



**HAL**  
open science

# Financiarisation, répartition et croissance. Quelques faits stylisés à l'épreuve d'un modèle stock-flux.

Célia Firmin

► **To cite this version:**

Célia Firmin. Financiarisation, répartition et croissance. Quelques faits stylisés à l'épreuve d'un modèle stock-flux.. Economies et finances. Université Panthéon-Sorbonne - Paris I, 2008. Français. NNT: . tel-00289304

**HAL Id: tel-00289304**

**<https://theses.hal.science/tel-00289304>**

Submitted on 20 Jun 2008

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

**Université Paris I Panthéon – Sorbonne**  
**U.F.R de Sciences Economiques**

Thèse pour le doctorat en Sciences Economiques  
(arrêté du 30 mars 1992).  
Présentée et soutenue publiquement par

**Célia FIRMIN**

**FINANCIARISATION, RÉPARTITION DES REVENUS**  
**ET CROISSANCE EN FRANCE**

**Quelques faits stylisés à l'épreuve d'un modèle stock-flux**

Directeur de thèse :

**M. Liêm HOANG-NGOC,** *Maître de conférences à l'Université Paris I*

Jury :

**M. Laurent CORDONNIER,** *Maître de conférences à l'Université Lille I, rapporteur*  
**M. Marc LAVOIE,** *Professeur à l'Université d'Ottawa, rapporteur*  
**M. Liêm HOANG-NGOC,** *Maître de conférences à l'Université Paris I*  
**M. Cuong LE VAN,** *Directeur de Recherche au CNRS (CES), président du jury*  
**M. Jacques MAZIER,** *Professeur à l'Université Paris XIII*

Mai **2008**



*L'université Paris I Panthéon – Sorbonne n'entend donner aucune approbation, ni improbation, aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.*



*A Steeve*



## Remerciements

*Mes remerciements vont tout d'abord à Liêm Hoang-Ngoc pour la confiance qu'il m'a accordée en acceptant de diriger cette thèse, pour la richesse de ses conseils, et pour sa façon de faire partager son sens critique et son enthousiasme.*

*Je souhaite ensuite exprimer ma profonde reconnaissance à Bruno Tinel ; sans lui ce travail eût été beaucoup plus long et fastidieux. L'aboutissement de cette thèse doit beaucoup à sa disponibilité à mon égard tout au long de ces années. Ses remarques, conseils ou critiques lors du suivi de ce travail ont grandement contribué à sa cohérence et à son amélioration.*

*Le travail rapporté dans la présente thèse a également bénéficié d'un environnement très favorable, tant au niveau des conditions matérielles que des compétences humaines, au sein de l'équipe CES-MATISSE. Que soit ici remercié Jean-Luc Outin, directeur de l'équipe, pour l'accueil qu'il me réserva et le soutien qu'il apporta à cette recherche.*

*Je tiens également à remercier les membres du laboratoire pour leur conseil et soutien tout au long de ces années.*

*Je commencerai par ceux qui ont occupé ou occupent le bureau 224, Sophie Divay, Emeric Lendjel, Coralie Perez et Nicolas Pons-Vignon, mon travail a largement bénéficié de nos discussions régulières. Qu'ils soient remerciés également pour leur soutien amical.*

*Beaucoup est également dû à Nicolas Canry, il m'a consacré de nombreuses heures, particulièrement au sujet de la modélisation. Sans son aide précieuse, cette thèse eût nécessité un travail prolongé. Je lui exprime ma profonde gratitude.*

*Au sein du Matisse et au-delà, je souhaite citer toutes les personnes qui, par leur intérêt pour mes recherches, par les conseils prodigués ou le soutien apporté lors des moments de doute ont permis à cette thèse d'aboutir : Muriel Pucci, Anne Fretel, Damien Sauze, Matthieu Charpe, Nadine Thévenot, Christophe Ramaux, Nathalie Berta, Heloïse Petit, Julie Valentin, Corinne Perraudin, Michaël Assous et Jean-Baptiste Gossé.*

*Angel Asensio, Michaël Clévenot, Laurent Cordonnier, Edwin le Héron, Marc Lavoie, Dominique Lévy, Jacques Mazier, Dominique Plihon, Eric Tymoigne et Franck Van de Velde ont, chacun à sa manière, grandement contribué à améliorer la qualité de cette thèse. Je les en remercie chaleureusement.*

*Une mention particulière est à réserver à ceux qui par leurs relectures, attentives et critiques, et par leur grande disponibilité lors des derniers jours de travail, m'ont apporté une aide bienvenue : Olivier Allain et Joëlle Cicchini.*

*Je remercie également les membres de ma famille pour tout le soutien, les encouragements et la confiance qu'ils n'ont cessé de m'accorder pendant toutes ces années.*

*Enfin, cette thèse n'aurait certainement jamais abouti sans la présence de Steeve à mes côtés. Il m'a toujours soutenue et encouragée tout au long de ces années. Cette thèse lui est dédiée.*



# SOMMAIRE

<b>Introduction générale.....</b>	<b>p.1</b>
Chapitre I. Réformes institutionnelles et financiarisation .....	p.21
Chapitre II. La France des années 1990 : les effets de ces réformes sur le reste de l'économie .....	p.41
Chapitre III. Des origines de la financiarisation à ses effets induits : les débats théoriques .....	p.113
Chapitre IV. Financiarisation, répartition et croissance dans les analyses postkeynésiennes .....	p.177
Chapitre V. Financiarisation et répartition : un modèle .....	p.215
Chapitre VI. Analyse des propriétés du modèle par simulations et interprétation de la trajectoire française .....	p.259
Chapitre VII. Politiques économiques et fiscales dans le cadre d'une économie financiarisée .....	p.297
<b>Conclusion générale.....</b>	<b>p.319</b>
Annexes .....	p.326
Bibliographie .....	p.343
Liste des schémas, graphiques, tableaux et encadrés .....	p.367
Tables des matières .....	p.373



## INTRODUCTION GÉNÉRALE

---

*« Dans la mesure où les actionnaires et les créanciers contrôlent efficacement les entreprises et incitent les dirigeants à en maximiser la valeur, l'efficacité avec laquelle les sociétés allouent des ressources s'améliorera et les épargnants seront plus disposés à financer la production et l'innovation. (...). Ainsi, l'efficacité des mécanismes de gouvernance influe directement sur la performance des entreprises avec potentiellement d'importantes implications sur les taux de croissance nationaux<sup>1</sup>. »*

Levine (2005), p.872

Cette citation de Levine résume l'un des principaux résultats de la théorie standard de l'entreprise. Pourtant, loin d'avoir contribué à relancer l'investissement, la propagation des principes de gouvernance d'entreprise s'est accompagnée en France d'un ralentissement de l'accumulation du capital, bien que la part des profits dans la valeur ajoutée se soit accrue et que l'influence des actionnaires se soit renforcée.

