

## Le profit sans l'accumulation : la recette du capitalisme gouverné par la finance

Laurent CORDONNIER<sup>1</sup>  
CLERSE, UMR 8019–CNRS, Université Lille 1

### Résumé / Abstract

La loi de Kalecki établit que dans une économie capitaliste où les profits seraient entièrement épargnés et où les salaires seraient intégralement consommés, la rentabilité du capital serait égale au rythme de l'accumulation du capital. Le divorce entre l'une et l'autre, tel qu'on a pu l'observer aux Etats-Unis et en France ces vingt dernières années, pose dans ce cadre une question intrigante. Nous montrons que l'augmentation spectaculaire des dividendes versés permet en théorie (et pour partie) de rendre compte de ce divorce. Nous indiquons comment ce phénomène s'est articulé avec l'institutionnalisation du pouvoir des actionnaires à travers la « nouvelle » gouvernance d'entreprise.

### Profit without Accumulation: the recipe for finance-led capitalism

In a capitalist economy where profits are fully saved and wages fully spent in consumption goods, Kalecki's law asserts that the rate of profit is equal to the rate of capital accumulation. The divorce between these two variables, as observed during the last twenty years in the US as well as in France, raises in this framework a puzzle. We show that the spectacular augmentation of profit distribution partly provides an account of this, at a theoretical level. We give further indications as to how new corporate governance and the institution of stockholders renewed power have taken part in this phenomena.

JEL B300, E120, G300, P100

<sup>1</sup> Laurent.Cordonnier@univ-lille1.fr

Dès le début des années 1980, la rentabilité économique des entreprises américaines et françaises se redresse : plutôt mollement en ce qui concerne les Etats-Unis, et suivant un trend qui reste modérément ascendant durant les vingt années qui suivent ; beaucoup plus nettement pour un pays comme la France, où la rentabilité atteint rapidement un plateau supérieur aux performances de la fin des années 1970, et s'y maintient bon an mal an durant une vingtaine d'années<sup>1</sup>. Durant cette période, le rythme de l'accumulation du capital s'est inscrit quant à lui dans un trend très nettement descendant, aussi bien en France qu'aux Etats-Unis, trend que le boom de l'investissement des années 1995-2000 aux Etats-Unis (terminé aujourd'hui) ne suffit pas complètement à remettre en cause pour ce pays. Ce divorce entre le redressement de la rentabilité du capital (ou, à tout le moins : son maintien relatif) et le déclin du rythme de l'accumulation n'est bien entendu pas passé inaperçu.

L'objet de ce papier n'est cependant pas de discuter les thèses qui se sont déjà affrontées à la question. Il est de proposer une interprétation qui revendique sa part d'originalité. Non que les autres thèses ne méritent pas d'être discutées, mais on ne peut sérieusement mener à bien deux projets en même temps. En particulier, la question de savoir en quoi l'analyse présentée ici se révélerait contradictoire ou au contraire complémentaire d'autres interprétations risquerait fort, à ce stade d'élaboration du projet – encore largement conjectural sur plus d'un point – de brouiller le message<sup>2</sup>.

Pour dramatiser l'enjeu de la question traitée, si besoin était, on pourrait dire que durant toute la période considérée (avec les nuances qu'il conviendra d'introduire pour la période particulière des années 1995-2000 aux USA), les capitalistes ont cherché le secret du profit sans l'accumulation<sup>3</sup>... et l'ont en partie trouvé. Si l'occurrence d'un tel divorce entre rentabilité

<sup>1</sup> L'ensemble des commentaires statistiques renvoie aux graphiques situés en fin d'article. Pour des estimations plus poussées et des analyses plus complètes de l'évolution de la rentabilité du capital dans différents pays de l'OCDE, il faut consulter Askenazy (2003), Sylvain (2001), Cette et Sylvain (2001) et Poterba (1997).

<sup>2</sup> Ces autres interprétations, auxquelles nous ne ferons que quelques références allusives, reposent le plus souvent sur une décomposition de la rentabilité du capital suivant le taux de profit, la productivité du travail, et le capital par tête. L'analyse que nous présentons repose entièrement sur les déterminants du profit venant de la demande.

<sup>3</sup> Nous utilisons le terme « capitalistes » pour désigner les détenteurs de titres de participation au capital des entreprises.

et accumulation est intrigante, ce n'est pas parce que l'accumulation d'aujourd'hui est la source des profits de demain<sup>1</sup>, mais c'est parce que l'accumulation constitue à première vue la richesse même des capitalistes. Dans une économie capitaliste réduite à son épure, la fortune des capitalistes se trouverait en effet uniquement sous la forme d'accumulation de capital. Le profit ne serait alors rien d'autre que l'enregistrement comptable de l'augmentation sur une période donnée du stock de capital... et la rentabilité du capital traduirait simplement le taux de croissance de ce stock. On devrait admettre alors que la rentabilité du capital ne fait véritablement qu'exprimer le rythme de l'accumulation. Réduite à cette essence, une économie capitaliste ne pourrait en conséquence faire apparaître de divorce entre la rentabilité du capital et le rythme de l'accumulation... puisqu'il s'agirait de la même chose. C'est à cette dramatisation de la question qu'est consacrée la première partie du papier. La formule en est donnée par la loi de Kalecki « restreinte ».

Dans la seconde partie, on se demande alors comment les capitalistes peuvent faire du profit... sans s'enrichir « vraiment » (accumuler). Une partie du secret est fournie par la loi de Kalecki « étendue ». C'est la distribution de dividendes aux actionnaires, et leur consommation, qui permet que le profit excède l'investissement. Non parce qu'il faut bien dépenser d'une façon ou d'une autre les profits qui ne sont pas investis, mais parce que la dépense des profits en consommation est bien, pour la part qui lui revient, à l'origine de la formation des profits elle-même. C'est ce que l'on montrera en formulant le multiplicateur de profit. Certes, la consommation des profits n'est pas le seul facteur permettant d'expliquer une rentabilité supérieure à l'accumulation, mais il est le plus surprenant et le plus élégant... et sûrement le plus d'actualité. C'est pourquoi nous insisterons tellement sur ce point.

Dans la troisième partie, on traitera justement des principaux facteurs qui peuvent contribuer au divorce en question, au-delà des dividendes versés. Il s'agit de la baisse de la propension à épargner des ménages, du déficit budgétaire, et de l'excédent du commerce extérieur. Nous essaierons d'indiquer dans quelle mesure ces facteurs se sont combinés, aux Etats-Unis et en France, pour imprimer des profils différents à ce scénario de divorce.

---

<sup>1</sup> Vérité que nous ne cherchons pas à contester, mais qui n'a de sens qu'au niveau microéconomique : elle ne fait que décrire la stratégie d'un investisseur en particulier.

Finalement, nous indiquerons quel rôle original a pu jouer « le retour de l'actionnaire »<sup>1</sup> dans la mise en oeuvre de cette formule « du profit sans l'accumulation ». La domination de la finance, on le sait, s'est institutionnalisée à travers de nouvelles pratiques en matière de « gouvernance » des entreprises. Cela s'est traduit, entre autres choses, par des exigences de rentabilité accrues. Par une ruse de l'histoire, ce que les actionnaires ont cherché à obtenir au niveau microéconomique (une amélioration de la rentabilité de « leur » entreprise), il l'ont obtenu au niveau macroéconomique grâce, en partie, à la consommation des dividendes. En agissant de manière coordonnée (mais non nécessairement concertée) pour faire pression sur le management afin qu'il sélectionne davantage les projets d'investissement et « restitue le cash-flow », ils ont contribué à élargir le canal macroéconomique par lequel se forme le profit.

## LA LOI DE KALECKI « RESTREINTE »<sup>2</sup>

Dans une économie capitaliste réduite à sa plus simple expression, les capitalistes ne feraient qu'accumuler (ils ne consommeraient pas) et les salariés ne feraient que consommer (ils n'épargneraient pas). On peut dire qu'une telle économie représenterait l'essence même du capitalisme<sup>3</sup>, dans la mesure où les fonctions des classes sociales y seraient parfaitement distinctes : les capitalistes ne cherchant qu'à s'enrichir, les salariés en étant bien incapables.

Dans ce cadre institutionnel très épuré, la rentabilité du capital serait gouvernée par une loi très simple : elle serait égale (et déterminée par) le taux d'accumulation. Comme on va le voir, cette proposition découle immédiatement du fait que le montant global du profit est égal au montant de l'investissement courant. La difficulté à ce niveau n'est pas tant d'établir cette proposition que d'en saisir toute la portée.

---

<sup>1</sup> On peut définir ce retour de l'actionnaire comme l'ensemble des transformations institutionnelles qui ont contribué à rendre la propriété effective des entreprises aux actionnaires, après qu'elle leur ait échappé durant la période fordiste. Le propriétaire effectif étant repéré par le fait qu'il exerce « le droit de contrôle résiduel ». Voir à ce sujet : Giraud (2001, p.306 et suiv.).

