

Un réexamen de la financiarisation de l'économie et de la stabilité de la croissance fondé sur la théorie de la firme de Wood

Laurent Cordonnier et Franck Van de Velde*

Avril 2010

Résumé

Nous proposons d'étudier les conséquences de la financiarisation de l'économie et la stabilité de l'équilibre de long terme en fondant nos analyses sur la théorie postkeynésienne de la firme proposée par A. Wood. A partir de ces fondements microéconomiques, on dispose d'une relation de codétermination entre le taux de marge et le taux d'accumulation – là où les modèles postkaleckiens ne conçoivent qu'une relation univoque – qui clarifie autant qu'elle simplifie l'analyse des conséquences macroéconomiques de l'augmentation du pouvoir des actionnaires sur les firmes et l'analyse des propriétés dynamiques de l'équilibre de long terme. Les convictions qui s'en dégagent deviennent plus tranchées : la financiarisation est clairement préjudiciable à la croissance, dans un environnement fondamentalement instable résultant de la composition des politiques de prix et d'accumulation des grandes firmes cotées.

Mots clés : financiarisation, théorie de la firme, accumulation du capital, dividendes, stabilité

JEL classification : E12 ; E22 ; E32 ; D21 ; D43; G32; O16.

* Université Lille 1 (CLERSE, UMR 8019–CNRS). Adresse: Laurent Cordonnier et Franck Van de Velde, Faculté des sciences économiques et sociales, USTL, 59655 Villeneuve d'Ascq cedex, France.
E-mail : Laurent.Cordonnier@univ-lille1.fr

Un réexamen de la financiarisation de l'économie et de la stabilité de la croissance fondé sur la théorie de la firme de Wood

Laurent Cordonnier et Franck Van de Velde

“Here is the problem. The task of deciding how resources should be allocated is not fulfilled by the market but by the great corporations who are in charge of the finance for development” (Robinson, 1977)

1. Introduction

Les modèles post-kaleckiens de croissance et de répartition développés depuis une vingtaine d'années¹ se sont révélés particulièrement accueillants et efficaces pour prendre en compte dans la théorie économique les différents aspects de la financiarisation du capitalisme. Ils ont largement contribué à tirer au clair les conséquences plausibles – sur l'accumulation du capital (ou la croissance), la rentabilité du capital (et la répartition des revenus) ainsi que sur la stabilité économique et financière – des transformations institutionnelles et comportementales qui ont façonné le régime d'accumulation financiarisé.

L'un des aspects les plus intéressants de ces très nombreux travaux consacrés à la financiarisation, dont Hein et van Treeck (2010) ont proposé récemment une mise en ordre systématique, est qu'ils ont progressivement fait remonter à la surface ce que l'on pourrait appeler « la théorie postkeynésienne de la firme »... bien que cette théorie ne soit pas d'un seul bloc, mais fasse plutôt référence à une généalogie de travaux qui passe principalement par Galbraith (1968), Eichner (1973, 1976), Kaldor (1966), Wood (1975), Harcourt et Kenyon (1976). C'est dans sa version pratiquement canonisée par Lavoie (1992), présentant lui-même son interprétation de Wood (1975), que cette théorie postkeynésienne de la firme (TPKF) s'est trouvée reprise dans les années plus récentes par des auteurs comme Stockhammer (2004, 2005-6), Cordonnier et Van de Velde (2008), Dallery et Treeck (2008), Hein et Treeck (2008), Dallery (2009). Ces derniers ont vu dans la théorie de Wood un moyen de fonder microéconomiquement certains traits caractéristiques du capitalisme financiarisé, en particulier les tendances (concomitantes) au ralentissement de l'accumulation du capital, à l'augmentation de la part des profits, et à la croissance de la distribution des profits. Sur les raisons de ce retour en grâce de la TPKF et concernant son opportunité il n'y a donc pas trop lieu de s'interroger. La référence à la TPKF permet de conforter certaines intuitions concernant l'issue du conflit entre les propriétaires des firmes et le management (Crotty, 1990), pour en inférer des causalités qui seront reprises au sein des modèles

¹ En suivant Lavoie (2004), on peut faire remonter l'inspiration de ces modèles aux travaux de Steindl (1952), portant sur le caractère « stagnationniste » d'une économie dominée par la concurrence oligopolistique ; les premières modélisations étant l'œuvre de Del Monte (1975), Rowthorn (1982), Dutt (1990) et Taylor (1991). Blecker (2002) a réalisé un survey très complet et très éclairant des modèles post-kaleckiens de croissance. Lavoie (2008) et Allain (2008) ont depuis proposé deux autres synthèses, la première centrée sur les questions de stabilité, la seconde sur le débat « profit-led » versus « wage-led ». Ces questions figurent en bonne place dans l'ouvrage collectif dirigé par Setterfield (2008).

macroéconomiques, en étant intégrées aux grandes fonctions de comportement (épargne et investissement).

Ce qui devrait être questionné assez longuement, selon nous, est la manière dont s'effectue, dans ces analyses, la jonction entre les fondements microéconomiques apportés par la TPKF et la conception de la dynamique macroéconomique (fournie jusqu'ici par le modèle post-kaleckien de croissance) censée accueillir ces considérations renouvelées sur le comportement des firmes. L'objet de cet article n'est toutefois pas d'entreprendre une recension critique de ces problèmes de jonction (ou d'articulation micro-macro)... il est plutôt de proposer une autre manière de concevoir cette jonction, en modifiant l'ordre des priorités. Nous ne nous demandons pas comment certains éléments de la TPKF peuvent venir enrichir le modèle post-kaleckien de croissance et de distribution, en pratiquant quelques greffes sélectionnées, nous nous demandons à l'inverse comment la TPKF, une fois mise au centre de l'analyse, et prise tout d'un bloc, renouvelle notre conception de la dynamique macroéconomique... laquelle n'est plus nécessairement, de ce fait, post-kaleckienne. Procéder ainsi, comme on va le voir, permet de simplifier quelque peu les analyses concernant, d'une part, les effets de la financiarisation de l'économie et, d'autre part, sa stabilité dynamique. Ceci a également le mérite, on l'espère, de rendre plus tranchantes les convictions qui en découlent : la financiarisation s'en trouve plus nettement responsable de la diminution du taux de croissance d'équilibre, et cet équilibre est lui-même intrinsèquement instable.

Même si ce n'est pas l'objet principal de cet article, il faut dire quelques mots tout de même du caractère insatisfaisant, en l'état actuel, de la manière dont s'est opérée cette jonction, étant donné que c'est ce qui justifie la nouvelle tentative proposée ici. Les problèmes posés nous semblent être les suivants :

i) La formulation généralement retenue pour traduire la contrainte d'expansion de la firme, empruntée à Lavoie (1992), prétend pouvoir faire figurer sur une même courbe les raisons qui détendent la contrainte d'expansion de la firme et les raisons qui la durcissent. Ceci donne à la contrainte d'expansion, reliant le taux de marge (ou le taux de profit) et le taux d'accumulation, une forme en cloche, là où il faudrait distinguer les effets de l'investissement de capacité (déplacement sur la courbe) et les effets de l'investissement de rentabilité (déplacement de la courbe elle-même). Selon que l'on adopte l'une ou l'autre version – en cloche ou en déplacements – on n'obtiendra pas, on s'en doute, la même fonction d'investissement, censée représenter au plan macroéconomique l'agrégation des comportements des firmes.

ii) Les traitements qui sont proposés, par les différents auteurs, du conflit d'objectifs entre les actionnaires et les managers laissent à penser qu'il pourrait exister plusieurs manières d'intégrer ce conflit au sein de la théorie de la firme. Or ces manières différentes sont pour partie contradictoires : elles se présentent soit sous l'angle de la sélection d'une stratégie d'expansion plus « court-termiste » de la part des firmes, sous l'effet de la domination des préférences actionnariales, soit sous l'angle du durcissement de la contrainte financière lié au surcroît des exigences actionnariales. Dans le premier cas, l'accumulation de ressources financières au-delà du besoin de financement de l'investissement – une fois contentées les exigences des actionnaires et des prêteurs – est un peu mystérieuse. Le point de vue adopté ici est de faire reposer intégralement l'enjeu du conflit d'objectifs sur le taux de distribution des profits.

iii) Dans les modélisations récentes, les éléments de la financiarisation de l'économie qui sont dérivés de la théorie de la firme sont ensuite agglomérés aux modèles post-kaleckiens de croissance, dont ils viennent modifier ou compléter la formulation, sans que l'impact sur la structure de ces modèles soit véritablement pris en compte. Du coup, la référence à la théorie de la firme fait plutôt figure d'illustration, pour justifier la prise en compte de tel ou tel effet dans un modèle préexistant, au lieu de constituer la voie d'une remise en ordre procédant

d'une articulation cohérente entre le micro et le macro. L'une des raisons pour cela est peut-être que les auteurs à l'initiative de la résurgence de la théorie de la firme ne sont pas prêts à en assumer toutes les conséquences sur la conception des processus macroéconomiques que cela implique... en particulier au sujet de l'instabilité dynamique qui en résulte.

Nous expliciterons d'abord les fondements micro économiques de notre modèle (2.), avant d'en développer les implications macroéconomiques (3.). Par fondements microéconomiques, nous entendons essentiellement le comportement des firmes en matière de prix et d'investissement. Ces comportements sont déterminés par deux espèces de contraintes : contrainte financière (2.1.) et contrainte concurrentielle (2.2.). L'analyse des comportements de prix et d'investissement, qui est directement inspirée de A. Wood (1975), débouche sur un renouvellement de la conception de la concurrence (2.3.) dans le cadre de laquelle l'investissement de rentabilité devient la principale variable d'action des firmes (2.4.). L'étude de la macrodynamique du modèle est centrée autour de deux questions posées par la financiarisation de l'économie. On commence par se demander si la finance est prédatrice, en analysant les effets sur l'activité d'une augmentation du taux de distribution des profits (3.1.). On se demande ensuite si la source de l'instabilité chronique du capitalisme se situe dans la sphère financière ou au cœur de l'économie productive (3.2.).