### **Le contexte institutionnel et empirique**

A partir des années 1970, de profondes réformes institutionnelles sont mises en place, en particulier concernant les institutions financières et monétaires. Principalement, l'accès aux marchés monétaires et financiers est étendu aux acteurs non financiers au cours des années 1980, le secteur bancaire est privatisé, et les marchés sont libéralisés et décloisonnés. Le rôle de l'Etat en matière de financement de l'économie, important au cours des Trente Glorieuses,

---

<sup>1</sup> "To the extent that shareholders and creditors effectively monitor firms and induce managers to maximise firm value, this will improve the efficiency with which firms allocate resources and make savers more willing to finance production and innovation. (...). Thus, the effectiveness of corporate governance mechanisms directly impacts firm performance with potentially large ramifications on national growth rates."

---

tend à reculer et un nombre important d'entreprises est privatisé. Enfin, les noyaux durs, qui organisaient des participations croisées entre entreprises afin de limiter l'influence des investisseurs institutionnels sont démantelés au cours des années 1990. Ces transformations accroissent l'influence des détenteurs du capital sur les décisions de gestion et participent à la propagation des principes de la « gouvernance d'entreprise » et de la « création de valeur pour l'actionnaire ». Le terme de « gouvernance d'entreprise » est employé pour rendre compte de la structure et de l'exercice du pouvoir au sein d'une entreprise et notamment des mécanismes qui incitent les dirigeants à gérer l'entreprise dans le sens des intérêts des actionnaires. Le terme de « valeur actionnariale » renvoie ici quant à lui à la représentation d'une firme au service exclusif de ces actionnaires. Selon notamment les économistes proches de la théorie des coûts de transaction, ces évolutions devaient permettre un accès facilité au financement pour les entreprises ainsi qu'une réorganisation de l'appareil de production menée par les actionnaires dans le sens d'une plus grande efficacité économique.

Ces transformations institutionnelles ont été accompagnées d'un changement de nature des politiques économiques. Les politiques d'inspiration keynésienne reposant sur le développement de la protection sociale et la relance de l'activité économique *via* le déficit public ont été progressivement abandonnées au profit des politiques favorisant l'offre. De la recherche d'une amélioration de la compétitivité des entreprises dans les années 1980 à la lutte contre le chômage au cours des années 1990 et 2000, la baisse des coûts salariaux se situe au centre des politiques économiques menées. Le développement des marchés financiers et la propagation des méthodes anglo-saxonnes de « gouvernance d'entreprise », alliés à la modération salariale, devaient apporter les conditions propices à une reprise de l'investissement et de la croissance. La modération salariale a engendré une restauration spectaculaire, en quelques années, de la part des profits dans la valeur ajoutée et a jugulé l'inflation. Cependant, ces réformes institutionnelles ainsi que la « désinflation compétitive » puis les « politiques actives » de l'emploi ont certes restauré la profitabilité des entreprises, mais elles n'ont pas permis de relancer l'investissement, les taux d'accumulation étant inférieurs à ceux des années 1960 et 1970. Le chômage est ainsi analysé comme lié au coût excessif du travail, notamment peu qualifié, et toute hausse de la part salariale engendrerait un recul de la profitabilité des entreprises nuisible à la croissance dans un contexte de concurrence accrue. Face aux questions actuelles de pouvoir d'achat, les débats économiques et politiques s'orientent alors vers la défiscalisation des heures supplémentaires et le partage

---

des profits dégagés entre salariés, actionnaires et entreprises, laissant de côté la question de la répartition primaire des revenus. Dans ce contexte, les solutions recherchées pour lutter contre le chômage s'orientent alors vers l'aménagement des parcours professionnels<sup>2</sup>. La « flexicurité » ou « sécurité emploi-formation » serait dans cette perspective la seule solution face au chômage. Néanmoins, ces analyses et préconisations laissent de côté la prise en compte des transformations qui ont eu lieu dans la sphère financière.

Or, les évolutions du contexte institutionnel ne peuvent être laissées de côté pour expliquer le ralentissement de la croissance et la montée du chômage. Ainsi, pour de nombreux auteurs hétérodoxes, marxistes<sup>3</sup>, régulationnistes<sup>4</sup> ou postkeynésiens<sup>5</sup>, la financiarisation explique une grande part du ralentissement de l'accumulation mais également du recul de la part salariale. Par exemple, la croissance des dividendes distribués par les entreprises non financières, principalement au cours des années 1990, amène les auteurs marxistes à parler d'une confiscation des ressources par la finance et à juger cette dernière comme responsable du ralentissement de l'accumulation<sup>6</sup>. Par conséquent, il apparaît nécessaire de mieux comprendre par quels mécanismes les évolutions des institutions financières se répercutent sur la répartition des revenus et l'emploi.

L'objet de cette thèse est d'avancer dans la connaissance que l'on peut avoir sur les interactions existant entre financiarisation, répartition des revenus et croissance, dans le cas de la France. Il s'agit d'analyser dans quelle mesure la financiarisation explique le recul de la part salariale et le ralentissement de l'investissement. Nous partons donc de deux idées principales qui structurent l'analyse.

La première renvoie au rôle des institutions dans la détermination des comportements et des dynamiques macroéconomiques. La seconde considère que le partage de la valeur ajoutée ne dépend pas de facteurs technologiques, au contraire de la théorie standard, mais qu'il occupe une place centrale dans la détermination du niveau d'activité, y compris dans une

---

<sup>2</sup> Cf. Auer et Gazier (2006).

<sup>3</sup> Cf. Duménil et Lévy (2001) et (2005).

<sup>4</sup> Cf. Boyer (2000) et Plihon (2003).

<sup>5</sup> Cordonnier (2006) et Stockhammer (2004) par exemple.