<sup>2</sup> La loi de Kalecki se trouve exposée à de multiples reprises dans son œuvre. On peut renvoyer à Kalecki (1933, 1937, 1939, 1943 et 1954). C'est sans doute dans ces deux dernières références qu'elle fait l'objet d'un exposé (un peu plus) détaillé.

<sup>3</sup> Robinson (1970) parle à ce sujet de « The simplest model of a pure capitalist economy ».

Pour l'établir, on suppose que les salaires sont le seul coût de production et que les entreprises ne constituent pas de stocks.

Le profit, au niveau macroéconomique, est alors simplement la différence entre le produit des ventes de l'ensemble des entreprises ( $pQ$ ), et les salaires versés ( $W$ ).<sup>1</sup>

$$\Pi = pQ - W \quad (1)$$

Les ventes réalisées par l'ensemble des entreprises (ou, ce qui revient au même, les dépenses adressées aux entreprises par l'ensemble des agents économiques : ménages salariés et entreprises) se décomposent elles-mêmes en dépenses de consommation et dépenses d'investissement. D'où :

$$\Pi = (C + I) - W \quad (2)$$

Comme nous situons dans une épure du capitalisme, telle que définie plus haut, les dépenses de consommation ne proviennent que des salariés, et ces derniers dépensent l'intégralité de leurs salaires en consommation. On a donc :

$$C = W \quad (3)$$

En remplaçant (3) dans (2), il vient immédiatement :

$$\Pi = I \quad (4)$$

On pourrait appeler cette formule la loi de Kalecki « restreinte »<sup>2</sup>. Que dit-elle ?

Elle dit simplement que dans une économie capitaliste réduite à sa plus simple expression, le montant des profits de l'ensemble des entreprises serait exactement égal aux dépenses d'investissement de l'ensemble des entreprises<sup>3</sup>. La vraie difficulté est cependant de comprendre pourquoi il en est ainsi.

La première réponse consisterait à dire qu'il s'agit là simplement de l'égalité entre l'épargne et l'investissement énoncée par Keynes (1936, p.81 et suiv.). Les profits réalisés par l'ensemble des entreprises représentant ici les seuls revenus que la société s'abstient de consommer, ils sont nécessairement égaux à

<sup>1</sup> Par définition même du profit : c'est la différence entre les recettes et le coût de production (et non la différence entre les recettes et les dépenses !).

<sup>2</sup> « Restreinte » au sens où elle ne vaut que dans le cadre d'hypothèse très restrictif définissant l'épure du capitalisme.

<sup>3</sup> Il vaut peut être la peine de préciser que cette équation ne vaut absolument pas pour une entreprise en particulier. Les profits de l'année  $t$  d'une entreprise donnée n'ont aucune raison d'être égaux à (et déterminés par) ses investissements de l'année  $t$ .

l'investissement. Mais pour qui n'aurait déjà pas saisi toute la portée de l'égalité entre l'épargne et l'investissement chez Keynes, une telle explication risque fort d'être peu éclairante. D'autant qu'elle laisse à croire qu'il s'agirait d'une pure tautologie. Or cette égalité n'exprime pas seulement une identité, elle traduit en même temps une causalité. Elle ne dit pas seulement que le profit est *nécessairement* égal à l'investissement, au niveau agrégé<sup>1</sup>, elle dit également que c'est l'investissement courant qui *détermine* le profit de la période (et non l'inverse).

Pourquoi la causalité va dans ce sens ? Parce qu'elle ne peut pas aller dans l'autre sens, répond en substance Kalecki (1943, p.152). En effet, les entreprises ne décident pas du montant de leurs profits<sup>2</sup>, alors qu'elles décident du montant de leurs investissements. La variable autonome est donc la dépense d'investissement, le profit global étant dans le siège du passager. Mais, avouons qu'une telle explication est fort peu pédagogique.

La bonne façon de présenter les choses est peut-être la suivante. La loi de Kalecki se situe au niveau d'une théorie de la formation du profit. Elle répond donc à une question de curiosité très profonde : comment se forme le profit ? Ou : comment le profit peut-il apparaître ? La réponse a dans un premier temps l'apparence d'une tautologie. Pour que l'ensemble des entreprises réalisent des profits... il faut qu'elles obtiennent en recettes plus que ce qu'elles ont dépensé en coût de production. La suite est moins tautologique. Une part de leurs recettes provient du reflux des coûts de production (ici : les salaires, intégralement dépensés en consommation). On voit bien que si les entreprises ne pouvaient compter pour alimenter leurs recettes que sur le reflux de ce qu'elles ont déjà dépensé en coût de production (les salaires), elles ne réaliseraient jamais un euro de profit. Il faut donc qu'une partie des dépenses qui leurs sont adressées dépassent le montant des salaires qu'elles ont payés, sans toutefois que cette autre dépense provienne d'un coût de production. C'est bien ce que représentent les dépenses d'investissement : celles-ci alimentent les recettes

<sup>1</sup> « Nécessairement égal » veut dire qu'il ne s'agit pas d'une propriété de l'équilibre macroéconomique. Cette relation est « vraie » quel que soit le niveau de revenu considéré... Pour être à l'équilibre, une propriété supplémentaire doit être vérifiée : les profits réalisés par les entreprises doivent être égaux à ceux qu'elles avaient anticipés... et qui les avaient décidées à mettre en œuvre les dépenses salariales engagées.

<sup>2</sup> C'est sans doute regrettable, mais c'est ce qui fait que le capitalisme n'est pas une partie de pêche dans un étang fertilisé par la société de pêche.

pour un montant qui excède la simple récupération des salaires versés, mais elles ne sauraient être comptées comme un coût de production<sup>1</sup>.

Pour résumer cela, on pourrait dire qu'à travers ses dépenses d'investissement, chaque entreprise fait l'avance des profits pour l'ensemble des entreprises. Une fois les profits réalisés, ces avances peuvent être remboursées<sup>2</sup>.

Le profit s'est réalisé sous forme monétaire. Mais dès remboursement des avances de liquidité, il ne se trouve plus sous cette forme. Il n'existe plus alors que sous la forme d'un investissement nouveau, réalisé sans détérioration de la situation financière des entreprises (puisque leurs recettes sont égales à leurs dépenses, voir note 1).

La loi de Kalecki traduit ainsi bien l'idée que le profit n'est *in fine* que le constat comptable de l'augmentation du stock de capital entre le début et la fin de la période... augmentation obtenue sans modification de la situation financière des entreprises. Le profit n'est ainsi rien d'autre que la trace de l'accumulation du capital lorsque les capitalistes ne font qu'accumuler.

Pour passer de cette expression de la loi de Kalecki à la dramatisation de la question de départ, il suffit de tenir compte du stock de capital ( $K$ ) disponible en début de période. Les profits réalisés peuvent en effet être rapportés à ce stock de capital initial, de même que l'investissement courant ayant eu cours durant la période. La loi de Kalecki restreinte devient alors :

$$\frac{\Pi}{K} = \frac{I}{K} \quad (5)$$

<sup>1</sup> Ce qui permet d'expliquer que les entreprises réalisent des profits même lorsque leurs dépenses sont égales à leurs recettes. Leurs recettes s'élèvent en effet, ici, à  $C+I$ , tandis que leurs dépenses s'élèvent à  $W + I$ . Comme  $C = W$ , leurs recettes sont bien égales à leurs dépenses. Mais parmi ces dépenses,  $I$  n'est pas un coût de production. Seul l'amortissement du capital devrait être compté comme coût de production (c'est l'occasion de dire que nous avons supposé implicitement qu'il n'existait pas d'amortissement).

<sup>2</sup> La question du financement initial de ces avances n'est quant à elle pas moins intéressante que celle du financement de l'avance des salaires... mais pas plus problématique. Ce n'est pas l'existence d'une épargne préalable qui permet cela (l'épargne n'est pas un préalable à l'investissement, c'est le résultat de l'investissement, comme on vient de l'établir). Ce qui importe est l'existence de liquidités disposées à jouer ce rôle. Ces dernières peuvent provenir de l'encours des actifs liquides détenus par les agents non financiers (au prix d'une augmentation du taux d'intérêt si la préférence pour la liquidité ne change pas *et* si l'économie est en croissance), ou de la création de crédits par le système bancaire.

Ou, si l'on préfère ce style de notation :

$$\frac{\Pi}{K} = \frac{\Delta K}{K} \quad (6)$$

La rentabilité du capital n'est autre que le taux d'accumulation du capital. Si l'on ne craignait pas de faire basculer à nouveau cette formule du côté de la tautologie, on aimerait dire que dans une économie où les capitalistes ne se consacrent qu'à l'accumulation, la rentabilité du capital ne peut être différente du rythme auquel ils s'enrichissent « réellement » (enrichissement traduit par le taux de croissance des actifs fixes).