2. Fondements microéconomiques de la macroéconomie post keynésienne : politiques de prix et d'investissement des firmes

Selon A. Wood, chaque firme détermine conjointement la part du profit dans la valeur de son produit et son taux d'accumulation sous deux contraintes : une contrainte de financement selon laquelle plus d'accumulation nécessite plus de profit, et une contrainte concurrentielle selon laquelle plus de profit se paie de moins de croissance.

2.1. La contrainte financière

Au niveau macro économique, l'investissement assure son propre financement, sous forme de profits conservés par les firmes et d'épargne des ménages. Cela ne dispense évidemment pas chaque entreprises d'assurer le financement de son propre investissement. Une firme ne peut envisager d'investir sans planifier le financement de son investissement. Cette contrainte financière s'exprime sous la forme d'une relation entre taux d'investissement et part du profit dans la valeur du produit, prenant en compte les exigences des actionnaires et la limitation des possibilités de financement externe.

Plus précisément, l'entrepreneur j détermine la part du profit dans la valeur de son produit (π_j) de façon à ce que le financement de son investissement soit assuré lorsque l'équipement est normalement utilisé (au taux u_{jn}), compte tenu des exigences des actionnaires (d_j) et des possibilités de financement par emprunt (x_j)². Ce comportement de prix est exprimé par la formule suivante :

$$\pi_j = \frac{i_j \cdot (1 - x_j)}{u_{jn} \cdot (1 - d_j)} \quad (F1)$$

² A. Wood (1975, p 17) exprime ce principe de la détermination de la part du profit par le taux d'investissement dans les termes suivants : « The central principle of this theory is that the amount of profits which a company plans to earn is determined by the amount of investment that it intends to undertake. »

Formule qui peut aussi s'écrire sous la forme :

$$\pi_j \cdot u_{jn} \cdot (1 - d_j) = i_j \cdot (1 - x_j) \quad (F2),$$

expression de l'égalité de la capacité d'auto financement anticipée et du besoin d'auto financement planifié.

Parmi les termes intervenant dans l'expression de la contrainte financière, Il faut distinguer entre paramètres, variables d'action et valeurs cibles des variables financières.

- u_{jn} : le taux d'utilisation normal de la capacité de production est un paramètre considéré ici comme donné, mais résultant d'un arbitrage intervenu préalablement entre coûts et avantages de l'existence de réserves de capacité. L'entrepreneur l'établit à un niveau ni trop faible, pour éviter une immobilisation inutile et coûteuse de capital productif, ni trop élevé, de façon à pouvoir faire face aux augmentations imprévues de la demande par des augmentations de la production sans hausse excessive des coûts, de sorte qu'en maintenant son prix, l'entrepreneur maintient sa marge³.

Deux variables d'action.

- π_j représente la part du profit *effectivement* intégré par l'entrepreneur dans la valeur de son produit⁴. Il s'agit d'une variable d'action dans la mesure où l'entrepreneur post keynésien est « price maker ».

- i_j représente également le taux d'investissement *effectivement* mis en oeuvre par la firme.

L'investissement est ici rapporté à la capacité de production. Dans la cas où la totalité de l'investissement est du type extensif, le taux d'investissement peut être décomposé de la façon

suivante : $i_j \equiv \frac{\Delta K_j}{CP_j} = \frac{\Delta CP_j}{CP_j} \cdot \frac{\Delta K_j}{\Delta CP_j} \equiv g_j \cdot k_j$, formule dans laquelle k_j représente le

coefficient marginal de capital, considéré comme un paramètre technique, et g_j le taux de croissance de sa capacité de production souhaité par la firme, correspondant au taux de croissance anticipée de ses ventes.

Tandis que π_j et i_j représentent des valeurs *effectives* décidées et mises en oeuvre par

l'entrepreneur, les valeurs des variables financières x_j et d_j sont des valeurs-cibles

simplement *souhaitées*, valeurs qui ne seront réalisées que si les anticipations de progression des ventes sont confirmées, c'est-à-dire si la capacité de production est effectivement normalement utilisée. Si la progression des ventes se révèle meilleure que prévue, le taux d'utilisation de la capacité de production sera supérieur à sa valeur normale, la part des profits distribués dans le profit total sera inférieure à d_j et la part de l'investissement financé par emprunt inférieure à x_j (à moins que l'entreprise n'en profite pour accumuler des réserves financières). En cas de déception des anticipations de croissance, la valeur effective de la part des profits distribués se révélera supérieure aux souhaits des entrepreneurs, de même que le taux de financement externe de l'investissement (à moins qu'une part de ce financement ne soit assurée par réduction des réserves financières). Ce sont ces divergences entre valeurs cibles et valeurs effectives qui déterminent le mouvement économique.

³ Le maintien d'une réserve de capacité inutilisée fonctionne aussi pour chaque firme comme une barrière à l'entrée sur son marché.

⁴ Il existe une relation bien définie entre part du profit dans la valeur du produit et taux de marge (μ). Dans la version la plus simple de la politique de prix des firmes, la relation est la suivante : $\mu = \pi / (1 - \pi)$

Deux paramètres financiers

- d_j : la valeur cible du taux de distribution des profits est déterminée par un arbitrage entre distribution immédiate et garantie de dividendes d'un côté, et croissance anticipée de la valeur des actions associée à la croissance de la firme de l'autre, arbitrage rendu conjointement par les managers et les actionnaires. L'exigence de distribution des profits des actionnaires est en quelque sorte l'expression de leur « préférence pour la liquidité ».
- x_j : la valeur cible du taux de financement externe de l'investissement résulte de la mise en balance du coût et des risques de l'emprunt d'un côté, et de l'avantage qu'il offre de permettre une croissance de la firme sans augmentation des fonds propres, de l'autre.

Si dans la formule (*FI*) on remplace les variables financières et le taux d'utilisation par leurs valeurs *effectives ex post*, on obtient une égalité comptable qui signifie simplement qu'à partir du moment où il a eu lieu, l'investissement a forcément été financé d'une manière ou d'une autre. Mais les valeurs des variables financières et du taux d'utilisation qui figurent dans (*FI*) sont des valeurs *visées* par l'entrepreneur. La formule elle-même exprime alors la détermination de la part du profit dans le prix du produit par le taux d'investissement mis en œuvre, pour des valeurs déterminées des variables financières.

D'après la contrainte financière, les valeurs du taux de distribution du profit et du taux de financement externe de l'investissement ayant été déterminées par la confrontation des points de vue des managers d'un côté, et des actionnaires et créanciers de l'autre, la firme ne peut envisager d'accélérer son accumulation sans augmenter la part du profit dans le prix de son produit dans la même proportion. Inversement, une accélération de l'accumulation sans modification du taux de marge n'est possible que si la contrainte financière est desserrée, par diminution du taux de distribution des profits et/ou augmentation du taux de financement externe de l'investissement.

Une seule relation entre prix et investissement ne suffit cependant pas, il en faut une seconde pour déterminer le comportement de la firme, c'est-à-dire les valeurs optimales de π_j et i_j . C'est ici que la contrainte concurrentielle entre en jeu. La contrainte financière signifie qu'une accélération de l'accumulation requiert une hausse du taux de marge. Cela signifie-t-il que la firme peut investir autant qu'elle le souhaite à condition d'augmenter suffisamment sa marge ? Evidemment pas. La contrainte de la concurrence fait que plus de profit se paie de moins de croissance et donc de moins d'investissement de capacité.

2.2. Contrainte financière et contrainte concurrentielle

La contrainte financière définit la valeur minimale de la part du profit nécessaire au financement d'un taux d'investissement donné, compte tenu des contraintes imposées par les actionnaires et les créanciers aux managers. La contrainte concurrentielle définit de son côté la valeur maximale de la part du profit autorisée par le taux de croissance des ventes (g) associé au taux d'investissement $i = g.k$. Selon la contrainte financière, plus d'investissement exige plus de profit, et selon la contrainte concurrentielle, plus de croissance impose moins de profit. La marge de manœuvre de l'entrepreneur est donc circonscrite par les exigences des rentiers d'un côté, et la pression de la concurrence, de l'autre.

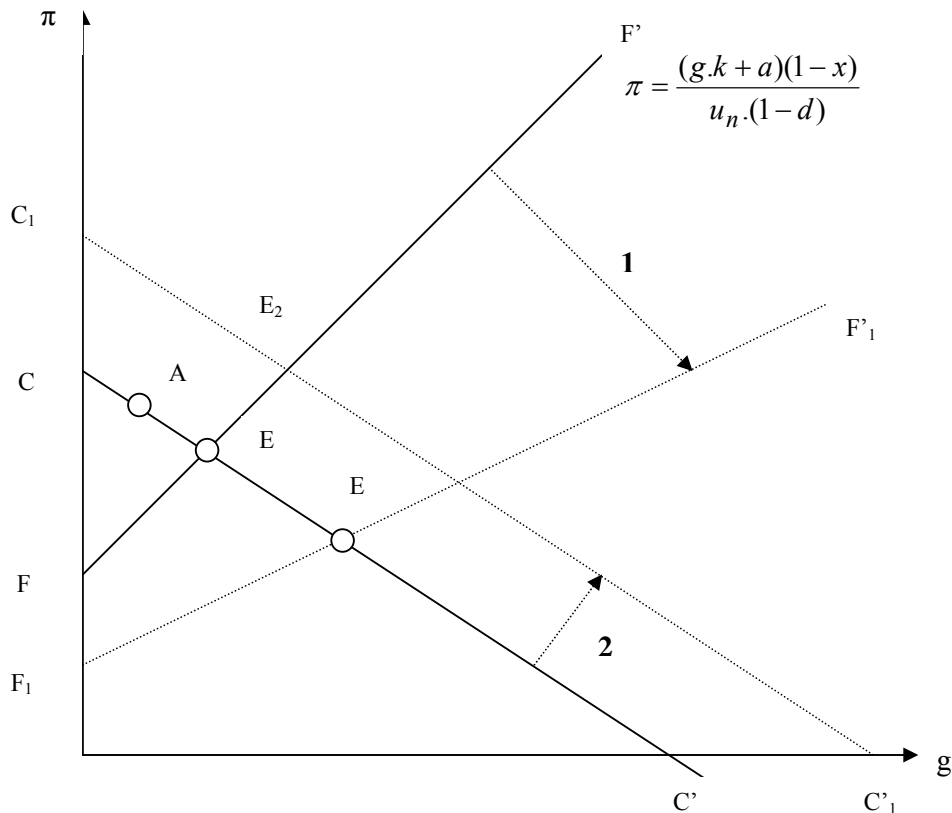
Comme son nom l'indique, la seconde contrainte correspond à la pression de la concurrence que chaque entreprise subit sur le marché des biens. Du fait de cette concurrence, pour chaque firme, plus de croissance se paie de moins de profit (plus exactement, d'une réduction de la

part du profit dans le prix du produit), ou plus de profit de moins de croissance⁵. Plus explicitement, pour accélérer la croissance de ses ventes, une firme doit proposer des produits améliorés plus coûteux à produire et/ou à un prix moindre et/ou développer ses efforts pour vendre⁶. Ces solutions, qui ne sont pas mutuellement exclusives, se traduisent toutes par une réduction de la marge de profit.

