taux de profit », *Contretemps*, <http://www.contretemps.eu/>.
- Keynes J. M. (1930), *A Treatise on Money*, Macmillan & Co. Ltd London, pour la première édition, en deux volumes.
- Keynes J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London. Traduction de Jean de Largentaye, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Petite bibliothèque Payot, 1979.
- Kondratieff N. D. (1925), « Les grandes vagues (ou grands cycles, ou vagues longues) de la conjoncture », (en russe), revue *Voprosy Konjunkturi [Questions de conjoncture]*, Moscou. La traduction française fut tardive, *Les grands cycles de la conjoncture*, Economica, Paris, 1992.
- Lénine V. (1893), *À propos de la question dite des marchés*, Œuvres complètes, t. 1, Éditions sociales, Éditions du Progrès, Moscou.
- Lénine V. (1917), *L'impérialisme, stade suprême du capitalisme*, Œuvres choisies en trois volumes, t. 2, Éditions du Progrès, Moscou.
- Luxemburg, R. (1913), *L'accumulation du capital. Contribution à l'explication économique de l'impérialisme*, FM / Petite collection Maspéro, Paris, 1969.
- Marx K. (1965 t. I ; 1968 t. II), *Œuvres, Économie*, Bibliothèque NRF de la Pléiade, Gallimard, Paris. Édition établie par Maximilien Rubel, préface de François Perroux. Deux tomes du *Politique* ont également été publiés ultérieurement.
- Marx K. (1968), *Matériaux pour le deuxième volume du capital ; Livre deuxième, Le processus de circulation du capital, 1869-1879 ; Livre troisième, Le processus d'ensemble du capital, 1864-1875*, Œuvres, Économie, tome II.
- Minsky H. P. (1977), "A Theory of Systemic Fragility", in Altman E. I. and Sametz A. W. (dir.), *Financial Crises*. New York: Wiley, p. 45-59.
- Minsky H. P. (1982), "The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy", in Kindleberger, C. P. and Laffargue, J.-P. (dir.), *Financial Crises: Theory, History and Policy*, Cambridge University Press, p. 13-39.
- Picart C. (2004), « Évaluer la rentabilité des sociétés non financières », *Économie et statistique*, n° 372.
- Piketty T. (2001), *Les hauts revenus en France au XX^e siècle : impôts et redistribution, 1901-1998*, Bernard Grasset, Paris.
- Smith A. (1776), *Wealth of Nations...* ; traduction française : *Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations*, version abrégée, Idées, Gallimard, Paris, 1976.
- Sylvain A. (2001), « Rentabilité et profitabilité du capital : les cas de six pays industrialisés », *Économie et Statistique*, n° 341-342.
- Wicksell K. (1898), *Geldzin und Güterpreise*, Iéna ; traduit en anglais seulement en 1933 et publié en 1965, *Interest and Prices*, Augustus M. Kelley Publishers, Reprints of Economics classics, New York, 1965. Cette théorie sera reprise en 1906 dans le second tome qui sera traduit en anglais (voir ci-dessous).
- Wicksell K. (1901-1906), *Lectures on Political Economy*; traduit en anglais, Routledge and Kejan, 1935.

Notes

1 Voir les analyses de la *Revue de la régulation* ; en particulier : n° 5, 1^{er} semestre 2009, *Crise du capitalisme financier*. Voir également les travaux de Frédéric Lordon et Paul Jorion.

2 La « nécessité » de ce passage est l'œuvre d'un économiste réputé keynésien : John Richard Hicks (1974), à la suite du premier choc pétrolier.

3 Voir Castex (2003, 2007, 2008 et 2010).

4 Cf. Samir Amin (1971 et 1973), la croissance de pays dominés par l'impérialisme était jugée impossible.

5 Cet article a été rédigé au printemps et à l'été 2009, sur la base des comptes de la Nation jusqu'en 2008 ; il fut ensuite repris, corrigé et complété en juillet 2010. Le style de cette dernière version a été remanié depuis, avec quelques compléments concernant la conjoncture de fin 2010 et début 2011. Si la question de la répartition de la valeur ajoutée faisait déjà polémique en 2009, celle de la baisse des taux de profit se faisait encore discrète. Ce n'est plus le cas en 2010 et 2011 ; voir plus loin.

6 On prendra toujours le capital économique net, après amortissements ; ce qui permet de le rendre homogène aux capitaux propres des seuls propriétaires et de calculer, avec les profits nets, les rentabilités nettes.

7 On utilise les données macrocomptables de la France publiées par l'INSEE dans ses séries longues (avec la difficulté des changements de base). Des analyses statistiques plus élaborées existent concernant les rentabilités des entreprises, mais elles ne sont pas si nombreuses ; on peut citer celles qui nous semblent les plus importantes, par ordre chronologique en commençant par le texte fondateur (analysant la productivité du capital) : *Fresque historique du système productif*, de l'INSEE (1974), puis Sylvain (2001), Askenazy (2003) et Picart (2004).

8 Mais c'est évidemment un coût pour l'entreprise ; ce qui fonde la théorie keynésienne de l'investissement décroissante avec r relançant l'activité et, donc, les taux de profit. Cette remarque peut sembler anodine, pourtant la dialectique entre les deux aspects rentabilité et coût est à l'origine de nombreuses contradictions abordées plus loin.