#### LE PROFIT SANS L'ACCUMULATION : LA LOI DE KALECKI « ETENDUE »

Pour ouvrir à la possibilité d'un divorce entre la rentabilité économique du capital et l'accumulation, il faut nécessairement quitter le cadre de l'épuration adopté précédemment. Faire cela ne peut naturellement introduire que davantage de réalisme. Le cadre institutionnel d'une économie capitaliste développée offre en effet de nombreuses autres possibilités d'action aux agents que celles prises en compte jusqu'ici. Les entreprises peuvent verser des dividendes et ces dividendes peuvent être consommés, les ménages salariés peuvent épargner ou à l'inverse financer leur consommation à crédit, les agents économiques peuvent dépenser une partie de leurs revenus à l'étranger et les entreprises peuvent vendre leurs produits à l'étranger, l'Etat peut prélever des impôts et effectuer des dépenses, etc.

L'objet de cette section n'est cependant pas de faire place à toutes ces possibilités. Il consiste seulement à introduire une variante dans le schéma de base, pour en faire ressortir tous les effets propres, en la dégagant des interférences avec le reste. Cette variante n'est pas choisie au hasard. Il s'agit de la distribution des dividendes aux actionnaires. Ce faisant nous voulons mettre en évidence les effets qu'a pu entraîner l'un des phénomènes les plus marquants de la période étudiée (les années 1980-2000), à savoir : l'augmentation vertigineuse du taux de distribution des profits aux actionnaires. Comme on va le voir, ceci explique très simplement comment le profit peut excéder l'accumulation.

La proposition qu'il convient d'établir clairement est donc la suivante : la distribution de dividendes aux actionnaires génère des profits dans la mesure exacte où ils sont consommés.

En repartant de l'équation (2), la démonstration est immédiate. Lorsque l'on introduit les profits distribués aux actionnaires ( $\Pi_d$ ), la demande adressée aux entreprises s'enrichit de la consommation de ces dividendes, dans la mesure précisément où ces derniers sont consommés. En notant  $\mu$  la propension à consommer les dividendes, le montant des profits réalisés par les entreprises s'écrit maintenant :

$$\Pi = (\mu\Pi_d + W) + I - W \quad (7)$$

où le terme entre parenthèses représente la consommation totale. En simplifiant il vient immédiatement :

$$\Pi = \mu\Pi_d + I \quad (8)$$

Commentant cette équation, Robinson (1966) a eu cette heureuse formule : « the workers spend what they get, and the capitalists get what they spend »<sup>1</sup>. Et c'est bien ainsi qu'il faut comprendre cette équation. Toute dépense adressée aux entreprises au delà du seuil constitué par le simple reflux des coûts de production génère effectivement du profit. Les dividendes, dans la mesure où ils sont consommés, génèrent donc du profit au delà de ce que fournissent déjà les dépenses d'investissement.

Si cette idée suscite un instant l'incrédulité, c'est que l'on ne comprend pas comment en versant des dividendes, et en récupérant seulement une partie de ces dividendes par le produit des ventes, les entreprises peuvent faire du profit. Comment une dépense qui n'est même pas compensée par les recettes qu'elle engendre peut-elle être un profit ?

L'explication est pourtant simple. Certes le versement des dividendes constitue bien une *dépense* des entreprises, mais cette dépense n'est pas un *coût de production*<sup>2</sup>. Elle n'affecte donc pas les profits au moment où le versement est effectué (il s'agit seulement d'une sortie de « cash »), mais elle vient gonfler les recettes au moment où elle est consommée. Nul tour de passe-passe à cet endroit. Dans le cas idéal où ces dividendes seraient intégralement consommés ( $\mu = 1$ ), l'opération se bouclerait

<sup>1</sup> Dans le même ordre d'idées, critiquant la loi de Say, Keynes aurait proposé de remplacer l'énoncé « supply creates its own demand » par la proposition « expenditure creates its own income » (Prises de notes de l'étudiant T. K. Rymes qui a suivi les cours de Keynes à Cambridge entre 1932 et 1935, voir Skidelsky, 1992, p. 497).

<sup>2</sup> C'est une opération de bilan. Elle ne s'inscrit donc pas en charges au compte de résultat (et c'est bien normal puisque ce n'est pas une charge). Elle n'affecte en pratique que la trésorerie des entreprises.

même sans détériorer la trésorerie des entreprises. La somme des dépenses des entreprises seraient en effet :

$$D = W + I + \Pi_d$$

Et la somme des recettes serait :

$$R = C + I = W + \Pi_d + I$$

La consommation des dividendes servirait alors à rembourser l'avance de trésorerie qui s'est avérée nécessaire pour « sortir » ces dividendes.

Ce n'est que dans le cas où la propension à consommer les dividendes est inférieure à un (cas le plus probable, il est vrai) que les entreprises ne récupèrent pas en recettes ce qu'elles ont dépensé en dividendes. Mais la situation ne saurait être jugée malsaine pour autant. Leur endettement augmente simplement du montant des dividendes épargnés (qui créent pour elles un manque à gagner)... ce qui se fait concrètement en empruntant ces dividendes épargnés. Est-ce bien grave pour une opération qui est au total assez profitable ?<sup>1</sup>

Les profits des entreprises n'enregistrent donc pas seulement l'accumulation du capital – l'enrichissement des capitalistes, ils enregistrent également leur consommation. Tandis que leur endettement au passif enregistre la part des dividendes qu'ils renoncent à consommer. C'est pourquoi la rentabilité des entreprises peut être supérieure à l'accumulation du capital.

Pour prendre pleinement la mesure de ce divorce potentiel entre rentabilité et accumulation, divorce auquel introduit le versement des dividendes, sans doute est-il pertinent de formaliser les choses à travers ce qu'il conviendrait d'appeler le « multiplicateur de profit », ou le « multiplicateur de rentabilité ».

En notant  $d$  le taux de distribution des profits, on peut écrire :

$$\Pi_d = d\Pi \quad (9)$$

<sup>1</sup> Qu'on en juge : si la propension à consommer les profits est de 50%, les entreprises ne récupèrent à travers leur dépense en biens de consommation que 50% des dividendes versés. Elles doivent donc s'endetter d'une somme équivalant à ces 50% qu'elles ne récupèrent pas à travers le produit de leurs ventes et qui creuse en conséquence leur trésorerie. Mais ces dividendes ont généré des profits correspondant à la moitié qui a été effectivement dépensée. L'augmentation de l'endettement (correspondant aux 50% des dividendes épargnés) a donc permis de réaliser des profits (correspondant aux 50% des dividendes dépensés) égaux à cet endettement. Connaît-on beaucoup de formules de placement qui rapportent du 100% dès la première année ?

En remplaçant (9) dans (8), on obtient alors:

$$\Pi = \mu d \Pi + I \quad (10)$$

Soit, en réarrangeant légèrement :

$$\Pi = \frac{1}{1 - \mu d} I \quad (11)$$

Ou, si l'on souhaite passer à une formulation en termes de taux d'accumulation :

$$\frac{\Pi}{K} = \frac{1}{1 - \mu d} \frac{\Delta K}{K} \quad (12)$$

Cette relation, qui fait clairement apparaître que la rentabilité du capital est déterminée conjointement par la propension à épargner les profits  $(1 - \mu d)$  et le rythme de l'accumulation est appelée depuis Pasinetti (1974) « l'équation de Cambridge ». Le terme  $(1 / (1 - \mu d))$  représente le rapport dans lequel la rentabilité du capital peut diverger du taux d'accumulation lorsque les capitalistes consomment des dividendes<sup>1</sup>. Il suffit de prendre quelques chiffres pour se convaincre que ce multiplicateur peut aisément atteindre une valeur très significative. En prenant des ordres de grandeur plausibles :  $\mu = 0,5$  et  $d = 0,6$ , on obtient déjà un multiplicateur de 1,43. Mais on se rend compte également que la valeur du multiplicateur est très sensible à la valeur des paramètres. Si la propension à consommer les profits distribués passait à 0,6 et si le taux de distribution des dividendes atteignait 0,8, le multiplicateur s'élèverait pratiquement à 2.

De tels chiffres n'ont rien d'extravagant. Ils seraient même plutôt trop faibles pour justifier entièrement l'écart observé, tant en France qu'aux Etats-Unis, entre la rentabilité et le rythme de l'accumulation (voir graphiques). Aux Etats-Unis, sur la période 1980-1995, le taux d'accumulation a plutôt tourné autour de 2 à 3 %, tandis que la rentabilité économique atteignait plutôt 9% en moyenne. En s'en tenant au seul facteur explicatif de la consommation des dividendes pour justifier

<sup>1</sup> L'expression de ce multiplicateur de profit – bien qu'il ne soit pas nommé ainsi – est présentée dans Kalecki (1933, p.69) ou Kalecki (1943, p.151 et suiv.), à la différence près que Kalecki synthétise le taux de distribution des profits  $d$  et la propension à consommer les dividendes  $\mu$  en une propension à consommer les profits  $\lambda$ . Il ajoute en outre une consommation indépendante des profits ( $B_0$ ). Sa formule est donc :  $\Pi = (B_0 + I) / (1 - \lambda)$ .

l'écart, le multiplicateur de profit devrait donc être de l'ordre de 3 ou 4. Or, en supposant que la propension à consommer les profits est de 0,6<sup>1</sup>, le taux de distribution des dividendes observé sur la période (plutôt autour de 0,7) ne fournirait qu'un multiplicateur de 1,7.