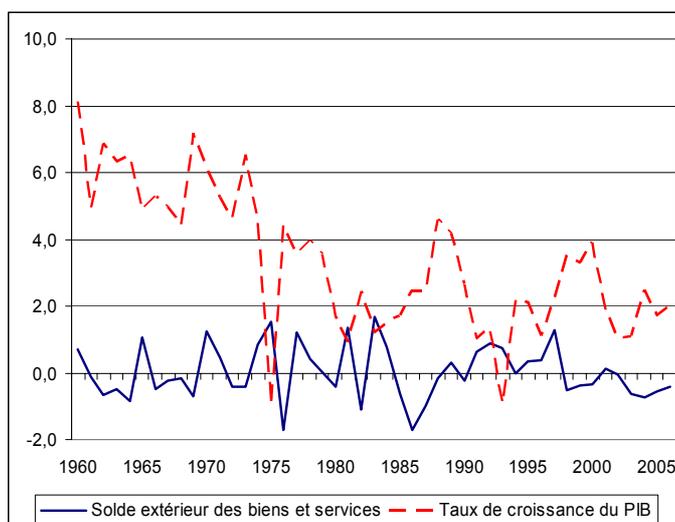
<sup>6</sup> Duménil et Lévy (2006).

économie financiarisée où se développent les revenus financiers issus du patrimoine des ménages.

Ces questions renvoient ainsi à celles des relations entre répartition des revenus et croissance, dans le contexte particulier d'une économie financiarisée. En d'autres termes, nous allons nous interroger sur les conséquences des évolutions des institutions financières sur la définition des comportements des différents secteurs institutionnels, plus précisément des ménages et sociétés non financières, et ainsi sur la dynamique macroéconomique d'ensemble.

Nous adoptons une approche en économie fermée. En effet, bien que l'économie française dépende pour partie des évolutions de son commerce extérieur, le pays garde une forte dynamique endogène, aut centrée. Plusieurs indicateurs confirment ce diagnostic, comme par exemple les écarts entre les évolutions du solde commercial et celui de la croissance. Bien que les évolutions du solde extérieur expliquent une part des variations du taux de croissance, il existe des décalages entre les évolutions de ces deux variables, y compris sur la période récente. Par exemple, alors que le solde extérieur se dégrade et devient négatif entre 2000 et 2004, la croissance repart à la hausse sur cette période. De même pour 2005 et 2006, les évolutions du solde extérieur ne semblent pas en mesure d'expliquer complètement les variations de la croissance du PIB (graphique 1).

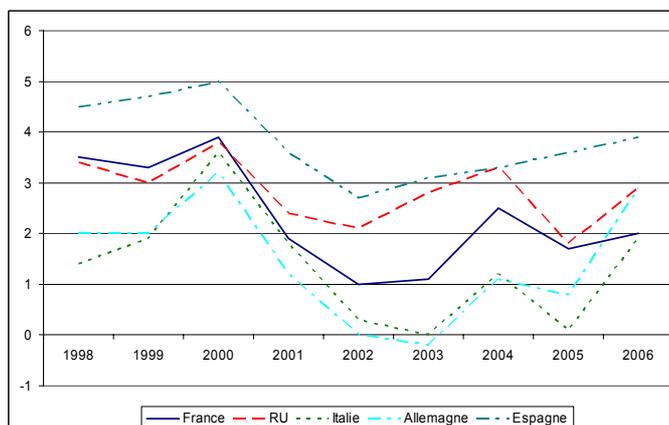
**Graphique 1 :** Contributions à l'évolution du PIB, aux prix de l'année précédente



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

En outre, les taux de croissance en niveau de la France sur la période récente divergent de ses principaux partenaires commerciaux, qui sont tous européens<sup>7</sup> (graphique 2).

**Graphique 2 :** Taux de croissance du PIB réel



Source : Eurostat.

Les différences existant entre les taux de croissance de la France et de ces pays relèvent donc surtout de facteurs internes. Notamment, il ressort du graphique 2 que les taux de croissance de la France et de l'Allemagne diffèrent de près d'un point, bien que leurs évolutions soient proches sur la période récente, alors que l'Allemagne constitue le principal partenaire commercial de la France.

Il nous semble donc intéressant, et nécessaire, de mettre l'accent sur la dynamique interne afin de comprendre les évolutions de la croissance et du chômage en France et d'approfondir pour cela l'analyse du lien pouvant exister entre les transformations de la structure institutionnelle du pays et les évolutions de la répartition. La France est en effet passée d'un rapport salarial fordien, caractérisé par une évolution concomitante entre revenus salariaux et gains de productivité qui assurait dans les années 1960 la stabilité de la part salariale, et reposant sur les négociations collectives, à un régime où la finance semble se situer au cœur

<sup>7</sup> En effet, les principaux fournisseurs de la France sont l'Allemagne avec 68,8 milliards d'euros en 2006, l'Italie (36,1 milliards), la Belgique (35,4), l'Espagne (29,1) et le Royaume-Uni (26). Ces mêmes pays constituent également les principaux clients de la France. Ainsi, l'Allemagne constitue le premier client avec 55,8 milliards d'euros, puis se sont ensuite l'Espagne (37,9), l'Italie (35), le Royaume-Uni (32,7) et la Belgique (28,5).

---

du fonctionnement macroéconomique. Certaines évolutions laissent entrevoir l'ampleur de ces transformations :

- fort accroissement des dividendes distribués, qui passent de 25% des profits après impôts des sociétés non financières (SNF) en 1965 à 65% en 2006<sup>8</sup>
- recul spectaculaire de la part salariale de cinq points, passant d'une moyenne proche de 70% de la valeur ajoutée des SNF dans les années 1960 à 65% dans les années 1990 et 2000
- essor d'un chômage de masse qui concerne près de 10% de la population active en 2006 alors qu'il se situait sous les 3% au début des années 1970

Dans le même temps, le taux d'accumulation connaît un ralentissement tendanciel, tout comme le taux de croissance.

### **Le cadre théorique de référence**

Afin d'étudier les liens entre transformations des institutions financières, évolutions de la répartition des revenus et croissance, l'approche utilisée dans cette thèse s'appuie sur les théories hétérodoxes, et plus particulièrement régulationnistes et postkeynésiennes, lesquelles ont de nombreuses caractéristiques communes<sup>9</sup>. Certes, il aurait été possible de réfléchir dans le cadre des modèles standard. Cependant, l'analyse standard ne met pas particulièrement l'accent ni sur la répartition des revenus ni sur l'évolution des systèmes de financement. Ainsi, à long terme, la répartition des revenus est considérée comme stable, étant déterminée par la contribution productive de chaque facteur de production. En outre, le théorème de Modigliani-Miller (1958) arrive à la conclusion d'une neutralité des formes de financement quant aux décisions d'investissement. Dans ce cadre, la financiarisation n'aurait pas d'impact sur l'accumulation du capital et ne constitue donc pas un objet d'étude. Ce cadre apparaît alors peu adapté pour traiter de notre problématique qui s'inscrit dans une démarche macroéconomique et institutionnelle tournée vers l'histoire.

---

<sup>8</sup> Source : INSEE, Comptes nationaux.

<sup>9</sup> Cf. Lavoie (2005).