9 Nous avons pris pour la France les taux moyens des obligations d'État pour les années anciennes et le TEC 10 à partir de 1996. Le TEC 10 est le Taux à échéance constante à 10 ans calculé à partir du rendement sur le marché secondaire de deux OAT (Obligations assimilables du Trésor) dont l'échéance est proche de 10 ans. C'est un taux sans (trop de) risque, mais néanmoins supérieur en général aux taux courts (d'une prime de risque de taux et de défaut, toujours possible, même pour les dettes souveraines).

10 La VAB est la valeur de la production moins celle des consommations intermédiaires nécessaires à cette dernière : c'est, au niveau macroéconomique, la « véritable production » brute du système productif qui permet de calculer le Produit intérieur brut, le PIB (aux impôts sur les produits, essentiellement la TVA, près). La véritable production nette est cependant la valeur ajoutée nette, avec CCF la consommation de capital fixe (c'est-à-dire le flux annuel d'amortissement) : $VAN = VAB - CCF$.

11 Cette première analyse des deux facteurs de la rentabilité est courante en gestion financière de l'entreprise, par la formule dite *Du Pont de Nemours* : la rentabilité économique est la profitabilité multipliée par la rotation (ou productivité) des capitaux économiques.

12 Il peut paraître incohérent de ramener un profit net à une valeur ajoutée brute ; mais cette dernière est la meilleure mesure de l'activité réelle.

13 Les SNF correspondent à toute l'économie marchande sauf les *Sociétés financières* et les *Entrepreneurs individuels* ; elles représentent 57 % de la VAB et près de 70 % hors administrations.

14 La RS se décompose elle-même entre les salaires bruts (salaires nets plus cotisations sociales des employés) et les charges sociales des employeurs.

15 A_n renvoie toujours au graphique n apparaissant en annexes.

16 Membre du Conseil scientifique d'ATTAC et intervenant quelquefois sur le site Internet du NPA ; le résumé de son point de vue est le suivant (op. cit.) : « La part des salaires correctement mesurée a été ramenée à un niveau historiquement bas. Cette évolution est l'une des principales sources de la crise actuelle et elle fonde la possibilité d'une autre répartition des revenus ». Il confond (voir plus loin) part des salaires et niveau des salaires et du pouvoir d'achat. Husson (2010) reconnaît cependant qu'en 2009 – les comptes nationaux ont été publiés au printemps 2010 – cette part augmente ; il explique justement le phénomène par la crise, jugée fort récente donc, alors qu'elle est née selon nous en 1999. Une vive polémique entre marxistes de tous les pays se développe nettement depuis peu (voir le site Internet de M. Husson et plus loin).

17 « Fondateur et conseiller » de la revue Alternatives économiques ; il est l'un des seuls à prendre en compte la CCF, envisage la mesure du niveau d'activité par la VAN, mais ne calcule pas le taux de marge nette ENE / VAB.