On peut proposer une représentation graphique du jeu des deux contraintes, aboutissant à la détermination du taux de marge et du rythme d'accumulation au niveau de la firme.

⁵ La contrainte concurrentielle, qui met en relation taux de marge et taux de croissance attendue des ventes, peut être considérée comme l'équivalent dynamique de la notion statique de fonction de demande à la firme.

⁶ Wood (1972, p. 65) qualifie de « selling policy » une combinaison déterminée (produits, prix, dépenses de promotion): «Specifically, the growth of demand for a firm's products over any long period is determined by its choice of product mix (including its product innovations), by the quality of its products, by the price level it sets and by the extent of its advertising and promotion expenditures of all kinds..» Wood poursuit en explicitant l'influence de la « selling policy » sur le taux de marge : « The firm's selling policy not only determines the rate of growth of demand for its products ; it also exerts a major influence on the size of its profit margin. [...] One obvious way in which this occurs is through the choice of price levels [...]. Similarly, the firm's selling policy will largely determine its unit costs; its choice of product mix and of quality levels will affect its production costs, the scale of its advertising and promotion efforts will affect its selling costs, and the extent to which it introduces new products will affect the level of its development expenditures. Other things being equal, of course, the higher the firm's unit costs, the lower will be its profit margin.» (ibid.).



Graphique 1 : Détermination du taux de marge et de la croissance de la capacité de production par les contraintes concurrentielle (CC') et financière (FF') avec investissement de rentabilité donné (a).

1. Déplacement de la CF correspondant à une augmentation du taux de financement externe et/ou une diminution du taux de distribution des profits. Pour une même valeur du taux d'accumulation, la part du profit requise par le financement de l'investissement est réduite. L'équilibre se déplace de E en E_1 caractérisé par plus de croissance et moins de profit.
2. Déplacement de la CC correspondant à une amélioration de la compétitivité de la firme considérée et/ou à une accélération de la demande globale. Une croissance supérieure de la demande peut être obtenue avec un même taux de marge. L'équilibre se déplace de E en E_2 caractérisé par plus de croissance et plus de profit.

La contrainte concurrentielle est représentée par une « courbe des possibles »⁷ (CC') décroissante dans le plan (g, π) . La place de la courbe des possibles dans le plan (g, π) est déterminée par la « compétitivité » relative de la firme, sa place dans la hiérarchie concurrentielle d'une part, et par le taux de croissance de la demande globale d'autre part. En d'autres termes, la valeur de g_j associée à une valeur donnée de π_j peut augmenter pour deux

⁷ L'« opportunités frontiers » de A. Wood (chap. III, § 3.2, pp. 63-72).

raisons : amélioration de la compétitivité de la firme au détriment de ses concurrents⁸, ou accélération de la demande globale. Le « trade off » croissance profit se traduit par l'exclusion de tous les couples (g, π) situés au-dessus de la courbe des possibles. Quant aux couples situés en dessous de CC' , ils correspondent à des « selling policies » inefficaces. Le couple (profit, croissance) optimal doit donc se situer sur la courbe CC' .

La contrainte financière est représentée par la droite FF' dont la place dans le plan est déterminée par les valeurs des paramètres financiers (d et x) et du taux d'investissement de rentabilité ($i_r = a$, considéré pour l'instant comme une donnée). Tous les couples (profit, croissance) situés en dessous de FF' correspondent à des stratégies financièrement hors d'atteinte.

La combinaison des deux contraintes fait donc que la couple optimal (g^*, π^*) est forcément situé sur la portion (EC) de la courbe des possibles. Reste à expliquer pourquoi le couple optimal se situe au point E, plutôt qu'en un point tel que A.

Nous avons vu que la valeur du taux de distribution des profits qui figure dans l'équation (FI) de la frontière financière était le résultat d'un arbitrage entre distribution immédiate et assurée de dividendes d'un côté, et croissance anticipée de la valeur des actions associée à la croissance de la firme de l'autre, arbitrage rendu conjointement par les actionnaires et les managers. Quant à la valeur du taux de financement externe de l'investissement qui figure dans la même équation, elle résulte d'une mise en balance par les managers du coût et des risques du financement externe d'un côté, et de l'avantage qu'il représente de permettre une croissance sans accroissement des fonds propres (effet de levier), de l'autre. Ces deux dilemmes ayant été tranchés au préalable, en fonction de la « préférence pour la liquidité » des actionnaires et de l'aversion pour le risque des créanciers et des gestionnaires, quel autre objectif reste-t-il en propre aux managers que la maximisation de la croissance, qui constitue en quelque sorte le mandat que les propriétaires leur ont confié, après s'être « servis » ?

L'entrepreneur cherche finalement à faire le maximum de croissance avec le profit que lui permet la concurrence et que lui laissent les actionnaires, en exploitant au mieux les possibilités de financement externe. C'est la raison pour laquelle l'optimum de notre problème se situe bien au point E. En un point tel que A, le profit planifié par l'entrepreneur serait supérieur au besoin d'auto financement associé à l'investissement souhaité. Cela correspondrait à l'accumulation de réserves financières dont on ne voit pas quel pourrait être l'utilité⁹.

⁸ Le degré de monopole au sens de Kalecki (1939) constitue une mesure de la compétitivité de la firme. La compétitivité d'une firme s'améliore toujours au détriment d'autres firmes, et le degré de monopole est une notion par essence relative. C'est la raison pour laquelle il nous semble délicat de concevoir un degré moyen de monopole au niveau de l'économie tout entière. Une augmentation du degré moyen de monopole signifierait que la compétitivité de chaque firme s'est améliorée ou qu'il y aurait des gains de compétitivité pour certaines non compensés par des pertes de compétitivité pour d'autres. Comment cela est-il possible, si une firme ne peut améliorer sa compétitivité qu'au détriment des autres firmes. C'est comme si l'on disait que la compétitivité de tous les pays s'est améliorée. Il peut y avoir eu du progrès technique dans tous les pays, mais la compétitivité des pays à faibles gains de productivité s'est forcément dégradée dans la mesure où celle des pays à forts gains de productivité s'est accrue. Le degré de monopole peut par contre être plus ou moins dispersé entre les firmes. Par degré de monopole moyen, on pourrait aussi entendre degré de monopole de l'ensemble des firmes par rapport aux salariés. Le degré de monopole ainsi entendu est mesuré par la part du profit dans la valeur du produit. Le partage de la valeur ajoutée ne peut bien sûr être considéré comme un paramètre représentatif de l'intensité de la concurrence entre les firmes sur les marchés de biens. C'est une variable endogène, l'une de celles dont nous étudions justement la valeur à l'équilibre et le mouvement hors équilibre.

⁹ Dans son analyse du « financial behaviour of companies », Wood (1975, chap. 2) prend en compte la constitution de réserves financières par les entreprises non financières. Il s'agit cependant toujours de réserves financières volontaires dont l'accroissement est déterminé par le montant de l'investissement productif : « [The financial asset ratio] is defined as the ratio of the acquisition of financial assets (cash, marketable securities, etc.) to investissement. » (p. 17).

2.3. Une nouvelle conception de la firme et de la concurrence

L'analyse de la codétermination par la firme de ses politiques d'investissement et de prix proposée par A. Wood s'inscrit dans une conception renouvelée de l'entreprise et de la concurrence. On n'a plus affaire à des entreprises en concurrence par les seuls prix dans le cadre étroit de la courte période, et dont l'investissement serait par exemple déterminé comme différence entre le profit maximisé par variation du prix d'un côté, et la somme des revenus financiers distribués, de l'autre. Dans ce cadre limité à la courte période, où le profit est maximisé par égalisation de la recette marginale au coût marginal, la courbe de demande à la firme est considérée comme une donnée dont la firme doit s'accommoder. Si l'investissement de la période aura effectivement une influence sur la compétitivité de la firme au cours des périodes suivantes, et s'il se traduira donc bien par un déplacement de la courbe de demande à la firme, il n'est pas pour autant conçu comme un moyen en vue de cet objectif, puisqu'il est déterminé passivement comme un solde. Dans le cadre de la théorie traditionnelle de la firme, les questions du prix et de l'investissement sont déconnectées, et la question du prix est première.

A l'inverse de la firme traditionnelle, la « firme woodienne » se situe d'emblée dans le temps long de l'investissement productif, consciente qu'elle est que la courbe de la demande qui s'adresse à elle, et dont la contrainte concurrentielle est une transposition dynamique, n'est pas une donnée exogène, mais qu'elle contribue elle-même à sa formation par son investissement de rentabilité. Mais surtout il ne s'agit pas d'une courbe de demande sur le marché des biens d'aujourd'hui. C'est une courbe de demande formulée en termes de progression future des ventes, progression qui dépend du taux de marge fixé par la firme. La stratégie de la firme n'est pas définie courte période après courte période, mais sur une série de courtes périodes correspondant à l'horizon des projets d'investissement. Son objectif n'est pas de maximiser le profit dans le cadre de chaque courte période, sans souci du profit des périodes à venir, mais de maximiser un flux de profits futurs. L'instrument privilégié de ce programme n'est pas le prix du produit, mais l'investissement, et plus particulièrement l'investissement de rentabilité, par lequel l'entrepreneur est constamment en train de « travailler sa demande ». La politique de prix est au service de la stratégie d'investissement qui vise à maximiser un flux de profit en faisant continûment effort pour desserrer la contrainte concurrentielle¹⁰. L'entreprise pourrait faire plus de profit à condition d'investir moins, mais qui dit que ce ne serait pas sacrifier le profit futur au profit présent, puisque c'est bien évidemment l'investissement d'aujourd'hui qui fait le profit de demain pour chaque firme, même si c'est l'investissement d'aujourd'hui qui fait le profit d'aujourd'hui pour l'ensemble des firmes.