---

Au contraire, dans la tradition de Ricardo, Marx et Kalecki, l'hétérodoxie s'est construite autour de la relation entre répartition des revenus et croissance. Bien qu'il existe d'importantes différences dans les analyses de ces auteurs, la relation entre répartition et accumulation y est centrale. Ainsi pour Ricardo (1821) par exemple, la dégradation de la productivité des terres cultivées entraîne un accroissement des salaires lié au renchérissement du prix du blé qui vient réduire le taux de profit et ainsi l'accumulation, jusqu'à ce que l'économie atteigne un état stationnaire. Pour Marx (1867) également, la répartition est centrale dans l'analyse. Il existe pour cet auteur, comme pour Ricardo, une relation positive entre le taux de profit et l'accumulation du capital, mais négative entre la part des salaires et le taux de profit. La substitution entre le capital et le travail qui provient de la recherche constante par les entreprises d'une hausse du taux de plus-value conduit à son effet inverse, le travail étant le seul facteur créateur de valeur. La principale conséquence est un ralentissement de l'accumulation du capital, facteur de crise du capitalisme. La question de la répartition des revenus et de son impact sur la production est donc bien présente dans l'analyse de ces deux auteurs.

On retrouve cette place importante de la répartition dans les analyses kaleckiennes, bien que les conclusions de ces travaux soient contraires à celles des deux auteurs précités. Pour Kalecki (1938), ce n'est plus la quantité de travail nécessaire à la production des biens de consommation ouvrière mais le degré de monopole qui détermine la répartition des revenus. Surtout, pour Kalecki, il existe une relation positive entre part salariale et taux d'accumulation, à l'inverse des auteurs classiques. Bien que les déterminants de l'investissement soient complètement différents entre auteurs classiques (Marx et Ricardo) et kaleckiens, ils se rejoignent sur le caractère déterminant des évolutions de la répartition des revenus sur celles de l'accumulation du capital.

Derrière cette thématique, émerge celle de l'absence de neutralité de la monnaie, qui constitue l'un des piliers des théories hétérodoxes<sup>10</sup>. Marx a introduit le rôle de la monnaie dès l'analyse de l'échange, ainsi l'analyse des crises du mode de production capitaliste est notamment fondée sur l'idée d'une interruption de la circulation monétaire : la détention de monnaie peut ouvrir la possibilité de crises de débouchés. Il remet ainsi en question la loi de

---

<sup>10</sup> Ricardo lui-même ne serait pas nécessairement le tenant d'une conception orthodoxe, cf. Deleplace (1998) et (1999).

---

Say en introduisant la possibilité d'une rupture entre l'offre de biens et la demande sous forme de sa contrepartie monétaire. Dès lors, la monnaie n'est pas qu'un simple moyen d'échange, elle peut être conservée pour elle-même et divise l'échange marchand en deux opérations distinctes.

L'analyse keynésienne place la monnaie au centre de son argumentation, en reposant sur une conception de l'économie moderne en tant qu'économie monétaire de production, par opposition à l'économie réelle dont traite l'analyse standard. Van de Velde (2005) montre ainsi que le caractère endogène donné à la monnaie, et notamment ses fonctions de réserve de valeur et d'intermédiaire de production, conduit à rejeter les institutions développées par l'analyse néoclassique (marché des fonds prêtables, marché du travail contre biens) au profit de l'existence d'institutions spécifiques aux économies monétaires de production : marché du travail contre salaire monétaire, marchés des biens contre dépenses monétaires et marché des titres contre monnaie.

### **Approche adoptée et étapes de l'analyse**

Cette distinction se situe au cœur de la divergence entre analyse keynésienne et néoclassique et conduit à rejeter l'analyse du chômage en termes de déséquilibres sur le marché du travail liés à des facteurs réels, ou à des rigidités salariales. Il en découle une inversion de la relation entre épargne et investissement. L'économie peut manquer de monnaie dans le cadre de l'analyse keynésienne mais elle ne peut être atteinte par une insuffisance de l'épargne ; laquelle découle des revenus issus de l'investissement et par suite de la production.

L'approche que nous développons ici est donc globale, de type holiste et institutionnaliste, mettant en relation la détermination de la répartition des revenus, des conditions de financement des entreprises et de l'accumulation du capital dans un contexte d'existence de rapports de forces entre classes sociales et d'absence de neutralité de la monnaie. Dans ce cadre, l'utilisation des modèles stocks-flux et l'intégration cohérente d'un point de vue comptable des ménages, des entreprises et des banques permettent de mettre en avant ce

---

caractère endogène et non neutre de la monnaie. Ces modèles permettent à la fois d'introduire les variables financières et les déterminants de la répartition.

Dans cette perspective, l'analyse de l'influence de la financiarisation sur la répartition des revenus et la dynamique macroéconomique renvoie à plusieurs questions qui constituent autant d'étapes de cette recherche.

Dans un premier temps, il convient de donner une définition de la financiarisation. L'approche adoptée pour cela est inductive et historique. La définition à laquelle nous allons aboutir découle de l'examen des transformations institutionnelles et des évolutions macroéconomiques qui ont eu lieu en France depuis la fin des années 1970. Les données de la comptabilité nationale sont pour cela mobilisées. Dans un deuxième temps, il est nécessaire d'analyser l'impact de la financiarisation sur les comportements macroéconomiques (investissement, consommation, taux de marge) et donc sur la croissance. Enfin, la dernière étape consiste à déterminer dans quelle mesure les évolutions de la répartition des revenus modifient la dynamique macroéconomique dans un régime financiarisé.

Nous cherchons alors un cadre théorique permettant d'intégrer à la fois la dimension de financiarisation de l'économie, et donc les transformations institutionnelles en cours depuis la fin des années 1970, et les questions de répartition et de spécification des fonctions de comportements. En effet, afin de répondre aux questions que nous nous posons, il convient à la fois de déterminer comment se forme la répartition des revenus dans un contexte de financiarisation et quels sont les déterminants des fonctions de consommation mais surtout d'investissement.

Pour cela, la méthode utilisée fait une large part à l'analyse historique et institutionnelle. Il s'agit, dans cette perspective, de comprendre quels sont les facteurs de la financiarisation et comment cette dernière influe sur l'investissement et la répartition des revenus. Néanmoins, une telle démarche nécessite le recours à des hypothèses théoriques qui seront formulées au travers d'une analyse de la littérature économique, qui porte à la fois sur la financiarisation, en prenant en compte ses facteurs et effets induits, et sur les liens entre répartition des revenus et croissance. Il s'agit de confronter les différentes approches de la financiarisation et de les

---

évaluer au regard des données empiriques issues de l'analyse descriptive de l'économie française depuis les années 1970.