- 18 On retrouve des conclusions similaires dans Askenazy et al. (2011), avec encore des critiques de Husson (2011).
- 19 G_n renvoie au graphique n présent dans le texte de l'article.
- 20 Sur longue période, ces deux éléments perturbent le partage fondamental de la VAB ; par exemple : en 1959, 12 % pour la première et 2,7 % pour les seconds (environ 15 % au total), et en 2008 15,5 % et 3,6 % respectivement (19 % au total), soit un écart de 4 %.
- 21 Ce bond en avant de 1,6 points est évidemment la conséquence de la récession, de la crise sous son aspect le plus visible ; en 2010, l'augmentation semble continuer, mais de façon plus modérée.
- 22 Tous les économistes sont en accord sur ce point, de Smith à Marx (le « travail de surveillance ») en passant par Keynes et les néoclassiques ; on y reviendra.
- 23 Le taux de marge EBE/VAB passe de 31,6 % en 2008 à 29,8 % en 2009, soit une perte de 1,8 points, correspondant grossièrement (avec une augmentation de 0,2 points des parts de la CCF et des impôts sur la production) au gain de part de la RS. Il baisserait encore légèrement en 2010 à 29,7 % (avec 29,3 % au quatrième trimestre).
- 24 Voir Castex (2010). Selon nos évaluations (d'après l'INSEE, repris par le rapport Cotis), la part de ce que l'on peut caractériser comme « très hauts salaires » des cadres dirigeants (1 % des salariés) est passée d'un peu plus de 5 % des salaires globaux en 1998 à près de 7 % en 2008.
- 25 L'euro s'est érodé par rapport au dollar de sa création en 1999 jusqu'à 2001 ; puis il s'est fortement apprécié jusqu'à l'été 2008. Il est nettement en baisse depuis, et particulièrement depuis la crise de la dette souveraine européenne début 2010 : il s'approchait de sa parité de départ avec le dollar États-Unis en juin 2010, mais est reparti à la hausse depuis (ce qui dope en Europe la dernière phase récente du troisième choc pétrolier, avec un baril à plus de 100 US\$ début 2011).
- 26 La même peur de l'inflation, et pour les mêmes causes (boom des prix des matières premières) réapparaît fin 2010 et début 2011.
- 27 Essentiellement les « BRICs » (Brésil, Russie, Inde et Chine).
- 28 « La Chine consomme d'ores et déjà 9 % du pétrole mondial et apparaît comme le deuxième consommateur après les États-Unis qui en consomment 23 % », note ce rapport.
- 29 Le rapport remarque à cet égard : « En conclusion, force est de reconnaître qu'il n'existe pas actuellement de consensus entre les économistes quant aux causes de l'évolution récente du prix du pétrole. Certains ... considèrent qu'il est clair que les capitaux à la recherche d'actifs rentables se sont dirigés vers les matières premières et le pétrole et y ont créé une bulle. D'autres, comme Paul Krugman, soutiennent que la spéculation est un coupable trop facile et que l'envolée du prix du pétrole et sa chute ont essentiellement des causes réelles ».
- 30 Il s'agit ici, en valeurs de marché (après réévaluations) des « actifs non financiers » (nets d'amortissement) des SNF , terrains inclus, corrigés du crédit net interentreprises, ce que les gestionnaires nomment les capitaux mis en œuvre: capital fixe plus besoins en fonds de roulement (en gros les stocks + les crédits clients – les crédits fournisseurs). Cette approche est cohérente avec celle des classiques ou de Marx (capital avancé) : elle ne se réduit pas au capital fixe limité aux biens d'équipement et immobiliers. Il s'agit bien du capital économique en valeur ; on analysera plus loin les effets volume et prix qui caractérisent son évolution.
- 31 La composition organique du capital, en gros le rapport entre le capital « constant » avancé (capital fixe et stocks de matières premières) et le capital « variable » avancé (en salaires), peut en effet être approchée par le rapport K/RS . Approchée seulement car K est un stock de capital alors que RS est un flux annuel qu'il faudrait traduire en stock de capital avancé.
- 32 Le bond des dividendes ne fait aucun doute, voir, entre autres, Castex (2010) ; il permet de doper les valeurs boursières des actions, même quand les taux de profit sont en baisse.
- 33 L'investissement dans les TIC (Technologies de l'information et de la communication), dont les prix relatifs s'écroulent, serait censé doper les taux de profit. C'est oublier l'obsolescence rapide de ces investissements (ainsi quedes autres investissements matériels) qui dope probablement la CCF , réduit l' ENE ...mais aussi le stock de capital économique net.
- 34 Sur les soixante dernières années, et surtout sur les trente dernières, le taux d'investissement est néanmoins en baisse pour les SNF .
- 35 Cependant, la tendance lourde, avec d'amples fluctuations, est également à la baisse des prix relatifs de la $FBCF$ depuis 1949 (A 11).
- 36 En effet, les taux d'accumulation (autour de 8 % pour le taux brut $FBCF/K_{-1}$, – 6 % pour le flux de CCF et donc – 2 % pour le taux net $FNCF/K_{-1}$) ne répercutent que très lentement *et surtout avec retard* chaque variation annuelle de prix de la $FBCF$: quand p_{FBCF} reprend de la vigueur, dès le milieu des années 1990, p_K continue sa baisse, jusqu'en 2004 ; l'indice des prix relatifs p_K/p_{PIB} va ainsi décroître légèrement de 1998 à 2008 alors qu'il augmentait légèrement de 1988 à 1998 (voir plus loin).

37 Kc est ici calculé pour chaque année en ôtant de chaque Kr la somme des réévaluations cumulées depuis l'année de base 1978.

38 Avec l'incertitude des évaluations de l'INSEE dans ses comptes de patrimoine ; il faut prendre avec prudence, comme des ordres de grandeur, les résultats de nos calculs. À l'inverse, on peut toujours éliminer les réévaluations et les terrains (les rentabilités calculées vont alors en gros doubler) ; on peut également prendre les *EBE* (en gros le double des *ENE*) comme évaluations des masses de profits, pourquoi pas en y intégrant les très hauts salaires ; mais il ne s'agit plus des taux de profit effectifs nets (mais avant impôts) que recherchent les actionnaires sur les marchés financiers.

39 On a alors, avec $VAB = pVABVABVOL$ et $Kc = pKcKcVOL$, $pVAB$ étant l'indice des prix de la VAB des SNF, évalué par $pPIB$, en considérant les différents rapports comme non liés (ce qui est loin d'être le cas...) :

$$VAB / Kr = (VAB / VABVOL)(VABVOL / E)(E / Kc VOL)(KcVOL / Kc)(Kc / Kr)$$

$$VAB / Kr = (pVABVABVOL / VABVOL)(VABVOL / E)(E / Kc VOL)(KcVOL / pKcKcVOL) (Kc / Kr)$$

$$VAB / Kr = (VABVOL / E) (E / Kc VOL) (Kc / Kr) (pVAB / pKc)$$

$$\text{soit } VAB / Kr = [(VABVOL / E) / (E / Kc VOL)] / [(pKc / pVAB) (Kr / Kc)]$$

40 Avec, sur les ordonnées de gauche pour les différents facteurs, la même échelle d'indice (indice 1 en 1998) pour mieux visualiser les variations relatives.

41 En enfant, la bulle prépare son éclatement ; c'est un avatar moderne au niveau des marchés financiers de la théorie de la baisse tendancielle du taux de profit de Marx.

42 Keynes (1936), curieusement (et c'est mal connu), a repris dans sa *Théorie générale* cette thèse en la transformant en *tendance à la baisse à long terme du taux d'intérêt*. Il considère en effet que le taux de profit ou d'intérêt est une rente de rareté induite (née, comme chez les classiques et Marx, du seul facteur productif travail) qui va disparaître avec la baisse de rareté du capital. Son « euthanasie des rentiers » serait donc inscrite dans les lois mêmes de fonctionnement du capitalisme ; mais il faut évidemment, selon lui, l'accélérer.