En résumé, à une entreprise qui, face à une fonction de demande donnée, maximise le profit par la manipulation du prix, courte période après courte période, se substitue une politique de prix au service d'une stratégie d'investissement visant à desserrer une contrainte concurrentielle toujours pressante, en vue de maximiser la valeur présente du flux des profits prévisibles.

Dans notre présentation de la nouvelle conception de la firme et de la concurrence sous-jacente à la théorie de Wood, nous avons été amenés à évoquer la production par la firme elle-même de la fonction de demande à laquelle elle est confrontée. Cette « production de la demande » passe essentiellement par l'investissement de rentabilité, dont il s'agit maintenant

¹⁰ R. Harrod (1939) insiste fortement sur la spécificité de la théorie dynamique : « It has for some time appeared to me that it ought to be possible to develop a similar classification and system of axioms to meet the situation in which certain forces are operating steadily to increase or decrease certain magnitude in the system. » Avec A. Wood, nous assistons en quelque sorte à une semblable métamorphose de la micro économie correspondant au passage d'un point de vue statique à une perspective dynamique.

d'analyser les incidences sur la définition des politiques de prix et d'investissement de la firme.

2.4. La concurrence par l'investissement de rentabilité

Si c'est par le moyen de l'investissement de rentabilité que la firme est sans cesse en train de travailler « sa » courbe de demande (c'est-à-dire de tenter de desserrer sa contrainte concurrentielle), cet investissement ne peut plus être considéré comme une donnée. La promotion de l'investissement de rentabilité au rang de variable d'action rejaille sur l'analyse des politiques de prix et d'investissement de l'entreprise.

Du point de vue de la macro dynamique, la distinction entre les deux espèces d'investissement est cruciale. Du point de vue du multiplicateur, c'est à dire de la détermination du taux d'utilisation de l'équipement par le taux d'accumulation, ce qui importe c'est l'investissement brut, la production totale de biens capitaux neufs. Par contre, du point de vue de l'accélérateur, c'est-à-dire de la liaison dans l'autre sens, entre taux d'utilisation et taux d'investissement, seul l'investissement de capacité est concerné.

Les entrepreneurs n'investissent cependant pas uniquement pour élargir leur capacité de production en prévision de la croissance de la demande. Ils investissent également pour intégrer le progrès technique à la production, à travers la modification des procédés et des produits. Nous qualifierons d'investissement de rentabilité l'investissement déterminé par ce second motif. Même dans le cas où un entrepreneur prévoit un maintien de la demande et ne souhaite donc pas élargir sa capacité de production, la concurrence le contraint à investir, ne serait-ce que pour maintenir sa compétitivité.

En supposant pour l'instant que le progrès technique est en totalité intégré aux nouveaux équipements, on peut représenter schématiquement la distinction entre les deux espèces d'investissement de la façon suivante. On suppose qu'au début de chaque nouvelle courte période apparaît une nouvelle machine plus performante que celle de la période précédente. L'apparition de la nouvelle machine va provoquer le déclassement, la mise hors service d'une partie du parc des machines déjà en place, représentant un pourcentage déterminé de la capacité de production existante. Pour qu'une machine ancienne soit déclassée, il ne suffit cependant pas qu'elle soit techniquement dépassée, sans quoi la totalité du parc serait déclassée à chaque période. Encore faut-il que la valeur actualisée de la série des suppléments de profit attendus de la substitution de la nouvelle machine à l'ancienne, sur la totalité de la vie économique de la première¹¹, c'est-à-dire jusqu'à ce qu'elle soit à son tour déclassée, que cette valeur actuelle, que l'on peut qualifier de prix de demande (ou de réservation) de la nouvelle machine, soit supérieure à son prix d'offre. Le résultat de cette comparaison entre prix de demande et prix d'offre des biens capitaux neufs¹² dépend principalement des caractéristiques de la nouvelle machine, mais aussi de la valeur du taux d'intérêt courant, et encore de l'évolution anticipée des prix et des salaires sur l'ensemble de la vie économique de la nouvelle machine.

La supériorité de la nouvelle machine détermine donc la part de la capacité de production à déclasser. En supposant que le rythme du progrès technique est constant (et ce depuis suffisamment longtemps pour que la structure temporelle de l'équipement soit équilibrée), la part de l'équipement à déclasser peut être considérée elle aussi comme constante. Si nous désignons par i_r cette part de l'équipement devenue obsolète, le montant de l'investissement de rentabilité I_r est par définition égal à : $i_r \cdot CPk$. Est-ce à dire que l'investissement sera

¹¹ C'est cette série de suppléments de profit attendus que Keynes (1936, p. 135) qualifie de « prospective yield ».

¹² La comparaison entre prix de demande et d'offre est équivalente à la comparaison entre taux de rendement interne de l'investissement (« l'efficacité marginale du capital » de Keynes) et le taux d'intérêt courant, par définition du prix de demande et de l'efficacité marginale du capital.

nécessairement au moins égal à I_r ? Il n'en est rien. Déclasser n'est pas remplacer. Si $i_r = 10\%$ et que les entrepreneurs prévoient une diminution de 2% de la demande et souhaitent donc réduire leur capacité de production du même pourcentage, le taux de l'investissement total sera égal à : $i = i_r + g = 8\%$. Une partie de la capacité de production sera déclassée sans être remplacée.

En résumé : $I = I_r + I_c$

$I = (i_r + g).k.CP$, avec i_r constant pour un rythme constant du progrès technique

$I = (a + g.k).CP$, avec a constant pour un coefficient de capital k constant.

$i = a + g.k$, g représentant le taux de croissance de la capacité de production souhaité par les entrepreneurs, qui dépend du taux de croissance anticipé de la demande et de la capacité de production inutilisée.

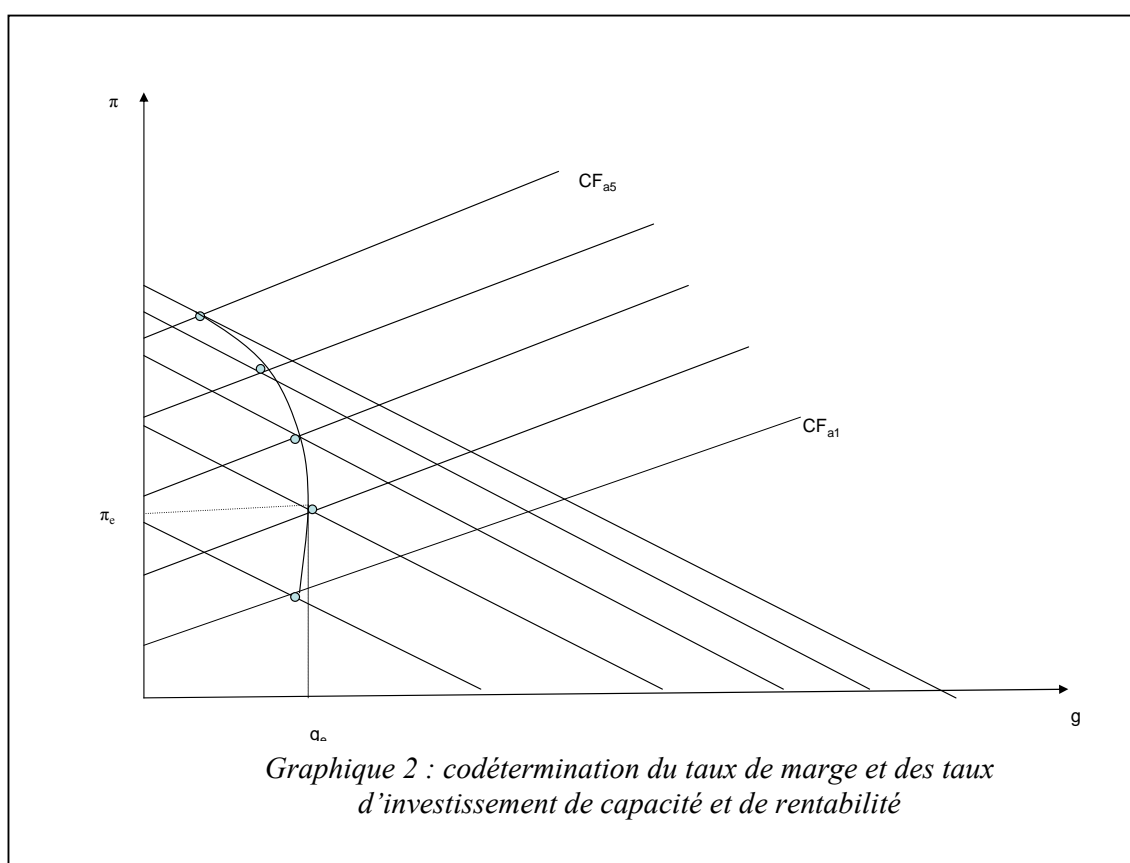
Pour clarifier la distinction entre les deux types d'investissement, nous avons retenu une représentation simplifiée de l'investissement de rentabilité. Nous avons supposé en particulier, d'une part que ce type d'investissement passait exclusivement par l'achat de nouvelles machines et, d'autre part, que toutes les firmes se livrant au même calcul de rentabilité, leur investissement de rentabilité ne remettait pas en cause leur place dans la hiérarchie de la compétitivité. Dans ces conditions, l'investissement de rentabilité s'imposerait aux firmes plutôt qu'il ne serait véritablement décidé par elles. Cette représentation simplifiée doit être remise en cause pour au moins trois raisons. D'abord parce qu'elle est en contradiction avec la conception postkeynésienne de la firme et de la concurrence, selon laquelle l'investissement de rentabilité est l'instrument privilégié de la concurrence, le moyen pour chaque firme de desserrer la contrainte de la concurrence. Ensuite parce que, même en admettant que pour certaines entreprises l'amélioration de la compétitivité passe exclusivement par l'achat de nouvelles machines, l'importance de l'investissement jugé rentable varie néanmoins d'une firme à l'autre, puisqu'elle est le résultat d'un calcul dont l'élément principal, le « rendement escompté », ne peut être qu'anticipé. Enfin, même en admettant que pour les utilisateurs de biens d'équipement la totalité du progrès technique soit du type incorporé aux machines, il ne peut en être de même du progrès technique dans les entreprises productrices de machines. Pour ces raisons, et d'autres encore¹³, il nous faut désormais considérer que, si l'investissement de rentabilité est bien indépendant du taux d'utilisation, il n'est pas pour autant imposé aux entreprises par un progrès technique exogène « tombant du ciel ». En permettant de déplacer la contrainte des possibles, il constitue même le principal instrument à la disposition des entreprises dans la lutte concurrentielle.