Ceci nous a conduit vers deux orientations théoriques :

- la première, qui renvoie à la seconde étape de cette recherche, concerne les travaux hétérodoxes<sup>11</sup> portant sur les transformations du capitalisme contemporain. Plus particulièrement, nous nous focalisons sur l'analyse des facteurs de la financiarisation ainsi que sur ses conséquences institutionnelles. En effet, nous considérons que le cadre institutionnel va déterminer de façon prépondérante le fonctionnement macroéconomique.
- la question de la détermination du fonctionnement macroéconomique renvoie plus précisément aux analyses postkeynésiennes d'inspiration cambridgienne et kaleckienne, ayant analysé les déterminants de la répartition primaire des revenus et la composition de la demande sur le marché des biens. Nous avons également combiné ces analyses avec celles portant plus spécifiquement sur la financiarisation afin de préciser les fonctions de comportement en prenant en compte le cadre institutionnel particulier d'une économie financiarisée.

### *L'analyse régulationniste de la financiarisation*

L'approche théorique développée dans cette thèse est donc proche de celle de la théorie de la régulation<sup>12</sup>. En effet, l'analyse macroéconomique présentée s'inscrit dans un cadre historique et institutionnel particulier, et ne représente en aucun cas un modèle anhistorique. L'élaboration des équations principales du modèle, notamment la fonction d'investissement et la détermination du taux de marge, repose sur une analyse préalable des transformations quantitatives et qualitatives du capitalisme contemporain. Nous partons de l'hypothèse que la définition des institutions<sup>13</sup>, qui résulte de conflits et de compromis nationaux, conditionne en

---

<sup>11</sup> Nous nous sommes particulièrement centrée sur les analyses régulationnistes, marxistes et postkeynésiennes.

<sup>12</sup> Cf. Boyer (1986) et Boyer et Saillard (2002).

<sup>13</sup> «[Les institutions sont] un moyen, en général immatériel, font souvent intervenir le droit et ont pour effet de structurer les interactions entre organisations (et éventuellement individus), réduisant l'incertitude qui serait

---

grande partie les régularités macroéconomiques propres à un régime particulier. En d'autres termes, l'histoire politique, sociale et monétaire détermine le cadre de fonctionnement de l'économie. Notre démarche est donc très proche de celle de la théorie de la régulation, dont le cœur consiste à approfondir la théorie macroéconomique kaleckienne à la lumière des enseignements de l'histoire économique longue et des transformations contemporaines des capitalismes (Boyer et Saillard, 2002).

Comme le définit Boyer, le terme de régulation désigne « *l'ensemble des processus formalisés ou implicites qui concourent à l'ajustement de la production et de la demande sociales et correspondent à un état donné des formes d'organisation et des structures productives*<sup>14</sup> ».

#### *Un modèle « stock-flux » kaleckien*

Afin d'articuler la modélisation des institutions et donc la prise en compte des variables de financiarisation, ce qui conduit à modifier les fonctions de comportement, et la détermination de la répartition des revenus, nous utilisons un modèle de type « stocks-flux » ou « *Stock-Flow Consistent* ». Cette méthodologie a été développée autour de James Tobin à Yale dans les années 1970 et 1980<sup>15</sup> et de Wynne Godley à Cambridge<sup>16</sup>, puis plus récemment, approfondie par Godley et Lavoie<sup>17</sup>. Ce type de modèle repose sur l'élaboration de matrices de comptabilité qui exposent les flux circulant entre chaque secteur institutionnel de la maquette et les comptes de patrimoine de ces secteurs. A partir de cette méthode, il est possible de prendre en compte de façon cohérente les interactions entre les flux monétaires et les stocks inscrits dans les bilans des secteurs institutionnels.

Ce cadre comptable cohérent sert de base à l'élaboration des fonctions de comportement, qui représentent le cœur du modèle. Afin d'élaborer ces équations, nous utilisons donc les hypothèses issues de la revue de littérature sur les modèles postkeynésiens de répartition.

---

*associée au déploiement d'une multiplicité de comportements stratégiques opérant dans un espace dénué de points de repères et de règles. L'institution régit tout à la fois les sphères politiques et économiques* ». (Définition de Boyer et Saillard, 2002, p.540).

<sup>14</sup> Boyer (1986), p.20.

<sup>15</sup> Backus, Brainard et Tobin (1980).

<sup>16</sup> Godley et Cripps (1983).

<sup>17</sup> Godley et Lavoie (2001) et (2007).

---

L'intégration des variables représentant la financiarisation est quant à elle effectuée à partir de l'analyse des transformations du capitalisme contemporain et de son fonctionnement au regard à la fois des théories hétérodoxes traitant de la financiarisation et des résultats de l'étude empirique effectuée à partir des données de la comptabilité nationale française. Le choix des hypothèses et la détermination des fonctions de comportement sont donc fondés à la fois sur une analyse de la littérature et sur des données empiriques. Le rapprochement entre les deux permet de valider la forme des équations retenues dans le cadre de l'étude de la France depuis la fin des années 1970.

Il est alors possible d'établir un modèle analysant à la fois les déterminants de la répartition et les fonctions de comportement en intégrant des variables financières, tout en conservant une cohérence comptable et en s'assurant donc qu'il n'y ait pas « *de trou noir*<sup>18</sup> » car chaque flux monétaire a ses tenants et ses aboutissants. Un tel cadre théorique permet de prendre en compte les revenus issus du patrimoine et donc l'impact de la financiarisation sur la formation des revenus et les comportements de consommation. Cette méthode permet ainsi d'intégrer de façon cohérente les interactions financières entre secteurs institutionnels, et d'apporter les modifications nécessaires aux fonctions de comportement sans laisser de variables inexplicées. Par conséquent, nous pouvons analyser à la fois la détermination de la répartition et les interactions entre répartition et croissance dans le cadre d'une économie financiarisée.

### *Une résolution par simulations*

Afin de fournir une analyse narrative du fonctionnement du régime d'accumulation de la France, et plus précisément des interactions entre financiarisation, répartition des revenus et croissance, le modèle est étudié par simulations numériques. Le développement de l'informatique permet notamment de résoudre les modèles composés d'un grand nombre d'équations et à décalages temporels, grâce aux simulations numériques. Les équations du modèle sont paramétrées selon des valeurs réalistes d'un point de vue économique et qui permettent la convergence vers un état stationnaire. Des chocs sont ensuite introduits sur les principales variables exogènes, et notamment les variables représentant la financiarisation. Le

---

<sup>18</sup> Godley W. (1996), p.7.