43 L'*ENE* des SNF n'est pas véritablement assimilable à la plus-value de Marx qui n'est produite (selon Marx, à la suite des classiques) que par le travail productif des ouvriers, des « cols bleus ». Or le travail des salariés est de plus en plus un travail dit improductif (celui des employés du commerce, des services et même de l'industrie, bref des « cols blancs ») dont le salaire moyen est maintenant inférieur à celui des ouvriers.

44 Les marxistes généralisent souvent cette première « contre tendance » évoquée par Marx de l'augmentation du taux de plus-value, mais sur le très long terme, pour montrer que la théorie de la baisse tendancielle du taux de profit ne s'est pas encore réalisée. C'est donc une erreur.

45 Sans parler de la théorie des *salaires rigides à la baisse* de Keynes ; l'indexation des salaires sur l'inflation, ou même tout simplement la défense sociale de leur pouvoir d'achat par les salariés, suffit à expliquer le phénomène.

46 L'INSEE nous le confirme encore en avril 2010 : les inégalités se développent par le haut.

47 Décédé peu après avoir écrit cet article, Chris Harman fut un dirigeant du Socialist Workers Party britannique, dans la même mouvance que le NPA français.

48 Il écrit : « En conclusion, la montée du taux de profit lors des années 1980 aux États-Unis est réelle, mais elle s'est interrompue au cours des années 1990 et une sorte « d'effet couvercle » s'est manifesté. Les deux bulles (boursière, puis immobilière) peuvent être analysées comme des tentatives désespérées pour briser ce plafond, pour pousser coûte que coûte le profit vers le haut. Des tentatives qui se sont conclues par un échec. Depuis 1992, les années de montée du taux de profit sont compensées par des années de chute, de sorte qu'en réalité, et dans le meilleur des cas, le taux fait du surplace ».

49 Pour Joshua, les Trente Glorieuses ne sont qu'un cycle haussier de rattrapage du cycle baissier de l'entre-deux-guerres ; ce qui, de fait, minimise l'importance de l'interventionnisme keynésien.

50 Et autres droits de propriété. La *VN* des SNF est la différence entre la valeur de tous ses actifs et celle de tous ses passifs ; or les actifs et passifs incluent les actions (respectivement acquises et émises) : les *CP (Fonds propres en comptabilité nationale)* sont donc la *VN + les actions nettes*.

51 Il s'agit des liaisons financières intragroupes au niveau des capitaux propres : maisons mères et filiales.

52 Les échelles des ordonnées du couple des deux graphiques 5 et 6 (*G 5 et G 6*) sont les mêmes pour mieux visualiser les différences entre les rentabilités sur valeurs de marché réévaluées et sur valeurs comptables. Nous n'avons pas indiqué les données des deux années 2009 (où les rentabilités sont connues) et 2010 (où les rentabilités peuvent être évaluées), car pour ces deux années, la chute évidente des taux de profit est la conséquence de la crise financière de 2007-2008 et non la cause de la crise réelle à partir de 1999.

53 On se demandera plus loin si $re \square r$ (et ensuite rf par l'effet de levier de l'endettement) ou si $r \square re$ (puis rf , par le même effet).

54 Selon la formule traditionnelle de l'effet de levier de l'endettement : $rf_{th} = re + (re - r)L$, L étant le levier D / CP et r le taux d'intérêt long. Les dettes nettes D étant rémunérées à des taux effectifs différents, il est normal que le calcul théorique des rf_{th} ne retrouve pas exactement les rf constatées.

55 Le rapport entre les valeurs de marché et les valeurs comptables est le « Price to Book ratio » pour les capitaux propres ; pour les capitaux économiques, il renvoie (approximativement) au quotient de Tobin (« Tobin's q ») qui peut être approché ici par Kr / Kc .

56 Les rentabilités nominales sont corrigées des taux annuels d'inflation selon l'indice des prix du PIB.

57 Au moins jusqu'en 2005 où les taux longs cessent de baisser en réel et augmentent en nominal : la nouvelle bulle financière, *la vraie*, ainsi que la nouvelle hausse des taux courts d'intervention de la BCE (voir plus loin), dopent alors r tandis que les rentabilités re et rf s'écroulent.

58 Dans les deux cas, rf est déterminée par l'effet de levier ; *elle n'est pas une variable indépendante* (contrairement à ce que croyait Smith ; voir plus loin) et est une fonction croissante de la rentabilité différentielle $re - r$ et croissante du levier L , selon la formule de l'effet de levier. Il faudra préciser la nature de $re - r$: est-ce une *prime de risque* économique pour définir une exigence ou un désir de rentabilité, ou une simple rentabilité différentielle effective ?

59 Avec de multiples variantes non abordées ici. Par exemple, la théorie néoclassique de l'école autrichienne n'est pas exactement la même que celle des écoles de Cambridge ou de Lausanne. Le débat existe également au sein des keynésiens : est-ce la variation de la masse monétaire offerte qui induit r , position originale de Keynes ; ou r qui induit le niveau de cette masse ?

60 On peut s'étonner déjà de la nature de ce marché où les agents font appel au crédit bancaire... pour ne pas dépenser la monnaie obtenue. Hicks, dans sa première version en 1937 de ce qui deviendra le modèle *IS LM*, assimile en fait la demande de monnaie de Keynes (la non dépense, la thésaurisation) et la demande de fonds prêtables néoclassique (dépense d'investissement). Très gêné, Keynes tentera de répondre par un troisième motif de thésaurisation : le « *Finance motiv* » (thésaurisation provisoire accumulatrice avant la dépense d'investissement).