Il faut cependant se garder de procéder à ce type de rapprochement *en niveau*, entre le paramétrage « au flair » d'un modèle théorique minimaliste, et les grandeurs statistiques relevées. Pour deux raisons. La première est que les mesures statistiques de la rentabilité économique<sup>2</sup> n'ont aucune raison d'être bien cohérentes avec les notions théoriques du modèle. La deuxième raison est que le facteur étudié – la distribution des dividendes – n'est pas le seul facteur à prendre en compte pour expliquer l'écart entre rentabilité et accumulation (voir section suivante).

L'objectif ne peut être que de procéder à des rapprochements *en tendance*. Et sur ce plan, la loi de Kalecki « étendue » a sûrement son mot à dire.

Pour le cas des Etats-Unis, la tendance à la baisse du rythme de l'accumulation est indiscutable et très prononcée au moins sur la période 1980-95, alors que la rentabilité cesse de se dégrader dès le tournant des années 1980, en s'inscrivant depuis lors dans un trend légèrement ascendant. Or, c'est précisément à ce moment là (le tournant des années 1980), que le taux de distribution des profits effectue une envolée fulgurante, passant de 30% à environ 70% en l'espace de quelques années, pour se maintenir à ce niveau durant presque vingt ans, avant de franchir un nouveau palier à la hausse. Il est difficile de ne pas penser, sur la base de l'analyse précédente, que la consommation des profits n'ait pas joué le supplétif opportun d'une

<sup>1</sup> Retenir une propension à consommer les profits distribués aux ménages de l'ordre de 0,6 n'est en rien exagéré. Une intuition économique qui a la vie dure est que la propension à consommer les profits *distribués* doit être sensiblement plus faible que la propension à consommer les salaires. Or plusieurs études économétriques qui se sont intéressées à la question ne sont pas parvenues à mettre en évidence une différence significative entre l'une et l'autre. Voir à ce sujet : Marglin (1984), Bowles et Boyer (1995), Bonnet et Dubois (1995). Quant aux études qui concluent à une différence significative, l'écart varie de 0,25 points à 0,60 points (pour un compte rendu synthétique de ces estimations, voir : Bowles et Boyer [1995]).

<sup>2</sup> Concernant la rentabilité économique aux Etats-Unis, nous avons retenu la mesure conventionnelle du *BEA* : les « Corporate profits with inventory valuation and capital consumption adjustment », auxquels on ajoute les intérêts nets versés, sont divisés par le stock net de capital fixe. Ce qui correspond grosso-modo à l'indicateur retenu pour la France : l'excédent net d'exploitation sur les actifs fixes.

accumulation défailante, pour soutenir durant toute cette période la rentabilité des entreprises américaines.

Dans le cas de la France, les choses sont moins claires... au premier abord. Le rythme de l'accumulation dessine un trend parfaitement descendant, que même le boom des années 1998-2000 ne suffit pas à invalider. Comme aux USA, la rentabilité se redresse dès les années 81-82, pour atteindre rapidement un palier qu'elle n'a pas quitté depuis lors. Mais l'essor du taux de distribution des dividendes n'intervient que 6 ou 7 années plus tard, et effectue une montée plus progressive qu'aux USA, pour passer en l'espace de 12 ans de 30% de l'excédent net d'exploitation à 90%.<sup>1</sup> L'effet sur le multiplicateur de profit serait donc entré un peu tard en scène. C'est la limite à laquelle on se heurte en faisant jouer ce facteur isolément. En anticipant sur la section suivante, on peut cependant expliquer que cette montée tardive des dividendes versés s'est plutôt bien combinée avec l'évolution du taux d'épargne des ménages, pour expliquer le redressement de la rentabilité. C'est la baisse sensible du taux d'épargne des ménages (de 4,5 points) qui a joué dans un premier temps le moteur du redressement de la rentabilité<sup>2</sup> (jusqu'à l'année 1987). Lorsque le taux d'épargne des ménages est reparti à la hausse (de 4,5 points également), la montée en puissance des dividendes distribués a pris progressivement le relais (pendant que le boom de l'investissement de la période 1985-1990 assurait la transition). Ce n'est donc que dans un second temps que les dividendes versés sont venus soutenir le nouveau palier de rentabilité atteint, en dépit du ralentissement de l'accumulation. La formule de la rentabilité sans l'accumulation était lancée.

## LES AUTRES FACTEURS DU DIVORCE ENTRE RENTABILITE ET ACCUMULATION

On vient de le souligner, la formule de Kalecki, même « étendue » aux dividendes versés, ne prend pas en compte l'ensemble des facteurs qui concourent à la formation des

<sup>1</sup> Il aurait été plus logique de calculer le taux de distribution des dividendes sur l'épargne nette + les dividendes versés (qui est une grandeur plus proche du profit net après impôt) plutôt que sur l'ENE. Mais l'épargne nette des entreprises françaises a un profil très chaotique qui aurait brouillé l'observation des évolutions longues. L'ENE est beaucoup moins fluctuant à court terme que l'épargne nette.

<sup>2</sup> Quand l'épargne des ménages baisse, la « captation » des profits par les ménages diminue (voir section suivante).

profits. En toute rigueur, pour se faire une idée plus exacte de la manière dont les profits se trouvent affectés par le processus de génération de la demande monétaire adressée aux entreprises, il faut faire le compte de l'ensemble des dépenses qui excèdent le simple reflux des coûts de production, et tenir compte de la partie du coût de production qui ne reflue pas exactement sous forme de dépenses adressées aux entreprises. La formule plus complète, exposée dans Kalecki (1954), fait en conséquence intervenir le solde du commerce extérieur ( $S_X$ ), le déficit des finances publiques ( $D_G$ ), et l'épargne des salariés ( $S_W$ )<sup>1</sup>.

$$\Pi_{net} = I + \Pi_d + S_X + D_G - S_W \quad (13)$$

Ce n'est pas le lieu d'entamer un examen fastidieux de la manière dont ces différents facteurs se sont combinés pour soutenir la rentabilité des entreprises, aux Etats-Unis et en France, sur l'ensemble de la période étudiée. Mais il est sans doute utile de dire en quelques mots comment ils ont pu jouer en complément du versement des dividendes, en insistant sur les différences de scénarii entre les deux pays.

Il faut justifier en particulier le fait que la rentabilité économique semble s'être redressée plus mollement aux Etats-Unis qu'en France.

Dans la décennie 1980-90, le déficit des échanges extérieurs, aux USA, a en partie neutralisé le formidable creusement des déficits publics des « années Reagan », qui auraient pu, sans cela, contribuer à redresser beaucoup plus fortement les comptes des entreprises. Durant la décennie suivante, la neutralisation des déficits s'est opérée en sens inverse. Alors que le rétablissement du solde des échanges extérieurs jouait favorablement sur la rentabilité, la politique de maîtrise des déficits publics (engrangeant les augmentations de revenus issues de la croissance), poussait dans l'autre sens. La toute dernière période (1998-2002) aurait pu être, quant à elle, tout à fait dramatique, lorsque la dégradation accélérée du commerce

<sup>1</sup> Le solde des échanges extérieurs intervient positivement, du fait que les dépenses en provenance de l'étranger ne sont pas issues d'avances monétaires de la part des entreprises résidentes, tandis que les importations soustraient à la dépense intérieure des revenus créés par les entreprises résidentes. Le déficit des finances publiques, égal à l'augmentation de la dette publique, joue positivement, étant donné qu'il représente la part des dépenses qui va au delà du jeu à somme nul entre les prélèvements sur les revenus et leur dépense par l'Etat. Quant à l'épargne des salariés, elle intervient négativement puisqu'elle représente la part du coût de production qui ne reflue pas vers les entreprises à l'occasion des dépenses de consommation des ménages.

extérieur s'est mise à pousser dans le même sens que la politique de remboursement de la dette publique : c'est le plongeon du taux d'épargne des ménages (tombé à 2% à partir de 99) et l'envolée des dividendes versés (au delà de 100% des profits nets après impôt !) qui ont sauvé la situation pour les profits des entreprises. Pour résumer cela, on pourrait dire qu'aux Etats-Unis, ce sont les déficits publics et la politique de distribution des dividendes qui ont soutenu la rentabilité des entreprises dans un premier temps, et c'est la baisse du taux d'épargne des ménages qui est venue prendre le relais des déficits publics (dès 1992) quand l'Etat n'a plus eu comme seul objectif que de « profiter de la croissance » pour réduire sa dette. A tel point que l'on peut se demander si le secret de la soi-disant « nouvelle économie » ne réside pas tout simplement dans la baisse continue du taux d'épargne des ménages<sup>1</sup>, qui a provoqué par effet d'accélération le boom de l'investissement. En tirant la croissance, ceci aurait permis de redresser les comptes de l'Etat, sans que cela profite significativement aux entreprises. En fin de période, cette croissance serait venue buter sur la contrainte extérieure et la politique entêtée de remboursement de la dette publique, au moment où le taux d'épargne des ménages se stabilisait au plus bas.