L'investissement de rentabilité desserre la contrainte concurrentielle d'un côté, mais resserre la contrainte financière de l'autre. Tant que la première influence l'emporte sur la seconde, le taux de croissance souhaité de la capacité de production et le taux d'investissement de capacité choisis par l'entrepreneur augmentent. L'optimum est atteint lorsque l'influence positive de l'investissement de rentabilité sur la contrainte concurrentielle est tout juste contrebalancée par son effet négatif sur la contrainte financière. Graphiquement, un même accroissement du taux d'investissement de rentabilité se traduit par un même déplacement de la contrainte financière parallèlement à elle-même. Par contre, les déplacements de la contrainte concurrentielle déterminés par des accroissements successifs du taux d'investissement de rentabilité vont en décroissant, ne serait-ce que parce que les nouveaux équipements se substituent à des équipements de plus en plus récents et, plus généralement,

¹³ Liées par exemple à l'investissement en R&D et à l'investissement « organisationnel ».

parce que l'entrepreneur commence par améliorer ce qui est le plus susceptible de l'être. Au fur et à mesure du renouvellement des équipements, la compétitivité de la firme s'améliore, mais de manière décroissante, tandis que le renforcement de la contrainte financière est uniforme.

Le graphique représentatif de la stratégie d'investissement et de tarification de la firme s'en trouve compliqué. Il n'y a plus une seule droite des possibles, mais une série de droites correspondant à diverses valeurs du taux d'investissement de rentabilité. Par ailleurs, à chacune de ces valeurs possibles de i_r , correspond une liaison entre marge de profit nécessaire au financement et taux d'investissement de capacité, c'est-à-dire une contrainte de financement particulière. Les politiques de prix et d'investissement, de capacité et de rentabilité, de la firme postkeynésienne peuvent finalement être représentées par le graphique suivant.



Sur le graphique 2, une série d'accroissements égaux du taux d'investissement de rentabilité se traduit par une série de déplacements égaux de la contrainte financière parallèlement à elle-même, depuis CF_{a1} jusqu'en CF_{a5} . Les déplacements de la contrainte concurrentielle correspondant aux accroissements successifs de i_r vont par contre en décroissant. Le taux g d'investissement de capacité commence alors par augmenter, pour atteindre son maximum à l'intersection de CCa_2 et CFa_2 .

3. Une nouvelle dynamique de l'accumulation - répartition

Le moment est venu de sortir de l'entreprise pour rejoindre le marché des biens sur lequel les comportements des entrepreneurs sous contrôle des rentiers trouvent leur sanction, sous la forme de la valeur d'équilibre du taux d'utilisation qui confirmera ou infirmera leurs anticipations de croissance des débouchés (3.1.). L'analyse de l'équilibre de court terme se prolonge en une étude de la dynamique de longue période qui n'est d'ailleurs qu'un enchaînement de courtes périodes (3.2.)

3.1. L'équilibre de court terme

Les valeurs de π et i qui émergent au niveau global de la lutte concurrentielle sont liées par la transposée au niveau macro économique des contraintes financières micro économiques des firmes (a). L'équilibre macro économique qui s'établit sur le marché des biens par égalisation du prix d'offre globale à la demande globale est finalement déterminé uniquement par les caractéristiques réelle et financières du comportement d'investissement des firmes, pour des valeurs données des propensions à consommer des ménages (b). A partir des résultats ainsi obtenus pour le taux d'utilisation d'équilibre (u_e) et le taux d'investissement « requis » (i_w), on peut aborder la question des effets sur l'activité d'un renforcement des exigences de la propriété envers l'entreprise (c).

a. Transposition macro économique de la contrainte financière

De la lutte concurrentielle de chaque entreprise contre toutes les autres émerge, au niveau macro économique, un taux d'accumulation ($i=g.k+a$) et un partage du revenu (π) liés par la relation¹⁴ (F3) :

$$\pi = \frac{(g.k + a).(1 - x)}{u_n.(1 - d)} \quad (F3)$$

Dans cette formule, les variables π , g , a , et les paramètres k , u_n , x et d sont les moyennes adéquatement pondérées sur l'ensemble des entreprises des valeurs micro économiques des mêmes variables et paramètres¹⁵. Dans cet ensemble de valeurs, il faut introduire des distinctions. Les valeurs des paramètres techniques (k et u_n) sont considérées comme des données. Les valeurs effectives des variables représentatives de l'investissement productif (g et a) et de la répartition de la valeur ajoutée (π) sont déterminées par le comportement de prix et d'accumulation des entrepreneurs. Concernant les variables financières, il faut distinguer deux types de valeurs: x et d figurant dans la formule (F3) représentent des valeurs *cibles*, exprimant des comportements et contribuant à la détermination de l'équilibre macro économique, distinctes des valeurs *effectives* (x_e et d_e) déterminées, parmi d'autres, par

¹⁴ « Les entreprises poursuivent une inlassable activité, chacune essayant de s'accroître au détriment des autres. Pour ce faire, elles augmentent leur capacité de production et cherchent à accroître la production par unité de dépense, c'est-à-dire à réduire leurs coûts. Les efforts qu'elles soutiennent pour résister à la pression qu'elles exercent les unes sur les autres débouchent sur une croissance de l'économie globale. [...] De cette mêlée se dégagent un investissement net et une augmentation de la production par tête, dont les taux se fixent au hasard, sans que personne en ait décidé. Le taux d'investissement est fonction de l'énergie, de l'habileté et de la hardiesse des entrepreneurs » (J. Robinson, 1965, pp. 72-3)

¹⁵ « Let us begin to redefining the variables of the microeconomic model in such a way they apply to the company sector as a whole. [...]. In the case of those variables which are ratios (most notably π , f , x , r , g and k), it involves calculating weighted averages across all companies. For example, the company sector profit margin is a weighted average of all individual companies, the relevant weights being their shares of total company sector sales, while the external finance ratio of the company sector is a weighted average of external finance ratios of all individual companies, the relevant weights being their shares of total company sector investment.» (Wood, 1975, p. 105)

l'équilibration du marché des biens. En d'autres termes, les valeurs x et d sont déterminantes, tandis que x_e et d_e sont des valeurs déterminées¹⁶.

Les valeurs de π et i liées par la relation (F3) participent à la détermination de l'équilibre du marché des biens.

b. L'équilibre du marché des biens

Les entrepreneurs visent une utilisation normale de leur capacité de production (au taux u_n). C'est cette valeur normale qui sert de référence dans leurs calculs du prix associé à un taux d'investissement donné¹⁷. Mais la valeur *effective* du taux d'utilisation moyen est déterminée sur le marché des biens par l'égalité du prix d'offre globale et de la demande globale, conformément au principe de la demande effective.

Au niveau macro économique, l'équilibration du marché des biens, par variation de la production, pour des valeurs déterminées des variables représentatives des aspects réels (g et a) et financiers (d et x) du comportement d'investissement des entrepreneurs, cette équilibration détermine d'abord la valeur du taux d'utilisation de l'équipement (u_e), et ensuite les valeurs effectives des variables financières et du taux de profit ($x_e, d_e, r_e = \frac{\pi \cdot u_e}{k}$).

La valeur d'équilibre (de court terme) du taux d'utilisation peut effectivement s'exprimer en fonction des seules caractéristiques du comportement d'investissement des entrepreneurs. La procédure de détermination de u_e par i et (x, d) est représentée par l'enchaînement suivant :

¹⁶ Dans le chapitre 18 de la « Théorie Générale », Keynes propose une reformulation de sa théorie de l'emploi en termes de données, variables déterminantes et variables déterminées : « To begin with, it may be useful to make clear which elements in the economic system we usually take as given, which are the independent variables of our system and which are the dependent variables. »

¹⁷ Nombre d'auteurs post keynésiens retiennent une politique de prix du type « target return », signifiant que les entrepreneurs visent un certain taux de profit à travers leur politique de prix. Cette visée s'exprime par l'intégration d'une marge de profit déterminée dans le prix du produit. La traduction d'un taux de profit visé en taux de marge effectif fait nécessairement référence à une valeur déterminée du taux d'utilisation, puisque le taux de profit effectif dépend non seulement du taux de marge choisi, mais encore du taux d'utilisation obtenu.

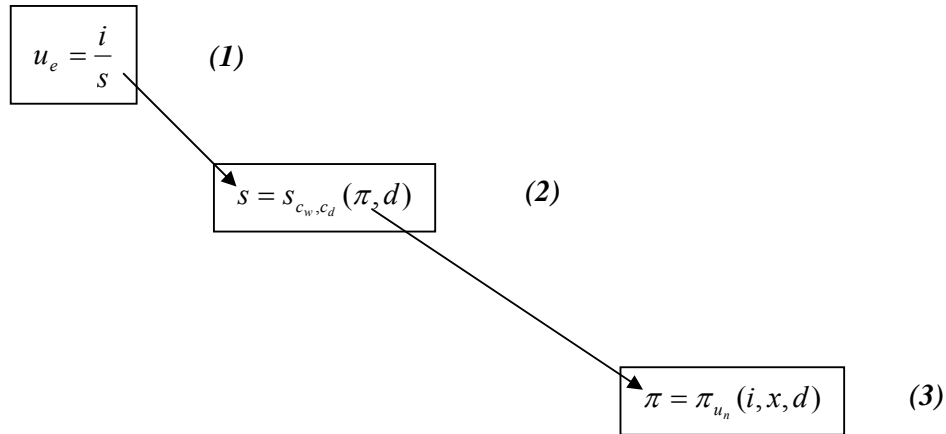


Schéma 6: les étapes de l'expression du taux d'utilisation d'équilibre en fonction des caractéristiques de l'investissement

La relation (1) de détermination du taux d'utilisation de l'équipement par le taux d'investissement et la propension sociale à épargner peut être considérée comme une version dynamique du principe de la demande effective.