61 Voir Castex (2003).

62 Cette *Synthèse* de l'analyse de Keynes et des néoclassiques est l'œuvre de Hicks, commencée en 1937, juste après la *Théorie générale* ; c'est le fondement théorique des politiques interventionnistes de l'après-guerre. La fonction *LM* (offre et demande « de monnaie ») du modèle canonique *IS LM* est un mélange (nommé « synthèse ») entre le marché de la monnaie de Keynes et celui des fonds prêtables néoclassique.

63 La démonstration en est aisée à partir de la formule de l'effet de levier.

64 C'est la base de la théorie classique, reprise par Marx, de l'obtention du taux de profit moyen après péréquation de la plus-value.

65 Marx ne dira pas autre chose, faisant de l'entrepreneur le « fonctionnaire du capital ».

66 Ce qui nous a permis plus haut de ne pas considérer les « très hauts salaires » comme faisant partie de l'*ENE*.

67 « Celui qu'une personne retire d'un capital qu'elle dirige ou qu'elle emploie, est appelé profit. Celui qu'en retire une personne qui n'emploie pas elle-même ce capital, mais qui le prête à une autre, se nomme intérêt. C'est une compensation que l'emprunteur paye au prêteur, pour le profit que l'usage de l'argent lui donne occasion de faire. *Naturellement, une partie de ce profit appartient à l'emprunteur, qui court les risques de l'emploi et qui en a la peine* [c'est nous qui soulignons, PC], et une partie au prêteur, qui facilite au premier les moyens de faire ce profit. ... ».

68 « La proportion que le taux ordinaire de l'intérêt au cours de la place doit garder avec le taux ordinaire du profit net, varie nécessairement, selon que le profit hausse ou baisse. Dans la Grande-Bretagne, on porte au double de l'intérêt ce que les commerçants appellent un profit *honnête, modéré, raisonnable* [c'est Smith qui souligne] ; toutes expressions qui, à mon avis, ne signifient autre chose qu'un profit commun et d'usage. Dans un pays où le taux ordinaire du profit net est de 8 ou 10 p. 100, il peut être raisonnable qu'une moitié de ce profit aille à l'intérêt... Le capital est au risque de l'emprunteur, qui, pour ainsi dire, est l'assureur de celui qui prête ; et dans la plupart des genres de commerce, 4 ou 5 p. 100 peuvent être à la fois un profit suffisant pour le risque de cette assurance, et une récompense suffisante pour la peine d'employer le capital. Mais dans le pays où le taux ordinaire des profits est beaucoup plus bas ou beaucoup plus élevé, la proportion entre l'intérêt et le profit net ne saurait être la même ; s'il est beaucoup plus bas, peut-être ne pourrait-on pas en retrancher une moitié pour l'intérêt ; s'il est plus élevé, il faudra peut-être aller au-delà de la moitié ». Smith nous explique simplement que, selon son hypothèse, la part de r dans le taux de profit est en fait décroissante avec ce dernier : ce qui met à mal la théorie orthodoxe (néoclassique ou keynésienne) de l'investissement décroissant avec r où ce dernier est indépendant du taux de profit effectif.