Pour la France, la périodisation est moins aisée. Disons que le redressement significatif de la rentabilité entre les années 1982 et 1989 s'est nourri de l'effet conjugué de la baisse du taux d'épargne des ménages et du boom de l'investissement. Les soldes publics et extérieurs n'impulsant sur cette période aucune tendance remarquable à la hausse ou à la baisse. Quand le taux d'épargne s'est mis à remonter (dès 1988) et que le rythme de l'accumulation a entamé son grand plongeon (de 1991 à 1997), c'est la conjugaison de l'accroissement des déficits publics et du redressement du commerce extérieur qui ont permis de maintenir la rentabilité du capital sur le nouveau palier atteint, avec le renfort précieux de la nouvelle politique de versement des dividendes adoptée par les entreprises. Mais, à la différence des Etats-Unis, aucun boom d'envergure de l'investissement (soutenu durablement par une baisse du taux d'épargne des ménages), n'est venu tirer efficacement la croissance ces dernières années.

On peut dire que jusqu'aux années 2000, la France a su, aussi bien que les Etats-Unis, mettre en œuvre la formule de la

<sup>1</sup> Sur la période 1983-1999, l'effet richesse (prenant en compte l'évolution des indices boursiers) permettrait d'expliquer plus de 5 points de la baisse du taux d'épargne des ménages aux Etats-Unis. Voir sur ce point : Houizot *et alii* (2000).

rentabilité sans l'accumulation. En particulier sur les trois dernières années, alors que le redressement des comptes publics et la dégradation du commerce extérieur jouaient négativement : l'envolée du taux de distribution des profits a eu alors fort à faire pour épauler un timide sursaut de l'investissement.

Il convient cependant de préciser les limites de ces « interprétations » portant sur les déterminants de la rentabilité sur longue période, en combinant en particulier l'ensemble des facteurs qui viennent d'être mobilisés.

La première limite vient de ce que les analyses précédentes portent sur le montant des profits, et non directement sur la rentabilité du capital. Le dénominateur (le stock de capital) est laissé de côté. Or, en longue période, l'évolution du stock de capital relativement aux profits importe évidemment. Il importe d'autant plus que les évolutions commentées font apparaître un ralentissement du rythme de l'accumulation. Une part de ce ralentissement de l'accumulation peut d'ailleurs être imputée à une amélioration de la productivité du capital, laquelle fournirait en retour sa part d'explication au soutien de la rentabilité du capital.<sup>1</sup> Pour aller plus loin, il faudrait trancher la question de savoir si la productivité du capital est une donnée « technique » ou un réceptacle des conditions de la demande...

La deuxième limite est que la formule générale de la formation des profits (l'équation 13), telle que nous l'avons utilisée, frôle un peu la tautologie. Car c'est une égalité nécessairement vraie, à partir du moment où elle ne fait que décomposer l'identité entre l'épargne et l'investissement en ses diverses composantes institutionnelles. Pour être clair, les termes du membre de droite ne sont pas tous des variables autonomes exprimant des causalités « toutes choses égales par ailleurs » jouant sur les profits. Ainsi, le solde budgétaire est dépendant du montant de l'investissement (via la croissance induite par cet investissement), le solde des échanges extérieur l'est également et pour les mêmes raisons, l'épargne des salariés détermine aussi le rythme de la croissance, etc. A défaut de fournir la forme réduite du modèle résultant de l'explicitation des causalités réciproques entre ces variables, les commentaires sur les courbes qui montent et qui descendent ne sont pas vraiment des explications. Ils ont toutefois le mérite d'indiquer dans quelles directions il faudrait aller chercher ces explications.

<sup>1</sup> Selon Kleinpeter, Passet et du Tertre (2002), « la contribution de la hausse de la productivité du capital en valeur entre 1983 et 2001 a généré mécaniquement de 1,5 à 2 points supplémentaires de taux de rentabilité » aux Etats-Unis.

Le modèle le plus explicatif que nous avons présenté reste finalement la loi de Kalecki « étendue » :

$$\frac{\Pi}{K} = \frac{1}{1 - \mu d} \frac{\Delta K}{K} \quad (12)$$

Car l'investissement est bien une variable autonome et, une fois donnés les paramètres de comportement  $\mu$  et  $d$ , cette forme réduite ramène les causalités croisées à une détermination univoque (dans le cadre institutionnel simplifié qui en constitue le cadre).

Aussi frustré soit ce modèle, il exprime simplement le rôle que peut jouer la distribution des dividendes, en actionnant le levier de la rentabilité. Ce rôle consiste en ceci que la consommation des capitalistes peut opportunément fournir les débouchés monétaires de leur volonté de profiter au delà de ce qu'ils accumulent. Dit autrement, les capitalistes peuvent sans dommages pour leurs profits troquer leur désir d'accumulation contre des jouissances terrestres.

## LE CAPITALISME DOMINE PAR LA FINANCE

Ce qui précède peut contribuer à amorcer une lecture originale du régime d'accumulation postérieur au fordisme. Une lecture tout à fait partielle certes, mais qui pourrait sans doute s'agglomérer à des tentatives déjà plus abouties<sup>1</sup>, en complétant le tableau des variables institutionnelles à prendre en compte (comme ici le taux de distribution des profits).

Nous avons tenu jusqu'ici le déclin de l'accumulation pour une variable exogène, en nous contentant d'expliquer comment les entreprises peuvent rester profitables quand l'accumulation ralentit. Une interprétation du nouveau régime d'accumulation doit cependant partir des raisons susceptibles d'expliquer cette tendance à la baisse de l'accumulation. Certaines de ces raisons sont indépendantes du « retour de l'actionnaire ». Nous les laisserons de côté ici, même si leur part dans l'explication est sûrement aussi importante que ce qui suit<sup>2</sup>. Mais le but est de se

<sup>1</sup> Nous pensons aux travaux de Bowles et Boyer (1995) et Boyer (2000) qui esquissent une macroéconomie « institutionnaliste » du régime d'accumulation dominé par la finance... sans toutefois prendre en compte explicitement la distribution des dividendes dans la formation de la demande effective.

<sup>2</sup> Nous partageons l'idée, défendue par Husson (2001) selon laquelle le déplacement de la norme de consommation vers les services n'est pas favorable à l'anticipation de gains de productivité élevés ni à la projection de rendements d'échelle

concentrer sur les éléments qui contribuent à clore le modèle explicatif en partie sur lui-même, pour en dégager la cohérence. Tout en sachant que ce qui tombe en dehors... tombe en dehors.

Selon notre interprétation, le rôle qu'aurait joué la réactivation de la finance de marché, à partir des années 1980 – réactivation qui a pris corps peu à peu à travers l'émergence ou la consolidation d'institutions propres à la nouvelle gouvernance actionnariale (fonds d'épargne collective, principes de « bonne » gouvernance d'entreprise, nouvelles maximes financières, etc.)... ce rôle n'a pas été « d'asphyxier » l'accumulation. Nous contestons l'idée qu'une fois que les actionnaires et les rentiers se seraient payés sur la bête (en rendant onéreux l'avance du capital et la rente financière), il ne serait plus rien resté pour l'investissement. Selon nous, l'explication n'est pas que la finance aurait « confisqué » les moyens nécessaires pour investir, en laissant les entreprises exsangues, avec des profits misérables, une fois les intérêts et les dividendes versés.<sup>1</sup> Le versement des dividendes n'influe en effet que sur la trésorerie des entreprises. Comme l'augmentation des dividendes versés s'accompagne par ailleurs d'un redressement du profit avant versement des dividendes, cette « sortie de cash » n'a pas obéré la capacité d'investir des firmes... qui auraient très bien pu emprunter pour joindre les deux bouts<sup>2</sup>. Quant à l'idée que le versement des dividendes aurait pu déprimer l'incitation à investir, même en admettant que celle-ci soit sensible aux résultats passés, on ne voit pas où elle aurait pu trouver prise, dans la mesure où les dividendes versés n'affectent pas le seul résultat qui compte : le profit... avant versement des dividendes.

Si donc l'accumulation du capital s'est trouvée déprimée du fait du retour de l'actionnaire, c'est par un tout autre canal que celui qui va des profits à l'accumulation... la relation à laquelle on songe fût-elle de type « financement » ou de type « incita-

---

exploitables sur le long terme. Ce qui déprime certainement l'incitation à investir. Sans compter le caractère de plus en plus inconstant de la demande, ainsi que les nouvelles structures de coûts liés aux produits de la société de l'information.