Selon la relation (2), pour des valeurs définies des propensions à consommer des salariés et des rentiers, la valeur de la propension sociale à épargner est déterminée par les valeurs de la part du profit dans le prix du produit et du taux de distribution des profits¹⁸.

$$s = (1 - \pi) \cdot (1 - c_w) + d \cdot \frac{u_n}{u} \cdot \pi \cdot (1 - c_d) + \pi \cdot (1 - d \cdot \frac{u_n}{u}) = (1 - c_w) + \pi \cdot (c_w - d \cdot \frac{u_n}{u} \cdot c_d) \quad (2)$$

La relation (3) correspond enfin à la transposition au niveau macro économique des contraintes financières micro économiques.

De proche en proche, la valeur d'équilibre du taux d'utilisation est ainsi exprimée en fonction des seules caractéristiques de l'investissement : rapport de l'investissement à la capacité de production (i) et modalités de financement souhaitées (x et d). On obtient finalement :

¹⁸ La relation (2) est plus exactement une relation entre s et u paramétrée par π , d , c_d et c_w , puisque la valeur effective de la part des profits distribués, qui intervient dans la détermination de s , dépend de u : $d_0 = d \cdot \frac{u_n}{u}$.

Dans la première expression de la propension sociale à épargner, apparaissent les trois composantes de l'épargne : épargne des entreprises et, à l'intérieur de l'épargne des ménages, l'épargne à partir des salaires et à partir des revenus financiers. La distinction entre c_w et c_d (avec $c_w > c_d$) ne signifie pas qu'un même ménage consomme différemment ses revenus selon leur origine, travail ou propriété. Sachant que la part des revenus financiers augmente avec le revenu total, la distinction entre deux propensions à consommer constitue un moyen de tenir compte du fait que les pauvres consomment proportionnellement plus que les riches. La distinction entre deux espèces de revenus des ménages est cependant moins importante que la distinction entre revenu des entreprises (profits conservés) et revenus des ménages. Les revenus des entreprises étant totalement épargnés, par définition, une augmentation du taux de distribution des profits se traduit, toutes autres choses égales par ailleurs, par une diminution de la propension sociale à épargner, qui a un effet favorable sur le taux d'activité.

$$u_e = u_n \frac{i.(1-d + d.c_d.(1-x))}{i.c_w.(1-x) + (1-c_w).u_n.(1-d)}, \quad i = g.k + a \quad (4)$$

A partir de cette expression de la valeur d'équilibre du taux d'utilisation, on peut aborder la question des effets sur l'économie d'une accentuation de la pression des actionnaires.

c. Effets de la financiarisation sur l'économie réelle

Le renforcement de la mainmise de la finance sur la production est représenté dans notre étude uniquement par un accroissement de la part des profits distribués, accroissement revendiqué par les actionnaires et accordé par les managers. Le renforcement de la pression de la propriété sur l'entreprise peut cependant revêtir d'autres formes : réduction de la part de l'investissement financée par émission d'actions nouvelles (part dont la valeur peut même être négative, en cas de rachat par l'entreprise de ses propres actions), augmentation du taux des réserves financières, renforcement des exigences des créanciers, sous la forme d'une augmentation du taux d'intérêt sur les obligations et les crédits bancaires ou d'une diminution du ratio d'endettement maximal autorisé par les créanciers. Du point de vue de leurs effets sur l'économie productive, ces diverses manifestations du renforcement de l'emprise de la finance sur l'entreprise nous semblent cependant pouvoir toutes se ramener à celle à laquelle nous nous sommes limités : une hausse de la part des profits distribués, revendiquée par la finance et consentie par l'entreprise.

Le traitement de la question des effets du renforcement de la financiarisation à partir de l'expression (4) de $u_e(i,x,d)$ est complexe, dans la mesure où on ne peut se contenter de calculer $\frac{\partial u_e}{\partial d}$, puisqu'une augmentation de d s'accompagne au niveau de chaque entreprise, et donc au niveau de l'économie tout entière, d'une diminution de i ¹⁹, sans que l'on connaisse *a priori* le rapport $\partial i / \partial d$ entre la baisse du taux d'investissement, défavorable à l'activité, et la hausse du taux de distribution favorable à l'activité, toutes autres choses égales par ailleurs²⁰. On peut cependant revenir à la procédure de détermination de la valeur d'équilibre du taux d'utilisation en fonction des caractéristiques de l'investissement, pour proposer une cartographie des canaux de l'influence sur le taux d'utilisation d'un renforcement de la distribution des profits.

¹⁹ L'augmentation de d , d'un côté, et la diminution de i qui en résulte, de l'autre, correspondent aux deux aspects de l'injonction lancée par la finance aux entrepreneurs : « soyez plus sélectifs en matière d'investissement productif (réduction de i) et « restituez nous le cash flow dont vous n'avez plus besoin pour auto financer votre investissement » (augmentation de d), soit, dans le langage de la finance: « Downside and distribute », stratégie que Lazonick et O'Sullivan (2000) opposent à « retain and invest ». La financiarisation de l'économie ne s'est pas limitée à une réorganisation de l'actionnariat, elle a pénétré jusqu'au sein de la « gouvernance » des firmes.

²⁰ A partir du moment où profit il y a, il vaut mieux qu'il soit distribué, puisqu'ainsi une part en sera consommée, tandis que la propension des entreprises à épargner les profits conservés est, par définition, égale à l'unité.

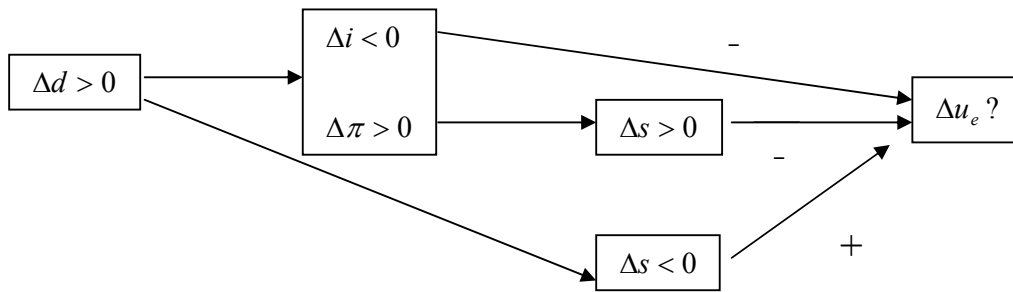


Schéma 7 : Effets positif et négatifs d'une augmentation du taux de distribution des profits sur le niveau de l'activité.

De la somme des deux effets négatifs et de l'effet positif, lequel l'emporte ? Il existe un moyen indirect d'établir que le renforcement des exigences de la propriété a finalement un effet dépressif. En remplaçant u_e par u_n dans l'expression (4) de la valeur d'équilibre du taux d'utilisation, on obtient la valeur du taux d'accumulation « requis » (i_w) au sens de Harrod (1939), c'est-à-dire de ce taux d'accumulation qui assure sa propre perpétuation, dans la mesure où il engendre une valeur du taux d'utilisation juste suffisante pour confirmer les anticipations des entrepreneurs au fondement de leurs décisions d'investissement. On obtient :

$$i_w = \frac{u_n \cdot (1 - c_w) \cdot (1 - d)}{(1 - d) - (c_w - d \cdot c_d) \cdot (1 - x)} \quad (5)$$

La valeur du taux d'investissement requis est obtenue en fonction des seules valeurs cibles des variables financières, de sorte que le signe de $\frac{\partial i_w}{\partial d}$ représente bien le sens de l'influence du taux de distribution sur le taux d'investissement requis, la variation de d étant sans influence sur celle de x . Et l'on obtient effectivement: $\frac{\partial i_w}{\partial d} > 0$.

On en conclut que, si la part des profits distribués se met à augmenter à partir d'une situation de croissance équilibrée, le taux d'investissement requis augmente, tandis que le renforcement de sa contrainte financière incite chaque entrepreneur à ralentir l'accumulation. Les entrepreneurs investissent moins, au moment où ils devraient investir plus, pour compenser l'effet du renforcement des exigences des actionnaires sur le taux d'utilisation²¹.

L'accumulation effective s'écarte par le bas de l'accumulation requise, et l'économie se trouve ainsi entraînée dans une spirale dépressionnaire. L'économie ne pourrait échapper par ses propres forces à la spirale dépressive que si le renforcement des exigences des actionnaires était compensé par une réaction accommodante des créanciers se traduisant par

²¹ Chaque entrepreneur est incité à ralentir l'accumulation par la sous utilisation de son équipement. La nécessité d'accélérer l'accumulation pour rehausser le taux moyen d'accumulation est quant à elle de nature macro économique. Comme le dit Harrod (1939, p. 266), si la capacité de production est, en moyenne sous utilisée, c'est, paradoxalement, parce qu'elle ne croît pas assez vite : « A condition of over production is the consequence of producers in sum producing too little ». Mais un entrepreneur ne peut évidemment admettre que pour améliorer le taux d'utilisation de sa capacité de production, il doit la faire croître plus vite. Et il a raison. S'il accroissait son taux d'investissement sans que les autres fassent de même, sa situation se détériorerait.

une hausse du taux de financement externe de l'investissement²². La stabilisation pourrait aussi venir d'une intervention budgétaire contra cyclique. En stabilisant l'économie, les pouvoirs publics entérineraient alors le renforcement des exigences des actionnaires. La question des effets de la financiarisation sur l'activité et le croissance nous conduit tout droit à la question de l'origine de l'instabilité.