69 Hilferding (1910), dans *Le capital financier*, reprendra l'analyse de Marx et s'opposera également à Smith.

- 70 Anticipant l'analyse de Boukharine (1919) brocardant l'économie politique du rentier des néoclassiques autrichiens.
- 71 Selon ce dernier, l'ordre naturel donnant un taux d'intérêt d'équilibre (égalité néoclassique de la productivité marginale du capital et du taux d'intérêt réel) est perturbé par les banques. En début de phase de reprise économique, le taux bancaire (taux dit monétaire) est inférieur au taux de rentabilité marginale des investissements (taux dit naturel) : l'investissement se développe (par un effet de levier positif) et avec lui l'inflation. En fin de boom, le taux naturel diminue et le taux monétaire grimpe (les risques de défaut perçus par les banques – mais aussi par tous les prêteurs – grandissent) : un effet de levier négatif (effet de massue) apparaît et la crise se déclenche. Cette *théorie monétaire du cycle* (*Credit Cycle*), de la fin du XIX^e siècle, sera reprise par de nombreux néoclassiques et ultralibéraux, dont Hayek (1929 et 1931), et, *un temps*, adoptée par Keynes (1930) dans sa première grande œuvre, le *Treatise on Money*.
- 72 Pour les néoclassiques, r réel est égal, à l'équilibre, à la productivité marginale du capital. Dans les deux analyses, on compare en fait le plus souvent – il est d'autres techniques – le *taux de rendement interne* de l'investissement supplémentaire, donc la rentabilité économique marginale re_m (que Keynes nomme *Efficacité marginale anticipée du capital*) avec le taux de rentabilité économique désiré nominal $re_D = r + R_E$; on investit si $re_m > re_D$. Pour une R_E donnée (en fait fort volatile...), l'investissement serait donc décroissant avec r ; à condition que r ne soit pas une conséquence, comme chez Smith, de re ...
- 73 Voir Castex (2003, tome 3).
- 74 Celle de l'équilibre de long terme néoclassique où le profit pur s'est annulé, ce qui n'a aucune opérationnalité pour le choix effectif de l'investissement dans une entreprise.
- 75 Selon son analyse (corrigée) et en utilisant la mécanique de l'effet de levier de l'endettement, avec re la rentabilité économique et R_E ladite prime de risque économique.
- 76 La question du choix des investissements selon r ne se pose d'ailleurs ni chez les classiques ni chez Marx.
- 77 Nous approchons déjà – voir Castex (2003, tome 4) – cette affirmation à partir de l'étonnement de Bénassy-Quéré et al. (1998) constatant une corrélation positive « à l'encontre de la théorie... , un défi économétrique », entre le taux d'investissement et le taux d'intérêt réel en France comme aux États-Unis de 1985 à 1997. Rien d'étonnant si l'on se réfère à Smith ou même à la « règle d'or » de l'équilibre de long terme (égalité de r réel et du taux de croissance en volume) des théories de la croissance. Cette dernière règle semble se vérifier grossièrement, toujours selon les données fournies par Bénassy-Quéré et al. (op. cit.), dans la plupart des pays sur le dernier quart du XX^e siècle et presque parfaitement aux États-Unis (2,9 % de croissance moyenne annuelle du PIB de 1970 à 1996 pour un taux d'intérêt réel annuel moyen de 2,8 %) et au Royaume-Uni (respectivement 2,2 % et 2,3 %). La France présente sur la même période une croissance moyenne annuelle du PIB de 2,5 % mais un taux d'intérêt réel moyen de 3,5 %.
- 78 On peut montrer que si rf décroît avec r si re et r sont indépendants, selon la vision de Smith rf est croissante avec r si le levier L est constant en fonction de r et son sens de variation indéterminé si L est, logiquement, une fonction décroissante de r . Bref, la formule de l'effet de levier qui n'est qu'une identité comptable peut être soumise à des circularités quand les variables considérées (re , r et L) sont liées, la seule variable indépendante étant re .
- 79 Il s'agit du *Return On Capital Employed (ROCE)* pour la rentabilité économique et du *Return On Equity (ROE)* pour la rentabilité financière des capitaux propres.
- 80 Sauf dans le *théorème de Modigliani et Miller* (non-existence d'une « structure optimale de financement » minimisant, dans l'optique néoclassique, le « Coût moyen pondéré des capitaux »).
- 81 Le débat entre économistes reste ouvert.
- 82 Pour une action, ce sera $V_A = B_a / rf_D = B_a / (r + R_A)$ décroissante avec r : on achètera par exemple, « à l'équilibre » une action $V_A = 100$ si $B_a = 10$, $r = 4$ % et $R_A = 6$ %, car le rapport de B_a / V_A donne bien les 10 % désirés ; si le prix d'acquisition est supérieur, l'acheteur fait une mauvaise affaire, s'il est inférieur, il fait une bonne affaire. Pour les obligations, leur maturité doit être très longue, théoriquement infinie (rente perpétuelle) pour que cette formule simplifiée s'applique. Sinon, il faut effectuer un calcul d'actualisation plus complexe tenant compte du nombre d'années de l'emprunt et de la valeur actualisée du remboursement ; dans le cas d'un titre court, la variation de r n'a quasiment aucune importance. Dans toute la théorie économique, on utilise cette hypothèse de maturité très longue pour les obligations. Pour une obligation à taux fixe, B_a est le « coupon » connu C ; c'est le produit de la valeur faciale de l'obligation lors de la souscription V_{F0} par le taux d'intérêt r_0 . La valeur V_0 sur le marché secondaire des obligations sera donc, pour un taux d'intérêt du marché r , différent de r_0 : $V_0 = C / r = V_{F0} r_0 / r$, également décroissante avec r . On néglige ici la prime de risque des obligations (risque de défaut croissant avec la durée de l'emprunt et risque spécifique de la signature de l'émetteur).
- 83 Comme dans la théorie économique néoclassique originelle. Bien sûr, Keynes et la théorie financière néoclassique contemporaine n'ignorent pas les marchés secondaires des actions (la bourse : un « casino » selon Keynes), mais ils sont totalement absents de leurs théories de détermination des taux d'intérêt.

84 Mais pratiquement impossible, car le calcul doit s'effectuer chez chaque agent économique et pour chaque société en fonction de leur bénéfice anticipé ; même en ne prenant en compte qu'un indice boursier synthétique, il faut de toute façon anticiper l'avenir. On retrouve la pleine « incertitude radicale » de Keynes.

85 Voir plus loin.

86 Dans le même temps, évidemment, les obligations des pays à fort risque de défaut (la Grèce puis l'Espagne et le Portugal) chutaient et faisaient bondir leurs taux longs.

87 Avec également un certain regain d'inflation par les prix du brut, comme au milieu de 2008.

88 Voir un peu plus loin. En Europe, l'énigme (pour la même période) se pose différemment. La deuxième bulle s'enfle dès 2003, les taux longs stagnent puis baissent de milieu 2004 à fin 2006. C'est probablement la liaison habituelle orthodoxe qui reprend le dessus : le faible niveau du *Refi* de la BCE (2 %) laisse s'emballer la bourse mais tire vers le bas les taux longs.