<sup>1</sup> Il nous semble que c'est là, sans trop vouloir schématiser, l'interprétation de Duménil et Lévy (2000). D'après eux : « le taux d'accumulation est commandé par le taux de profit retenu et la remontée du taux de profit avant versement des intérêts et dividendes, fut confisquée par la finance ».

<sup>2</sup> L'idée que les profits *financent* l'investissement aurait dû être abandonnée depuis longtemps. Les profits sont au contraire l'enregistrement comptable du fait que de l'investissement ait pu être entrepris, sans augmenter à due concurrence l'endettement.

tion ». La « bonne » séquence explicative nous semble être la suivante.

Le retour de l'actionnaire s'est bel est bien concrétisé par de nouvelles exigences de rentabilité à l'adresse des entreprises. Ces exigences se sont traduites de multiples manières<sup>1</sup>, parmi lesquelles la sélectivité accrue des projets d'investissement.

Or celle-ci n'a pas occupé la dernière place. Pour le dire en termes techniques, l'efficacité marginale des projets d'investissement éligibles s'est trouvée *ipso facto* augmentée du fait des exigences de rendement financier accrues : pour qui souhaite désormais atteindre un taux de retour sur fonds propres de 15 à 20%, il ne suffit plus en effet de sélectionner les projets d'investissement capables de « battre » le taux d'intérêt. La gamme des investissements susceptibles de souscrire à ces nouveaux seuils de rendement interne a donc été réduite. Si le retour de l'actionnaire a sa part d'explication à fournir dans le ralentissement du rythme de l'accumulation, elle se situe donc dans cet effet de sélection de l'investissement.

La force avec laquelle cet effet joue ici et là dépend bien entendu de l'issue concrète du conflit qui se noue *in situ* entre les « motivations » des actionnaires, et les « motivations » du management. La technostructure n'a pas disparu avec l'institution des soi-disant « bonnes pratiques » en matière de gouvernance des entreprises. Les buts de la technostructure, tels que les a identifiés Galbraith restent pour partie opérants : « un niveau de bénéfice assuré et un taux maximum de croissance lui permettant d'autofinancer tous les investissements nécessaires »<sup>2</sup>. Ce genre de motivation est naturellement plutôt favorable à l'investissement. Mais il est mis sous tension, et dominé dans une certaine mesure, par les objectifs des actionnaires, de retour aux affaires : des objectifs qui expriment « le type le plus pur de motivation pécuniaire »<sup>3</sup>. C'est l'état du rapport de force entre ces deux logiques (actionnariale et managériale) qui détermine la vigueur de l'effet de sélection.

Le revers (l'autre facette) de cette pression exercée en faveur d'une sélectivité accrue de l'investissement n'est autre que la nouvelle plainte des actionnaires en faveur de la « restitution du cash-flow ». Elle en est le *revers* au plan micro-

<sup>1</sup> On lira une très bonne synthèse concernant les changements stratégiques et organisationnels impulsés par « le capitalisme financier » dans Batsch (2002). Concernant les transformations induites dans le mode de mobilisation de la main d'œuvre, la référence reste Coutrot (1998).

<sup>2</sup> Galbraith (1968, p.183).

<sup>3</sup> *Ibid.*, p. 159.

économique, parce que le niveau micro est le point d'observation à partir duquel peut encore survivre l'illusion que le profit est une caisse d'or dans laquelle on puise, soit pour financer l'investissement net, soit pour verser des dividendes (comme si l'un excluait l'autre)<sup>1</sup>. La plainte de la finance est en substance : « puisque vous n'avez pas besoin de tout ces profits pour investir, restituez-nous le solde ».

C'est de cette façon que le taux de distribution des profits s'est mis à grimper en flèche. Le résultat inattendu de cette distribution accélérée de dividendes a été de soutenir les profits des entreprises, alors même que le rythme de l'accumulation était mis sous l'éteignoir<sup>2</sup>. Ceci a constitué un règlement heureux de la question des débouchés pour les capitalistes. La part du produit qui doit être vendue au delà de la simple récupération des coûts de production (pour réaliser le profit) ne pouvant plus être écoulee sous la forme de ventes de biens d'investissement, a pu trouver son débouché dans la consommation des actionnaires. Le rôle du retour de l'actionnaire aura finalement été d'impulser une substitution « en douceur », pour les propriétaires du capital, entre l'accumulation et la consommation.

Il n'est pas inutile d'insister sur le fait, pour conclure, que cette opération n'est pas le résultat d'un complot, mais le produit d'une ruse assez spectaculaire de l'histoire. Les actionnaires, pas plus que les entreprises, n'ont cherché à mettre en place ces canaux macroéconomiques par lesquels ils ont été payés en retour. Une entreprise en particulier se serait-elle lancée unilatéralement dans le versement effréné de dividendes, elle n'en aurait pas vue la couleur dans le reflux de la consommation de ses propres actionnaires<sup>3</sup>. Elle en aurait plutôt été quitte pour un accroissement net de sa dette. Ce que les institutions et les maximes du capitalisme financier sont parvenues à faire, c'est à coordonner ce mouvement de versement des dividendes, en sorte que chaque entreprise récupère en

<sup>1</sup> Alors qu'en pratique on peut procéder à l'un et à l'autre sans avoir « engrangé » de profits préalables. Le préalable d'une dépense n'est pas l'épargne, mais la mise à disposition de liquidités.

<sup>2</sup> Ainsi nous sommes d'accord avec Husson (2001) pour dire que « Le fait à expliquer – la question posée – porte sur la croissance de la plus-value non accumulée ». Mais nous ne pouvons partager l'idée que « La réponse ne peut pas être que cette croissance s'explique par celle de la sphère financière, qui est une modalité de redistribution de la plus-value. » l'effet des dividendes versés n'est pas de redistribuer de la plus-value qui existerait déjà, il est d'en créer en rendant profitable l'écoulement de la production au delà de la simple dépense des salaires.

<sup>3</sup> Sauf à due proportion de la part de sa valeur ajoutée dans le PIB...

moyenne par la demande ce qu'elle a « sorti » en dividendes<sup>1</sup>. Là encore, non par volonté démiurgique de coordonner : c'est au contraire la concurrence féroce entre les fonds de collecte de l'épargne disséminée, pour offrir le meilleur rendement à leurs souscripteurs, qui a généralisé ce type de politique de versement de dividendes. La ruse de l'histoire a donc opéré à deux niveaux. D'un côté, la concurrence entre les fonds de collecte de l'épargne disséminée a coordonné le mouvement de distribution des dividendes jusqu'au point de réaliser l'incroyable : faire agir les capitalistes en tant que classe alors que la concurrence entre les capitaux a rarement été aussi sévère. De l'autre côté, les actionnaires ont été payés par effet de composition macroéconomique pour ce qu'ils recherchaient au niveau micro : une amélioration de la rentabilité de « leur » entreprise.

Il conviendrait de s'interroger pour finir sur la viabilité de ce modèle. La récession de ces trois dernières années ne suffit évidemment pas à en prédire la fin. On peut même défendre l'idée que la pratique de distribution accélérée des dividendes joue en quelque sorte le rôle de stabilisateur automatique pour les profits en période de récession. En témoigne les taux de plus de 100% constatés aux USA pour les années 2001 et 2002. Ceci s'explique par le fait que les profits de l'année  $t$  servent de base de calcul au paiement des dividendes à l'année  $t+1$ . Si la situation se dégrade durant l'année  $t+1$ , la consommation des dividendes versés sur la base des résultats de l'année  $t$  soutient la rentabilité globale des entreprises en  $t+1$ , évitant le plongeon. Mais ceci est très conjoncturel.

Si le modèle du capitalisme consommatoire<sup>2</sup> devait faire preuve d'une certaine stabilité interne, cela viendrait de ce que l'opérateur de substitution consommation-investissement est sans limite théorique. Le multiplicateur de profit (équation 12) est en effet très plastique. Le taux de distribution des dividendes peut, sans générer de contradiction, s'approcher en longue période de 99% des profits enregistrés. De même, la propension à consommer des capitalistes peut-elle s'approcher sans problème de 100%<sup>3</sup>. La valeur du multiplicateur serait alors quasiment infinie. Il n'y a donc pas de contradiction

interne à ce régime d'accumulation, qui voit se développer le profit sans l'accumulation.

Mais l'absence de contradiction interne ne signifie pas « stabilité structurelle ». La « volatilité » des paramètres ( $\mu$  et  $d$ ) qui déterminent les conditions de son bouclage macroéconomique le rend fragile. Que le taux de versement des dividendes vienne à baisser subitement (suite à quelques mauvais résultats semestriels et à une remontée de l'endettement), ou que la propension à consommer les dividendes vienne à fléchir (suite à l'effondrement des bourses), et la rentabilité du capital peut s'effondrer. Ce qu'à Dieu ne plaise...

<sup>1</sup> Moins l'épargne constituée sur ces dividendes.