---

nouvel état d'équilibre atteint après le choc est ensuite comparé à l'état stationnaire d'origine. Cette méthode permet de fournir une analyse précise des enchaînements à l'œuvre après un choc et donc de comprendre les dynamiques macroéconomiques. Les résultats sont ensuite comparés aux données empiriques afin de voir dans quelle mesure la financiarisation explique les tendances macroéconomiques observées en France depuis la fin des années 1970.

Ce type de méthodologie est également utilisé par des économistes orthodoxes. Cependant, à la différence de l'analyse néoclassique, le processus d'ajustement à l'état stationnaire repose sur de simples fonctions de réaction aux déséquilibres et non pas sur des fonctions de maximisation. De même, les agents, ou plutôt ici les secteurs institutionnels, ne disposent pas d'une information parfaite et ne connaissent pas parfaitement le fonctionnement du système économique. Il n'y a donc pas d'hypothèse d'anticipations rationnelles et les institutions et conventions occupent une place centrale dans la détermination des comportements. Comme le soulignent Godley et Lavoie (2007), de telles hypothèses renvoient à l'existence d'une rationalité procédurale, ou raisonnable<sup>19</sup>. Le modèle est également « tiré par la demande » et le seul marché pour lequel les prix assurent l'équilibre est le marché des titres. Pour les autres, les ajustements se font par les quantités et dépendent du niveau de la demande. Les agents ou secteurs institutionnels se fixent des normes ou des cibles et agissent par rapport à celles-ci et aux anticipations qu'ils détiennent par rapport au futur. Dans le cadre analytique développé par Godley et Lavoie, avec les normes concernant les stocks et les flux, la formation des anticipations ne constitue pas un point crucial. Les agents ne connaissent que les valeurs prises par les ratios au cours des périodes précédentes et non pas celles de la période courante. Cette information à propos du passé leur permet d'établir des prévisions quant aux valeurs futures, mais dans un contexte d'incertitude.

---

<sup>19</sup> « reasonable rationality », Godley et Lavoie (2007), p.16.

## Plan de la thèse

Les étapes successives de cette recherche renvoient aux différents chapitres. Ainsi, le **premier chapitre** montre les évolutions des institutions financières et monétaires françaises ainsi que de la propriété du capital des entreprises. Ces éléments sont en effet essentiels pour comprendre comment se sont modifiés les comportements des entreprises et des ménages.

Le **second chapitre** ébauche une définition empirique de la financiarisation fondée sur l'analyse des évolutions macroéconomiques et institutionnelles de la France depuis la fin des années 1970. Pour cela, nous avons utilisé les données des comptes nationaux, et plus particulièrement celles des sociétés non financières (SNF). Trois principaux faits stylisés se dégagent et permettent de définir la financiarisation en France :

- le taux de marge des SNF s'accroît fortement au cours des années 1980 pour se stabiliser par la suite à un niveau supérieur à celui des années 1960. En d'autres termes, la part salariale recule ;
- malgré cet accroissement de la part des profits, le taux d'accumulation diminue de façon tendancielle sur la période étudiée ;
- enfin, les revenus distribués par les SNF, et notamment les dividendes, augmentent, surtout dans les années 1990.

Ces évolutions s'effectuent dans un contexte de transformations des modalités de financement de l'investissement, avec une forte hausse de l'autofinancement et une part croissante des émissions de titres. La financiarisation semblerait donc à ce stade représenter une nouvelle norme sociale de répartition des revenus, qui voit baisser la part salariale et s'accroître les dividendes distribués.

L'analyse des facteurs de la financiarisation et de son impact à la fois institutionnel et macroéconomique, au regard des principaux courants hétérodoxes, nous permet de poser dans le **troisième chapitre** le cadre institutionnel du modèle. Les modèles hétérodoxes ont en effet évolué afin d'intégrer les transformations institutionnelles qui ont lieu depuis la fin des années 1970. L'analyse de ces évolutions théoriques permet de faire ressortir le rôle central des institutions financières et monétaires dans l'explication des évolutions institutionnelles et

---

macroéconomiques. De plus, elle permet également de fournir une définition qui comprend une dimension institutionnelle de la financiarisation. Un autre résultat de ce chapitre concerne les canaux par lesquels la financiarisation modifie la dynamique macroéconomique. Ainsi, la majorité des études hétérodoxes, notamment marxistes et régulationnistes, sur la financiarisation, font ressortir l'impact négatif de cette dernière à la fois sur l'accumulation du capital et sur la répartition primaire des revenus. Cependant, de la confiscation des ressources par la finance au renforcement de la sélectivité des projets d'investissement lié au poids croissant des actionnaires dans les décisions de gestion, les explications des canaux de transmission de la financiarisation peuvent diverger entre les courants. A partir de la spécification du cadre institutionnel du modèle, ce chapitre permet de formuler les hypothèses théoriques quant aux fonctions de comportement qui sont affectées par la financiarisation. Le rapprochement de ces conclusions avec les faits stylisés établis dans le premier chapitre permet de valider les hypothèses retenues. Trois principaux résultats se dégagent :

- l'accroissement du pouvoir des actionnaires dans les décisions de gestion tend à déprimer l'investissement
- les exigences de rentabilité financière se sont répercutées sur le rapport salarial, en exerçant des pressions à la baisse sur la part salariale
- le développement de l'épargne financière tend à accroître les revenus du patrimoine des ménages et serait susceptible pour certains auteurs de permettre l'instauration d'un régime de croissance « tiré par la finance ».

Cependant, à ce stade, la forme des fonctions de comportement demeure peu spécifiée. Notamment, il manque à ce niveau de notre recherche des éléments afin de formuler la fonction d'investissement ainsi que celle de la répartition primaire des revenus, qui constituent le cœur de la problématique de cette recherche. De même, les canaux par lesquels la dynamique de la répartition agit sur celle de la croissance ne sont pas spécifiés. Afin de formuler ces équations, le **quatrième chapitre** étudie, par le biais d'une revue de littérature sur les modèles postkeynésiens de répartition, à la fois les déterminants de la répartition primaire des revenus et les relations entre répartition et croissance. Trois types de modèles sont distingués : les modèles cambridgiens, kaleckiens et *wage-led - profit-led*. La répartition des revenus dépend de facteurs macroéconomiques dans les modèles cambridgiens et est déterminée de façon endogène, alors qu'elle dépend de rapports de forces et du pouvoir de

---

monopole dans les modèles kaleckiens, où elle se détermine en fonction du taux de marge, ce dernier étant en général exogène. En outre, alors que les modèles kaleckiens établissent un lien positif entre part salariale et taux d'accumulation, ce lien n'est pas automatique dans les modèles *wage-led* - *profit-led*, où il dépend de la valeur des paramètres. Dans leur majorité, les modèles qui se placent dans ces courants analysent des économies de type managérial. Cependant, certains auteurs<sup>20</sup>, compte tenu des transformations institutionnelles et macroéconomiques dont nous rendons compte dans les trois premiers chapitres, ont prolongé ces modèles dans le cadre d'une économie financiarisée, sans que cela ne modifie véritablement les résultats des modèles initiaux.