89 En cas de hausse des taux courts pour freiner l'inflation, on anticipe une baisse de l'inflation qui fait baisser les taux longs nominaux sur les marchés primaires des obligations (à taux d'intérêt longs réels constants). C'est fondamentalement l'explication néoclassique des taux longs, mélangée à l'explication keynésienne du marché de la monnaie déterminant les taux courts. La crise peut ainsi provenir de la hausse volontariste des taux courts qui érode les valeurs boursières, par le dénominateur de $V_A = B_a / r_{fD} = B_a / (r_{CT} + R_A)$, r_{CT} étant le taux court pris en compte par les spéculateurs, mais aussi par la baisse de B_a car un ralentissement économique est anticipé. L'inversion peut également s'effectuer de façon spontanée, par la seule baisse de B_a faisant chuter les valeurs boursières et donc, selon la vision de Smith, r_{LT} . Le plus souvent, les deux phénomènes se conjuguent.

90 Dont l'énigme de Greenspan.

91 Et ce que la plupart des commentateurs considèrent maintenant comme une bourde : la remontée du *Refi* à l'été 2008. La décision, prise par la BCE (et pour les mêmes raisons), de remonter du *Refi* de 0,25 % en avril 2011 est-elle une autre bourde ? Toujours est-il qu'elle accompagne encore, avec retard, une remontée des taux longs.

92 Surtout, *l'E-ic* est parfaitement corrélé au taux de chômage, notamment quand on met en relation *l'E-ic* de l'année $A - 3$ avec le taux de chômage de l'année. Quand les créanciers, par le taux d'intérêt sont contents, l'économie va mal, la croissance est faible et le chômage élevé. On peut rajouter la faiblesse de la croissance du pouvoir d'achat moyen et la croissance des inégalités et de l'exclusion. Ce fut, jusqu'à la crise de 1993, la politique de désinflation compétitive, d'austérité ou de rigueur. Une politique monétariste ; de méchantes langues pourraient plagier le titre de Boukharine : *L'économie politique du rentier*. Ils évoqueraient alors *la politique économique du rentier* pour caractériser cette politique qui a dominé la période des trente années de plomb. Par contre, quand les créanciers rentiers étaient « euthanasiés » (selon l'expression de Keynes qui ne les aimait guère) par le faible niveau des taux nominaux et une inflation rampante, l'économie allait mieux et le chômage proche du chômage frictionnel. Ce fut la politique de croissance de la masse monétaire, induisant en outre un peu d'inflation (avec le dilemme inflation-chômage) rendant les taux réels faibles sinon négatifs. Et les rentiers voyaient leur euthanasie s'aggraver.

93 Il y eut même le jeune Hayek (1929), défini comme « néo-wicksellien ». Leurs rapports théoriques se gâteront ensuite, l'ultralibéral Hayek (1931), « tirant le premier » contre Keynes.

94 Mais en cas de crise grave, Keynes percevait les limites de la politique monétaire : la baisse, même à zéro, des taux d'intérêt, ne peut relancer l'investissement si les rentabilités anticipées sont négatives. Il préférerait dans ce cas la politique budgétaire de déficit public.

95 Nous développons cette thèse dès 2006, dans la première édition de *Macrocomptabilité de la France*, mais avec des évaluations approximatives des capitaux économiques et des fonds propres.

96 Les économistes critiques confondent, pour expliquer le manque de débouchés, *part* et *niveau* des salaires. Ceux d'entre eux qui perçoivent néanmoins l'aspect réel de la crise se bornent en effet à affirmer que la baisse du pouvoir d'achat et la chute de l'épargne des ménages les moins aisés a été compensée, pour soutenir la demande, par le recours aux crédits bancaires ; le cas des subprimes états-uniens en étant la caricature.

97 Rosa Luxemburg (1913) insiste sur la question des débouchés comme limite au développement capitaliste et s'étonne du rapprochement de Marx avec Jean-Baptiste Say dans ses *Schémas de reproduction du capital* ; l'impérialisme serait, par l'exportation de marchandises, la solution à la crise de réalisation de la plus-value. Lénine nie toute question des débouchés (1893) et répète à loisir son accord avec ces Schémas de Marx ; il ne prend en compte que la baisse du taux de profit et « L'impérialisme, stade suprême du capitalisme » (1917) se caractériserait par l'exportation des capitaux en surplus.

98 Indiquons simplement ici les controverses entre le québécois Louis Gill (2010), et François Chesnais (2008), qui s'en tiennent à la seule baisse du taux de profit, et le sociologue français Alain Bihr (2008 et 2009). Ce dernier affirme par « une approche multidimensionnelle des crises » qu'il n'y a pas contradiction entre baisse du taux de profit et excès de plus-value (donc crise des débouchés ou de

demande par insuffisance des salaires et sous-consommation des salariés). Il n'a sans doute pas tort : la baisse de la part de profits dans la valeur ajoutée ne doit pas être confondue avec celle de son niveau en hausse ; tout comme pour les salaires, mais à l'inverse. Sauf que la hausse en masse de la plus-value est incomparablement moins importante en France que celle des valeurs des capitaux engagés. Elle n'augmente, de 1998 à 2008, que de 9 G€ de 2008 (annexe 21) ; ce qui n'est qu'un « petit » « excès de plus-value ».