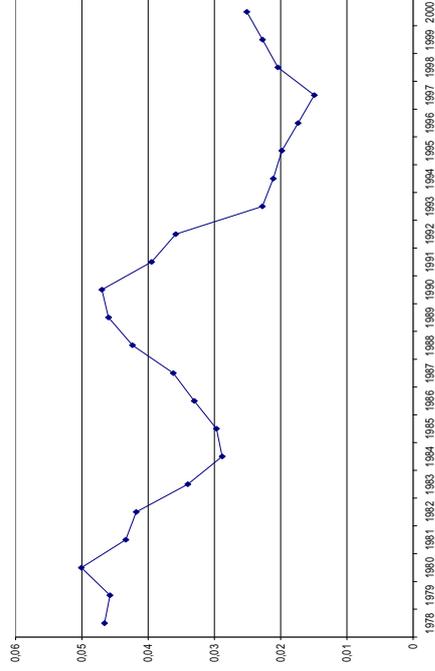
<sup>2</sup> Ce terme nous semble bien plus opportun que celui de « régime de croissance patrimonial » (Aglietta, 1999), à l'heure où il est de moins en moins question pour les capitalistes d'accumuler du patrimoine (le rythme de l'accumulation est en baisse tendancielle) et de plus en plus question de consommer.

<sup>3</sup> Hypothèse qui devient moins extravagante qu'il y paraît à mesure que le système de retraite des salariés repose sur la consommation des profits par les retraités (à travers la montée en puissance de la capitalisation).

## France (1978-2000)

### Taux d'accumulation du capital dans les entreprises non financières (France)

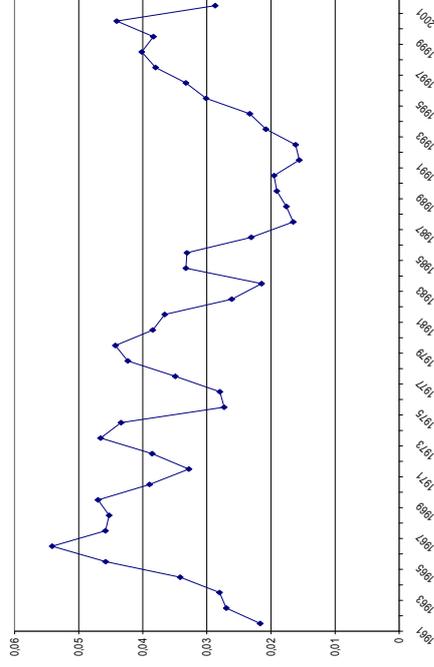
(Formalton nette de capital fixe/actifs fixe)



## Etats-Unis (1960-2002)

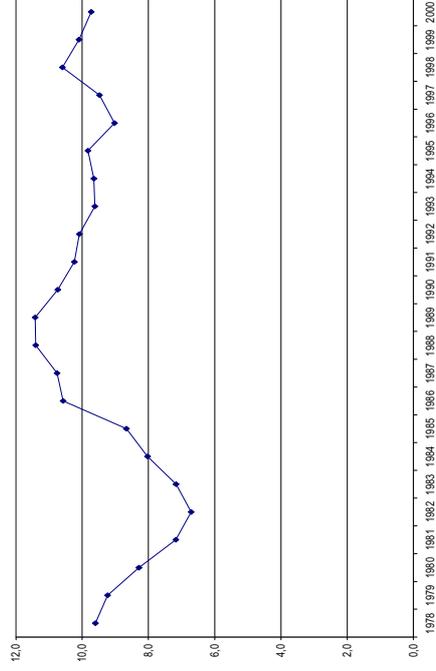
### Taux d'accumulation du capital dans les sociétés non financières (USA)

(Taux de croissance du stock de capital fixe calculé à partir d'indices de quantités)



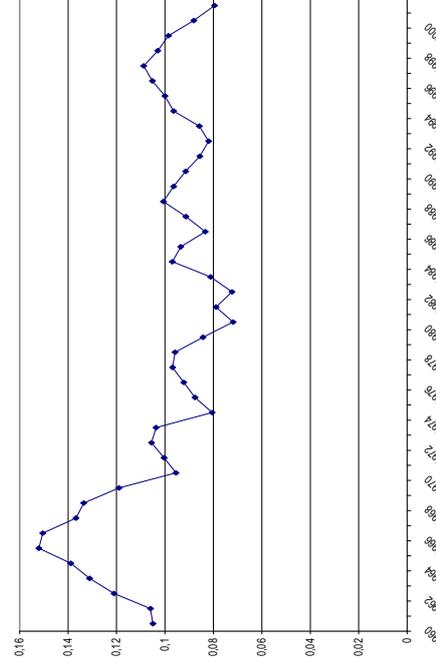
### Rentabilité économique des entreprises non financières (France)

(Excédent net d'exploitation sur actifs fixes en %)

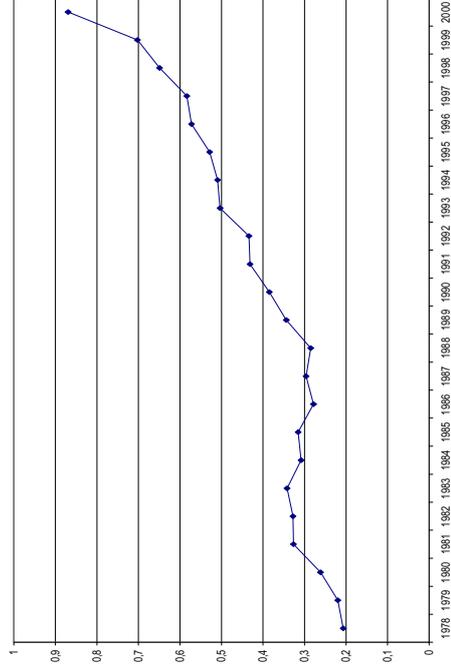


### Rentabilité économique des sociétés non financières (USA)

(Corporate profits with inventory valuation and capital consumption adjustment + net interests)/Fixed assets



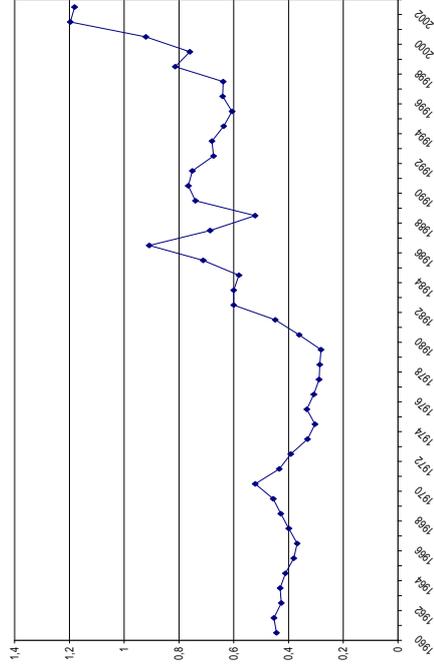
Dividendes versés rapportés à l'ENE des sociétés non financières (France)



Source : INSEE. (Calculs : par nos soins)

Part des dividendes versés dans le profit net après impôts des sociétés (USA)

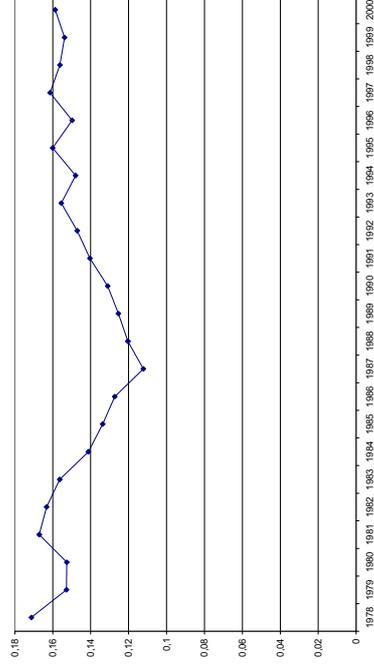
(y compris sociétés financières)



Source : BEA. (Calculs : par nos soins)

France  
(1978-2000)

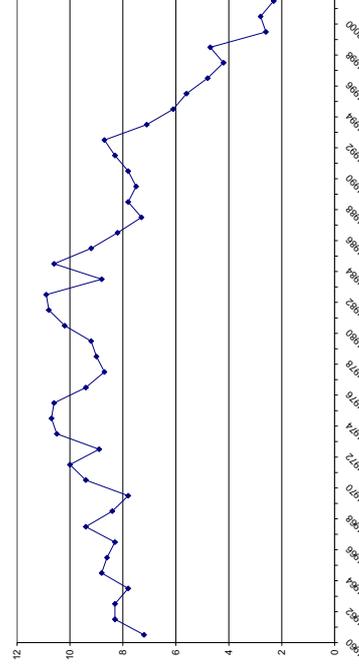
Taux d'épargne des ménages (France)



Etats-Unis  
(1960-2002)