3.2. Facteurs de déstabilisation et de stabilisation de la dynamique

La finance fait encore l'objet d'une autre mise en cause. Considérée dans ses rapports à l'économie réelle, la finance ne serait pas seulement prédatrice²³, mais aussi déstabilisatrice. Elle inoculerait son instabilité naturelle à une économie productive foncièrement stable. La transmission du virus passerait essentiellement par les effets de richesse financière et les restrictions de crédit (pouvant aller jusqu'à un « credit crunch »). Sans nier la réalité des perturbations d'origine financière, il nous semble que là n'est pas l'essentiel du problème de l'instabilité économique. L'essentiel c'est l'instabilité inhérente à l'économie productive elle-même. Et si l'économie productive est foncièrement instable, c'est justement parce qu'elle n'est pas une économie réelle, mais une économie monétaire de production. C'est ce que confirme le prolongement de l'analyse de courte période, que nous venons de présenter, en une analyse de long terme, qui se développerait selon le schéma suivant.

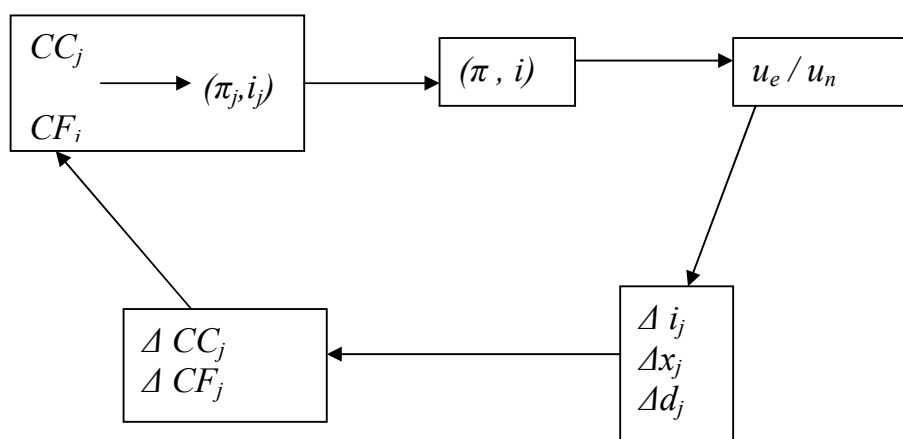


Schéma 8 : Articulation micro – macro et liaison courte – longue période

1. Détermination de π et i au niveau micro par les contraintes financière et concurrentielle de chaque firme. 2. Valeurs de π et i émergeant au niveau macro. 3. Détermination de la valeur d'équilibre du taux d'utilisation par les valeurs moyennes de i , x et d . 4. Modification de la contrainte concurrentielle et des valeurs cibles des variables financières se traduisant par une modification des politiques de prix et d'investissement des firmes.

a. Courte et longue période

Comme le rappelle P. Skott (1989, p. 43), pour les post keynésiens, la longue période n'a pas d'existence propre : « As Joan Robinson and Kalecki have always insisted, a long period is nothing but a sequence of short periods and as such have no independent existence ». Le long terme n'est rien d'autre qu'un enchaînement d'équilibres de court terme. La *courte période*

²² C'est une possibilité que nous avons explorée dans « The Requirements of Finance and the Glass Ceiling of Return on Capital »

²³ Nous entendons par là l'effet négatif d'une augmentation du taux de distribution des profits sur l'activité traité dans le paragraphe précédent.

est quant à elle le cadre temporel de la réalisation de l'équilibre sur le marché des biens, par variation de la production, à prix d'offre donné, déterminé par la politique d'investissement des firmes. On peut encore décomposer la courte période en une série d'ultra courtes périodes. L'*ultra courte période* correspond à « l'unité de temps élémentaire » que Keynes définit comme l'intervalle qui sépare deux décisions de production successives²⁴. Au terme d'une ultra courte période, le marché des biens peut être encore déséquilibré. Dans l'ultra courte période, la production et le prix étant donnés, l'apurement du marché ne peut intervenir que par variation des stocks. S'il existe un excès d'offre, l'apurement du marché intervient par gonflement des stocks involontaires. En cas d'excès de demande, l'apurement peut intervenir par déstockage ou par rationnement de la demande.

La dynamique se ramène donc à l'étude de l'enchaînement des courtes périodes successives. Le passage d'une courte période à la suivante est déterminé par la modification du taux d'investissement de capacité induite par l'existence d'un écart entre la valeur courante et la valeur normale du taux d'utilisation ($(u_e - u_n) =$ « capacity gap »). A la modification du taux d'accumulation est associée une variation de la part du profit, qui se traduit elle-même par une variation de la propension sociale à épargner. Aux nouvelles valeurs du taux d'accumulation et de la propension à épargner est associée une nouvelle valeur d'équilibre de courte période du taux d'utilisation. Du fait qu'elle a aussi des incidences financières, l'existence d'un « capacity gap » peut également inciter les entrepreneurs à modifier les valeurs cibles des variables financières de leur politique d'investissement.

L'équilibre dynamique est réalisé lorsque le taux d'utilisation effectif est égal à sa valeur normale (u_n), égalité qui se traduit par la constance du taux d'accumulation et du partage de la valeur ajoutée. En paraphrasant Keynes, on peut dire que les entrepreneurs se retrouvent alors sans motif de ralentir ou d'accélérer l'accumulation, ni de modifier les conditions de son financement²⁵.

Après avoir étudié l'équilibre des entrepreneurs en tant que *producteurs* dans le cadre de la courte période, c'est-à-dire à taux d'accumulation et part des profits donnés, nous nous sommes tournés vers l'équilibre des entrepreneurs en tant qu'*investisseurs*, c'est-à-dire vers l'analyse du mouvement économique déterminé par la modification du taux de l'accumulation et des conditions de son financement, sous l'effet d'un écart entre la valeur d'équilibre (de courte période) et la valeur normale (valeur d'équilibre de longue période) du taux d'utilisation. La question cruciale est alors celle de la stabilité de la dynamique capitaliste.

b. Stabilité ou instabilité

L'étude de la dynamique de l'économie fait apparaître un certain nombre d'enseignements. En l'absence de réactions financières au déséquilibre, c'est-à-dire dans le cas où les entrepreneurs réagissent à un écart de capacité uniquement par modification de leur taux d'investissement, l'économie n'échappe pas à l'instabilité harroddienne. Et cela malgré l'introduction, à partir de l'apport d'A. Wood, de deux effets *a priori* stabilisateurs. Le premier effet stabilisateur correspond à la prise en compte de l'investissement de rentabilité qui, du fait de son indépendance par rapport au taux d'utilisation, fonctionne comme un amortisseur de l'effet d'accélération²⁶. D'un autre côté, la prise en compte de l'influence du

²⁴ « Le mot « quotidien » est employé ici pour désigner le plus court intervalle de temps après lequel il est possible à l'entreprise de réviser sa décision relative au volume d'emploi à offrir. Cet intervalle est pour ainsi dire l'unité effective minimum de temps économique » (Edition française, note 1, p. 66)

²⁵ C'est en ces termes que Keynes (1936, p.27) caractérise l'équilibre de court terme sur le marché des biens : « It follows, therefore, that, given what we shall call the community's propensity to consume, the equilibrium level of employment, i.e. the level at which there is no inducement to employers as a whole either to expand or to contract employment, will depend on the amount of current investment. »

²⁶ Harrod (1939, p. 269) analyse également ce type d'investissement comme un amortisseur de l'effet d'accélération : « It is now expedient to introduce further terms into our equation to reduce the influence of the

taux d'accumulation sur la propension sociale à épargner, par l'intermédiaire du taux de marge, fonctionne comme un atténuateur de l'effet multiplicateur. Il est aisé de comprendre pourquoi ces deux effets ne suffisent pas à stabiliser la dynamique. Quand l'équipement est sur exploité ($u_e > u_n$), par exemple, les entrepreneurs réagissent en accélérant l'accumulation de capacité ($\Delta i = \Delta i_c > 0$). Selon la contrainte financière, la part du profit dans la valeur du produit augmente dans la même proportion que le taux d'investissement ($\dot{\pi} = \dot{i}$).

L'augmentation de la part du profit se traduit par une augmentation de la propension sociale à épargner, mais dans une proportion moindre ($\dot{s} < \dot{\pi} = \dot{i}$), tout simplement parce que toute l'épargne ne provient pas des profits²⁷. Finalement, le taux d'accumulation augmentant plus vite que la propension à épargner, le taux d'utilisation de l'équipement augmente ($\dot{u}_e = \dot{i} - \dot{s} > 0$) et s'écarte ainsi encore plus de sa valeur normale.

Le déséquilibre se traduit cependant aussi par une divergence entre valeurs effectives et valeurs cibles des variables financières. En cas de sur utilisation de l'équipement, par exemple, la part des profits distribués se révèle inférieure à la valeur convenue entre actionnaires et managers, et le taux de financement externe de l'investissement inférieur à sa valeur cible. Ces deux écarts entre valeurs effectives et valeurs cibles des variables financières correspondent à l'existence de ce que Keynes appelle des « profits d'aubaine » (« windfall profits »). Le premier écart peut inciter les actionnaires à réclamer et les dirigeants à accorder la distribution d'une part des profits d'aubaine. Cependant, lorsque les profits d'aubaine sont constatés, ils ont déjà été affectés, pour partie à la réduction du financement externe et pour l'autre, à l'accroissement des réserves financières, de sorte que ce n'est que sur les profits de la période suivante que les actionnaires peuvent espérer « se rattraper ». Le premier écart peut donc se traduire par une augmentation de la valeur cible du taux de distribution des profits. D'un autre côté, les entrepreneurs ayant réussi à financer leur investissement en empruntant moins que prévu et/ou en augmentant leurs réserves financières, peuvent être incités à réduire la valeur cible du taux de financement par emprunt de leurs futurs investissements²⁸.

acceleration principle. Some outlays of capital have no direct relation to the current increase of output. They may be related to a prospective long-period increase of activity, and be but slightly influenced, if at all, by current increase of trade. Or they may be induced by new inventions calculated to cheapen production or change consumers' modes of spending their income, so that they are not related to increments of output, but are designed to revolutionise the methods for producing some portion of already existing output or to substitute one line of goods for another in the consumers' budget."