Ces chapitres nous permettent donc de spécifier les hypothèses et les comportements relevant de la financiarisation de l'économie ainsi que le type de modèle qui servira de base à l'analyse, c'est-à-dire les modalités par lesquelles les variations de la répartition des revenus affectent l'accumulation du capital et la croissance économique. Afin de choisir les hypothèses et le type de modèle retenus, nous avons confronté les résultats des modèles étudiés dans la revue de littérature aux faits stylisés dégagés dans le deuxième chapitre. En définitive, nous retenons deux aspects importants qui découlent de l'examen de la littérature économique menée dans les chapitres 3 et 4, et que nous utiliserons dans le modèle présenté dans le cinquième chapitre :

- la répartition primaire des revenus est déterminée à la fois par des variables macroéconomiques et par des variables exogènes reflétant le rapport de force et il convient d'introduire le pouvoir des actionnaires afin de rendre compte de la financiarisation. La répartition primaire des revenus doit donc être déterminée de façon endogène.
- La financiarisation affecte de façon négative l'investissement et surtout, le recul de la part salariale engendre un ralentissement de l'accumulation du capital et de la croissance, y compris dans un régime financiarisé.

---

<sup>20</sup> Boyer (2000), Commendatore (2003), Cordonnier (2006), Stockhammer (2005-6), etc.

Il existe peu de modèles formalisés qui prennent en compte à la fois l'impact de la financiarisation sur la répartition des revenus et les interactions entre répartition et dynamique macroéconomique dans le cadre d'une économie financiarisée. L'étape suivante de cette recherche consiste donc à proposer un modèle approfondissant la compréhension de ces deux aspects.

Nous avons alors adopté un cadre théorique permettant d'intégrer ces deux dimensions, c'est-à-dire la détermination de la répartition des revenus et de la demande. Le modèle du **chapitre 5** est donc un modèle kaleckien, où les liens entre part des salaires, taux d'accumulation et taux de profit peuvent être spécifiés et sont positifs.

Restituer l'analyse de l'impact de la financiarisation sur la répartition et la croissance économique dans un cadre kaleckien soulève plusieurs questions théoriques :

- comment expliquer le recul de la part des salaires dans le contexte de financiarisation ?
- quels sont les facteurs qui expliquent le recul du taux d'accumulation ?
- comment la rentabilité économique des entreprises a-t-elle pu se maintenir au cours des années 1990 alors que le taux d'accumulation avait tendance à reculer ?

Un des enjeux du chapitre 5 réside dans la construction d'un modèle qui permette de répondre à ces interrogations. Pour cela, nous accordons une attention particulière à la formulation de la détermination de la répartition primaire des revenus et de la fonction d'investissement. La formulation des équations du modèle mais surtout ses résultats sont confrontés à la littérature que nous avons présentée dans les chapitres 3 et 4 ainsi qu'aux faits stylisés dégagés dans le second chapitre. Les points essentiels portent donc sur :

- la détermination du taux de marge, qui devient endogène. Elle dépend de facteurs institutionnels qui déterminent le rapport de force entre salariés, actionnaires et gestionnaires et qui sont représentés par les normes de rentabilité financière exigée par les actionnaires. Des facteurs macroéconomiques influencent également la détermination du taux de marge, en modifiant le rapport de forces entre classes sociales. Il s'agit notamment du taux de chômage, qui influe sur le pouvoir de négociation des salariés.

- les déterminants de l'investissement, qui sont endogènes, doivent également être spécifiés. Il ressort de l'analyse du troisième chapitre que la financiarisation exerce un impact négatif sur l'investissement, ce qui va dans le sens de l'analyse des données empiriques. Afin de rendre compte de cet effet, les normes de rentabilité financière exigée par les actionnaires sont introduites de façon négative dans la fonction d'investissement. Le pouvoir accru des actionnaires tend à renforcer la sélectivité des projets d'investissement avec, comme objectif, d'accroître la rentabilité financière. Les anticipations de demande jouent également un rôle prépondérant dans la détermination des comportements d'investissement. Ces anticipations dépendent en grande partie de la vigueur de la consommation, qui dépend elle-même de la répartition primaire des revenus.

Par ailleurs, il est également important d'étudier les évolutions des comportements de consommation suite au développement de l'épargne financière des ménages. Plusieurs travaux ont porté sur l'existence d'un éventuel effet richesse et ses répercussions en terme de croissance<sup>21</sup>. Toutefois, l'impact de la financiarisation sur la consommation ne passe pas uniquement par l'existence d'un effet richesse lié aux variations des cours des titres, mais également par la distribution croissante de dividendes, ce que certains auteurs postkeynésiens ont également étudié<sup>22</sup>.

Les résultats issus des simulations numériques du **chapitre 6** montrent que la financiarisation n'a pas modifié les relations entre taux de marge et taux d'accumulation mises en avant par les modèles kaleckiens. Avec une démarche différente, nous retrouvons également les résultats d'auteurs postkeynésiens quant à l'impact négatif d'un accroissement du pouvoir des actionnaires sur l'investissement et la part salariale. Cependant, un tel accroissement ne peut conduire dans notre modèle à un régime tiré par la finance, ce qui provient de la différence que nous avons établie entre rendement exigé et rendement effectif. Par contre, nous retrouvons les effets positifs d'un accroissement des dividendes distribués sur la consommation, le taux de rendement des titres et donc au final la part des salaires et la croissance. Le régime d'accumulation financiarisé comprend donc des tendances

---

<sup>21</sup> Boyer (2000), Poterba (2000), Stockhammer (2005-6).

<sup>22</sup> Cordonnier (2006), Van Treeck (2007).

---

contradictoires qui peuvent à terme générer des déséquilibres : alors que le développement du financement par émissions de titres et l'accroissement du pouvoir des actionnaires tendent à déprimer la part salariale et l'investissement, l'accroissement des dividendes distribués provoque des effets inverses. De plus, si un choc provoque un recul de la part salariale, il n'existe pas de mécanisme naturel assurant un redressement de celle-ci, ce qui conduit à une stabilisation de la demande à un niveau trop faible pour sortir de situations d'équilibre de sous-emploi.