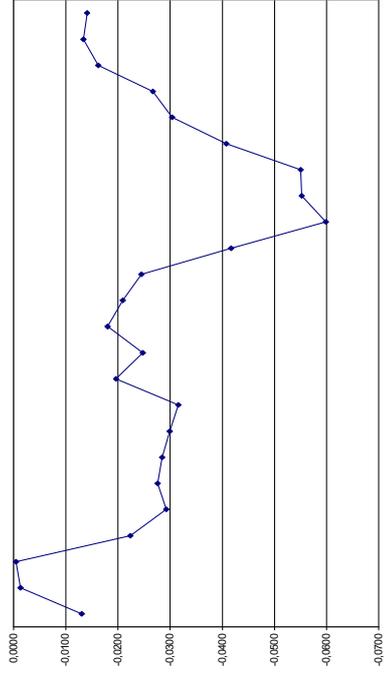
Taux d'épargne des ménages (USA)

(en % du RDB)



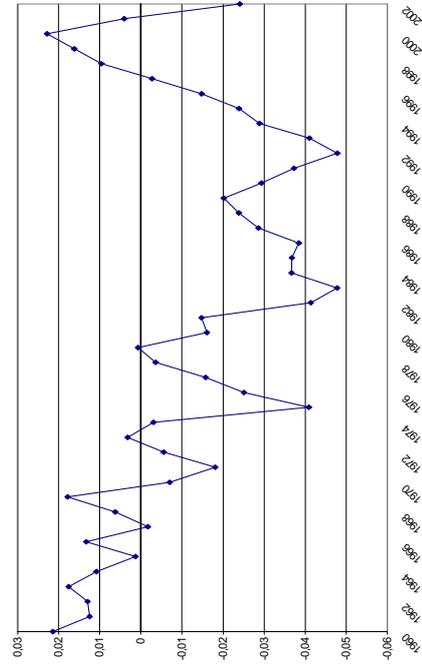
**Solde des budgets publics (France)**

*(Rapporté au PIB)*



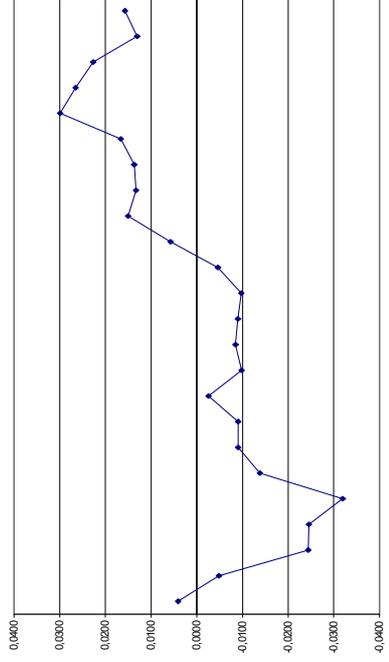
**Solde des budgets publics (USA)**

*(en % du PIB)*



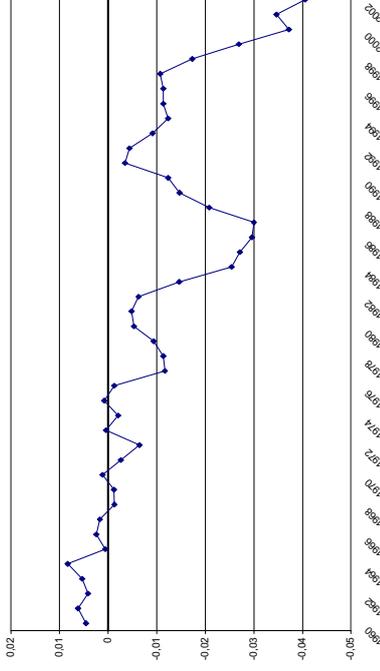
**Solde des échanges extérieurs (France)**

*(Rapporté au PIB)*



**Solde des échanges extérieurs (USA)**

*(Rapporté au PIB)*



Source : INSEE. (Calculs : par nos soins)

Source : BEA. (Calculs : par nos soins)

- ASKENAZY P. (2003), Partage de la valeur ajoutée et rentabilité du capital en France et aux Etats-Unis. Miméo, CEPREMAP.
- AGLIETTA M. (1999), Les transformations du capitalisme contemporain. in : *Capitalisme et socialisme en perspective. Evolutions et transformations des systèmes économiques*, sous la dir. de Chavance B., Magnin E., Motamed-Nejad R. et J. Sapir. Paris : La découverte, p. 275-292.
- BATSCH L. (2002), *Le capitalisme financier*. Paris : La découverte.
- BONNET X., E. DUBOIS (1995), Peut-on comprendre la hausse imprévue du taux d'épargne des ménages depuis 1990 ? *Economie et Prévision*, n°121, 39-51.
- BOWLES S., R. BOYER (1995), Wages, aggregate demand, and employment in an open economy: an empirical investigation. In A. Epstein and H. M. Gintis (eds.), *Macroeconomic Policy after the Conservative Era*, Cambridge, UK : Cambridge University Press, 143-171.
- BOYER R. (2000), Is a financed-led growth regime a viable alternative to Fordism ? A preliminary analysis. *Economy and Society*, 29-1, 111-145.
- CETTE G., A. SYLVAIN (2001), Partage primaire du revenu et rendement du capital : quelques repères empiriques pour plusieurs grands pays industrialisés. *Bulletin de la Banque de France*, n°93, 73-89.
- COUTROT T. (1998), *L'entreprise néo-libérale, nouvelle utopie capitaliste ?* Paris : La découverte.
- DUMENIL G., D. LEVY (2000), *Crise et sortie de crise. Ordres et désordres néolibéraux*. Paris : PUF.
- GALBRAITH J.K. (1968), *Le Nouvel Etat industriel, essai sur le système économique américain*. Paris : Gallimard.
- GIRAUD P.-N. (2001), *Le commerce des promesses. Petit traité sur la finance moderne*. Paris : Seuil.
- HOUZOT C., BAUDCHON H., MATHIEU C., F. SERRANITO (2000), Plus-values, consommation et épargne. Une estimation de l'effet richesse aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. *Revue de l'OFCE*, n°73, p. 197-240.
- HUSSON M. (2001), *Le grand Bluff capitaliste*. Paris : La Dispute.
- HUSSON M. (2001), Années 70 : la crise et ses leçons. in : *Crises structurelles et financières du capitalisme au 20<sup>e</sup> siècle*, Husson M., Joshua I., Tous-saint E., Zerbato M. édés. Paris : Syllepse.
- KALECKI M. (1933), *Essay on the Business Cycle Theory*. Trad. anglaise de "Proba teorii koniunktury". Warsaw : Instytut Badania Koniunktur Gospodarczych i cen, in *Collected Works of Michal Kalecki*, Vol. I, Oxford: Clarendon Press 1990, 65-108.
- KALECKI M. (1937), A Theory of Commodity, Income and Capital Taxation, *Economic Journal*, 47/3, 444-50. Repris in, *Collected Works of Michal Kalecki*, Vol. I, Oxford: Clarendon Press 1990, p.319-325.
- KALECKI M. (1939), *Essays in the Theory of Economic Fluctuations*, London, Allen & Unwin. Repris in Kalecki M., *Collected Works*, Vol. I, Oxford: Clarendon Press 1990, p.231-318
- KALECKI, M. (1943), *Studies in Economic Dynamics*, London, Allen and Unwin. Repris in *Collected Works of Michal Kalecki*, Vol. II, Oxford: Clarendon Press, 1990, pp.117-90.

- KALECKI M. (1954), *Theory of Economic Dynamics: An Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economy*. London, Allen and Unwin. Repris in *Collected Works of Michal Kalecki*, Vol. II, Oxford: Clarendon Press, 1990, pp.205-348.
- KEYNES J.M. (1936), *Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie*. Trad. fr. : Jean de Largentaye, Paris : Payot, 1968.
- KLEINPETER M.-C., PASSET O., R. DU TERTRE (2002), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*. Rapport pour le Commissariat Général du Plan. Paris : La Documentation Française.
- MARGLIN S.A. (1984), *Growth, Distribution and Prices*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- PASINETTI L. (1974), The rate of profit in an expanding economy. In *Growth and Income Distribution: Essays in Economic Theory*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- POTERBA J.M. (1997), The rate of Return to Corporate Capital and Factor Shares: New Estimates Using Revised National Income Accounts and Capital Stock Data. NBER, Working Paper 6263.
- ROBINSON J. (1966), Kalecki and Keynes. In *Economic Dynamics and Planning: Essays in Honour of Michal Kalecki*, Oxford: Pergamon, 335-41.
- ROBINSON J. (1970), Harrod After Twenty-One Years. *Economic Journal*, September. Repris in *Collected Economic Papers*, Vol. IV. Oxford: Basil Blackwell, 1973.
- SKIDELSKY R. (1992), *John Maynard Keynes*, vol. 2. London: Macmillan.
- SYLVAIN A (2001), Rentabilité et profitabilité du capital: le cas de six pays industrialisés. *Economie et Statistique*, n°341-342, 129-152.