²⁷ A l'inverse, en « capitalisme « ricardien », où toute l'épargne provient des profits, la dynamique de l'accumulation est nécessairement stable, puisqu'une accélération de l'accumulation se traduit par une augmentation de la part du profit et de la propension sociale à épargner dans la même proportion. En outre, dans le cas où la totalité des profits est conservée par les firmes et où les ménages n'épargnent donc pas, la pleine utilisation de la capacité de production est assurée. Dans ce type de capitalisme pur, le chômage ne peut provenir que d'un taux d'accumulation inférieur au taux de croissance de la production potentielle, somme des taux de croissance de la population active et de la productivité du travail. En « capitalisme pur », les salariés sont trop pauvres pour épargner ($c_w = I$), les firmes conservent l'intégralité de leurs profits ($d=0$) et le financement externe de l'investissement est donc rendu impossible par l'absence d'épargne des ménages ($x=0$). En introduisant ces valeurs dans la formule du taux d'utilisation d'équilibre (4), on trouve effectivement $u_e = u_n$, pour toute valeur du taux d'investissement. Cela signifie qu'en appliquant l'analyse woodienne du comportement de prix et d'investissement à des firmes fonctionnant dans le cadre du capitalisme pur, on retrouve les conclusions de Ricardo.

²⁸ En cas de sur utilisation de l'équipement, le taux de distribution des profits a donc tendance à augmenter et le taux de financement externe à diminuer. Ces deux variations des variables financières se traduisent l'une et l'autre par une augmentation de la part des profits pour une valeur donnée du taux d'investissement. On retrouve de la sorte, par une voie tout à fait différente, l'une des composantes de la théorie du cycle de M. Kalecki : la variation contra cyclique du degré monopole

On établit facilement que ces deux réactions financières au « capacity gap » ont un effet stabilisateur, et que si elles sont suffisamment puissantes par rapport à la réaction réelle déstabilisatrice, la dynamique devient auto stabilisatrice.

Contrairement à la réaction réelle, les réactions financières n'ont cependant rien de nécessaire et, si elles interviennent effectivement, rien ne garantit qu'elles suffiront à contrebalancer l'effet déstabilisateur de la variation du taux d'accumulation. Si les réactions financières ne suffisent pas, ne reste alors comme garantie de stabilisation de la dynamique qu'une intervention publique sous forme de politique budgétaire contra cyclique, c'est-à-dire de dépenses publiques évoluant en fonction inverse de l'écart d'utilisation de la capacité de production. Ce genre d'intervention stabiliserait à coup sûr la croissance. Elle présente néanmoins deux limites. En agissant de la sorte, les pouvoirs publics assurent certes la stabilité de la dynamique, mais en entérinant les décisions d'accumulation et de répartition des entreprises et des rentiers, ce qui peut être contradictoire avec d'autres de leurs objectifs. Par ailleurs, si l'utilisation normale de l'équipement est assurée (absence de chômage keynésien²⁹) et la dynamique stabilisée, rien ne garantit que la croissance de la production sera suffisante pour assurer le plein emploi de la main d'œuvre (absence de chômage démographique ricardien). Ces diverses restrictions circonscrivent en creux les domaines d'intervention des autres instruments et objectifs de la politique économique.

4. Conclusion

L'intégration du comportement des firmes en matière d'investissement et de prix dans un modèle post keynésien de croissance et de répartition nous a permis d'apporter une contribution au traitement du problème de la stabilité de la dynamique capitaliste d'une part, et de la question des effets de la financiarisation sur l'économie productive d'autre part. Dans notre modèle, la financiarisation est prise en compte exclusivement sous la forme d'un accroissement du taux de distribution des profits, à laquelle les autres manifestations possibles du renforcement de l'emprise de la finance sur l'entreprise nous semblent pouvoir toutes se ramener, du moins si on les considère du seul point de vue de leurs effets sur l'économie réelle. L'accroissement du taux de distribution des profits a un effet favorable sur l'activité, à travers la baisse de la propension sociale à épargner qu'il induit. Il a aussi deux effets défavorables, passant par le ralentissement du taux d'accumulation et la hausse du taux de marge qu'il provoque au niveau de chaque entreprise. Nous avons établi que les effets défavorables l'emportaient nécessairement sur l'effet favorable. La finance est donc bien « prédatrice », au sens où un accroissement du taux de distribution des profits se traduit par une réduction de l'activité, comme chez les classiques, mais pour des raisons qui n'ont rien de classique³⁰.

Le renouvellement de la question de la stabilité de la dynamique provient quant à elle de la prise en compte de trois phénomènes indépendants : l'existence d'un investissement de rentabilité indépendant du taux d'utilisation de la capacité de production, l'influence du taux de marge sur la propension sociale à épargner, et la possibilité de réactions financières des investisseurs au déséquilibre. La prise en compte des deux premiers effets ne suffit pas à échapper à l'instabilité harrodienne. Quant aux réactions financières, non seulement elles n'ont rien de nécessaire, contrairement à la réaction « réelle » du taux d'accumulation, mais

²⁹ Wood (1975, p. 124) présente la distinction entre chômage classique et chômage keynésien dans les termes suivants : « Let us suppose to begin with that, even though full capacity use (and thus full employment in Keynesian sense) prevails by assumption, the number of men seeking jobs exceeds the number of jobs available, or, in other words, that there is a certain amount of Marxian Unemployment. »

³⁰ Chez les classiques, Ricardo en particulier, l'accumulation procédant du réinvestissement des profits, la consommation des profits est forcément défavorable à la croissance.

encore faut-il qu'elles soient suffisamment puissantes pour neutraliser l'effet déstabilisateur de la réaction réelle. Dans ces conditions, la politique budgétaire contra cyclique garde toute sa raison d'être. L'un des problèmes que pose ce type d'intervention est qu'en stabilisant la dynamique, les pouvoirs publics entérinent du même coup les décisions d'accumulation et de répartition prises par les seuls capitalistes, entrepreneurs et rentiers. Faut-il par exemple entériner systématiquement les décisions d'investissement et de prix d'entrepreneurs amorphes et de rentiers avides, pour conjurer à tout prix le péril de l'instabilité ? Le moyen d'échapper à ce genre de dilemme est bien de compléter la politique budgétaire de stabilisation par d'autres instruments de politique économique.

Notre modèle demanderait évidemment à être enrichi et développé dans de nombreuses directions. L'un des développements les plus évidemment nécessaires consisterait à l'intégrer dans un modèle « Stock Flux Cohérent ». La prise en compte des stocks d'actifs financiers permettrait en particulier de traiter correctement la question de l'évolution du montant des intérêts et de son effet sur la dynamique économique d'ensemble, qui constitue la principale question que notre analyse laisse en suspens.

Références bibliographiques

- ALLAIN, O. (2009), « La modération salariale, le point de vue (néo-)kaleckien », *Revue Economique*, 60(1).
- BLECKER, R.A. (2002), “Distribution, demand and growth in neo-Kaleckian macro-models”, in M. Setterfield (ed.), *The Economics of Demand-led Growth: Challenging the Supply-side Vision of the Long Run*, Cheltenham, Edward Elgar, 129-162.
- CORDONNIER, L. et F. VAN DE VELDE (2008), Financial claims and the glass ceiling of profitability’, Papier présenté au Workshop ‘Financialization: Post-Keynesian Approaches, Université Lille 1 (avril).
- CROTTY, J. (1990), Owner-management conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky, *Journal of Post Keynesian Economics*, 12, 519-542.
- DALLERY, T. (2009), Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization, *Review of Radical Political Economy*, 41(4), Fall, 492 – 515.
- DALLERY, T. et VAN TREECK, T. (2008), Conflicting claims and equilibrium adjustment processes in a stock-flow consistent macro model, *IMK Working Paper 9/2008* (Duesseldorf, Macroeconomic Policy Institute (IMK) at Hans Boeckler Foundation). A paraître dans *Review of Political Economy*.
- DEL MONTE, A. (1975), « Grado di monopolio e sviluppo economico », *Rivista Internazionale di Scienze Sociali*, 46 (3).
- DUTT, A. K. (1990), *Growth, Distribution and Uneven Development*, Cambridge : Cambridge University Press.
- EICHNER, A. (1973), A theory of the determination of the mark-up under oligopoly, *Economic Journal*, 83(332), December, 1184 – 1200.
- EICHNER, A. (1976), *Megacorp and Oligopoly: Micro Foundations of Macro Dynamics*, Cambridge: Cambridge University Press.
- HARROD, R. “An Essay in Dynamic Theory”, *Economic Journal*, march 1939
- HEIN, E. et VAN TREECK, T. (2010), ‘Financialisation in Post-Keynesian models of distribution and growth – a systematic review’, in M. Setterfield (ed.), *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth*, Edward Elgar.
- GALBRAITH, J. K. (1968), *The New Industrial State*, Boston : Houghton Mifflin.
- HARCOURT, G.C. AND KENYON, P. (1976). Pricing and the investment decision, *Kyklos* 29(3), 449 – 77.
- KALECKI, M. (1939), *Essays in the Theory of Economic Fluctuations*, London: Allen & Unwin.

KEYNES, J. M. (1936), *The General Theory of employment, interest and money, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, London: Mac Millan

LAVOIE, M. (1992). *Foundations of Post Keynesian Economic Analysis*, Aldershot: Edward Elgar.

LAVOIE, M. (2004). *L'économie postkeynésienne*. Paris: La découverte.

LAVOIE, M. (2010). Surveying Short-Run and Long-Run Stability Issues with the Kaleckian Model of Growth, in M. Setterfield (ed.), *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth*, Edward Elgar.

LAZONIK, O'SULLIVAN (2000),

ROBINSON, J (1965), *Exercices in Economic Analysis*, London: Mac Millan

ROBINSON, J. (1977). What are the questions? *Journal of Economic Literature*, 15(4), December, 1318 – 39.

ROWTHORN, R. (1982). Demand, Real Wages and Economic Growth, *Studi Economici*, 18: 3-53.

SETTERFIELD, M. (ed.) (2010), *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth*, Edward Elgar, 2010.

SKOTT, P. (1989), *Conflict and Effective Demand in Economic Growth*, Cambridge University Press

STEINDL, J. (1952). *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Oxford : Basil Blackwell.

STOCKHAMMER, E. (2004). Financialization and the slowdown of accumulation, *Cambridge Journal of Economics*, 28 (5), 719-741.

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

TAYLOR, L. (1991). *Income Distribution, Inflation, and Growth : Lectures on Structuralist Macroeconomic Theory*, Cambridge : MIT Press.

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