99 Il serait intéressant d'analyser selon cette optique la période 1929-1939.

Pour citer cet article

Référence électronique

Patrick Castex, « Baisse des taux de profit et d'intérêt en France », *Revue de la régulation* [En ligne], n°9 | 1er semestre 2011, mis en ligne le 15 juin 2011. URL : <http://regulation.revues.org/index9091.html>

À propos de l'auteur

Patrick Castex

Maître de conférences de sciences économiques à Paris Dauphine, Patrick.Castex@dauphine.fr

Droits d'auteur

© Tous droits réservés

Résumé / Abstract / Resumen

Depuis 1998 en France, malgré la relative stagnation de leur *niveau*, la *part* des salaires dans la valeur ajoutée a augmenté et celle des profits diminué. Cette érosion, accentuée par la réduction de la productivité apparente du capital, fit chuter la rentabilité. Afin de rétablir leur taux de profit, les entreprises ont accru leurs investissements. Mais la hausse de la composition organique du capital, accélérée par la hausse spéculative des valeurs de marché des actifs, a produit une suraccumulation. C'est la cause réelle de la crise bancaire et financière. Le troisième choc pétrolier à partir de 1999, surtout conséquence de la croissance des pays émergents, n'en a été que le catalyseur. Durant le régime fordien, les taux d'intérêt réduits dopaient les profits, durant les années de plomb (1975-1993) les taux élevés les affaiblissaient. Depuis 1998, les taux d'intérêt suivent désormais les taux de profit et la valeur des actions. On retrouve ainsi la théorie d'Adam Smith enrichie par la théorie de la *double spéculation* sur les marchés financiers. Le taux d'intérêt à long terme est déterminé par le taux de profit moins une prime de risque... Mais les banques et les politiques monétaires perturbent ce jeu par les taux courts bancaires. Ces frottements sociaux correspondent à la critique adressée par Marx à Smith qui renvoie à la politique monétaire keynésienne.

Mots clés : crise financière, B - Schools of Economic Thought and Methodology, C - Mathematical and Quantitative Methods, E3 - Prices; Business Fluctuations; and Cycles, E4 - Money and Interest Rates, E5 - Monetary Policy; Central Banking; and the Supply of Money and Credit, G - Financial Economics, M - Business Administration and Business Economics; Marketing; Accounting, crise économique réelle, taux de profits, effet de levier de l'endettement, baisse des taux de profit, taux d'intérêt longs et courts, valeurs boursières des titres financiers, théories des taux de profit et d'intérêt

Decline of the rates of profit and interest in France An empirical and theoretical approach of the crisis

Since 1998 in France, in spite of the relative stagnation of their *level*, the *share* of salaries in the added value increased and that of the profits decreased. This decline, multiplied by the reduction of the apparent capital productivity, made the returns on capital fall. To restore them, companies indeed increased their investments: the rise of the organic composition of

the capital, accelerated by the speculative rise of the market values of assets, produced a suraccumulation. The third oil crisis, which began in 1999, especially consequence of the growth of emerging countries, catalysed this crisis. The banking and financial crises are only the consequences of the cyclical decline of the rate of profit of the real economy since 1998. Since this date, the interest rates follow the rates of profit and the values of the shares, contrary to the previous period when the reduced rates doped the profits (*The Glorious Thirty*) and the high rates weakened them (*The Years of Lead* from 1975 till 1993). We so find again Adam Smith's theory where the long-term interest rate is determined by the rate of profit less a risk premium, enriched by that of the theory of the *double speculation* on the secondary financial markets of shares and bonds. But banks and monetary policies disrupt this game by the banking short rates: development of the criticism of Smith by Marx sending back to the keynesian monetary policy.

Keywords : financial crisis, real economic crisis, profit rates, leverage of the debts, profit rates decrease, long and short interest rates, market values of the financial securities, Double financial speculation, Theories of profit rates and interest rates

Baja de la tasa de ganancias y de interés en Francia Un enfoque empírico y teórico de la crisis

Desde 1998 en Francia, a pesar del relativo estancamiento de su nivel, la parte de los salarios en el valor agregado ha aumentado y la de las ganancias ha disminuido. Esta erosión, acentuada por la reducción de la productividad aparente del capital, ha hecho caer la rentabilidad. Con el propósito de restablecer sus tasas de ganancia, las empresas han aumentado sus inversiones. Pero el incremento de la composición orgánica del capital, acelerada por el crecimiento especulativo de los valores de mercado de los activos, ha provocado una sobre-acumulación. Esta es la causa real de la crisis bancaria y financiera. El tercer shock petrolero a partir de 1999, consecuencia sobre todo del crecimiento de los países emergentes, no ha sido sino su catalizador. Durante el régimen fordiano, las reducidas tasas de interés aumentaban los beneficios, y durante los años de plomo (1975-93) las tasas elevadas los debilitaban. Desde 1998, las tasas de interés siguen el ritmo de las tasas de ganancia y el valor de las acciones. Se encuentra así nuevamente la teoría de Adam Smith enriquecida por la teoría de la « doble especulación » sobre los mercados financieros. La tasa de interés de largo plazo está determinada por la tasa de ganancias menos un prima de riesgo... Pero los bancos y las políticas monetarias perturban ese juego por las reducidas tasas bancarias. Esas fricciones sociales se corresponden con la crítica de Marx a Smith, que nos remite a la política monetaria keynesiana.

Palabras claves : crisis financiera, crisis económica real, tasa de ganancias, efecto palanca del endeudamiento, baja de la tasa de ganancias, tasa de interés largas y cortas, valores bursátiles de los títulos financieros, doble especulación financiera, teoría de las tasas de ganancia y de interés

Code JEL : B - Schools of Economic Thought and Methodology, C - Mathematical and Quantitative Methods, E3 - Prices; Business Fluctuations; and Cycles, E4 - Money and Interest Rates, E5 - Monetary Policy; Central Banking; and the Supply of Money and Credit, G - Financial Economics, M - Business Administration and Business Economics; Marketing; Accounting