Dans ce cadre, il est alors intéressant de se pencher sur les moyens à disposition de l'Etat pour rétablir la part salariale et relancer l'activité économique, dans une économie financiarisée. Le **chapitre 7** élargit ainsi le modèle aux considérations de politique économique et de répartition secondaire, en étudiant dans un premier temps les politiques fiscales de redistribution, qui consiste en un prélèvement effectué sur certains secteurs institutionnels et le versement de prestations aux ménages, et dans un deuxième temps les politiques budgétaires de relance, financées par la politique fiscale mais également par l'endettement. Ce chapitre ne représente qu'une ébauche, un essai, et il serait possible de mener encore de nombreuses modélisations sur ce thème. Nous confrontons enfin les principales conclusions avec les politiques fiscales et budgétaires menées en France depuis le milieu des années 1980 afin d'apporter des précisions quant aux résultats portant sur l'explication de la trajectoire française.

Enfin, nous concluons.



# CHAPITRE I

## REFORMES INSTITUTIONNELLES ET FINANCIARISATION

---

Depuis la fin des années 1970, la France connaît des transformations majeures, aussi bien sur les plans macroéconomique qu'institutionnel. De nombreux auteurs parlent d'une tendance à la financiarisation de l'économie française (Plihon, 2003 ou Duménil et Lévy, 2005 par exemple). Les définitions varient, certaines sont très larges. Ainsi, par exemple pour Dore (2002), les transformations subies par les modèles nationaux de capitalisme ont conduit à l'accroissement de la domination de l'industrie financière sur les autres activités économiques. Les évolutions en cours dans la sphère financière se répercuteraient donc sur l'ensemble des activités économiques. Pour cet auteur, la financiarisation a également un impact microéconomique. Elle renvoie au rôle croissant des contrôleurs financiers dans le management des entreprises, à la croissance de la part des actifs financiers sur le total des actifs ainsi qu'à l'impact de plus en plus grand du marché financier comme facteur de détermination de la stratégie des entreprises, via le rôle exercé sur le contrôle des entreprises (pouvoir du conseil d'administration, menace de revente des actions si les objectifs de gestion ne sont pas atteints par les managers, etc.). La financiarisation se réfère également, pour ce qui est de son impact sur le plan macroéconomique, au caractère déterminant des fluctuations des marchés financiers sur les cycles économiques<sup>1</sup>.

La méthode que nous mobilisons dans ce chapitre n'est ni une approche historique de la réglementation ni une approche socio-historique des institutions, même si ce type d'analyse serait très intéressant à mener<sup>2</sup>. Il s'agit uniquement de retracer au regard de la présentation

---

<sup>1</sup> Pour une revue des différentes définitions, voir Epstein (2005). L'auteur donne également une définition très large : « *financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies* » (Epstein, 2005, p.3).

<sup>2</sup> Voir par exemple pour une analyse de ce type l'ouvrage de Sabine Montagne (2006) à propos des Etats-Unis.

des principales réformes mises en œuvre les grandes évolutions du système financier français et de la structure de la propriété des entreprises. La présentation de ces transformations est essentielle afin de comprendre les évolutions macroéconomiques contemporaines. En effet, pour les auteurs cités précédemment, ce sont les transformations du système financier qui sont à l'origine de la nouvelle dynamique macroéconomique<sup>3</sup>.

Afin d'analyser par quels mécanismes la financiarisation, et donc les évolutions des institutions financières et monétaires, a eu des répercussions sur la dynamique macroéconomique et plus particulièrement la répartition, il convient d'abord d'étudier les évolutions de ces institutions. Nous allons donc examiner dans ce chapitre quelles ont été les principales réformes menées au niveau monétaire et financier et leurs conséquences sur le rôle des marchés financiers et des banques (1). Par ailleurs, il n'est possible de comprendre pleinement les transformations en cours qu'en étudiant les évolutions de la propriété du capital, et notamment les privatisations et la montée en puissance des investisseurs institutionnels, principaux vecteurs de la propagation des principes de « gouvernance d'entreprise » (2). En effet, les privatisations ont eu tendance à amoindrir les spécificités institutionnelles de l'économie française.

## **1 De l'encadrement du crédit à la libéralisation financière**

A partir des années 1970, des politiques sont mises en place en France pour développer les marchés financiers. Le système financier évolue ainsi d'un modèle reposant sur l'Etat et le secteur bancaire (1.1) à un système où les marchés prennent une place croissante (1.2). Il s'ensuit une forte hausse de la capitalisation boursière et des cours (1.3) ainsi qu'un recul du taux d'intermédiation, synonyme de réorientation des stratégies des banques (1.4).

### ***1.1 La France des Trente Glorieuses : un système financier reposant sur l'Etat et le secteur bancaire***

Dans les années 1950, le secteur financier français reposait dans une large mesure sur le secteur nationalisé. Dès l'après-guerre, l'Etat se situe au centre du financement de l'économie

---

<sup>3</sup> Nous discuterons précisément de cette hypothèse dans le troisième chapitre.

et oriente les financements vers les secteurs jugés prioritaires. Il assure le financement des entreprises publiques par l'intermédiaire du Fonds de modernisation et d'équipement mais également les entreprises privées par le biais des institutions financières non bancaires et plus particulièrement les institutions financières spécialisées (Crédit National, Sociétés de développement régional, etc.). La loi du 2 décembre 1945 nationalise la Banque de France ainsi que les quatre plus grandes banques de dépôts.

L'Etat commence à se désengager du financement de l'économie à partir des années 1960 en incitant les banques à y participer davantage. L'économie devient une économie d'endettement dans laquelle le financement est assuré par crédit auprès des institutions financières (Delaplace, 2006). Plusieurs réformes contribuent ensuite à modifier le comportement des banques, avec l'objectif de permettre une déspecialisation de l'activité bancaire et un accroissement de la concurrence. Les réformes Debré de 1966-67 ont allégé les contraintes de spécialisation pesant sur les banques en supprimant la distinction entre banques de dépôts et banques d'affaires et ont instauré la liberté d'ouverture de guichets (Scialom, 2006). Les crédits distribués par les banques ont fortement augmenté à la suite de ces réformes<sup>4</sup>. Les banques accroissent alors leur intermédiation de marché et deviennent des acteurs majeurs du développement des marchés financiers. Elles agissent entre autres par la prise de participation dans des entreprises non financières.

Au début des années 1980, l'Etat mène une politique volontariste. Les nationalisations décidées par la loi du 11 février 1982 concernent les trente-six premières banques françaises dont les dépôts excèdent un milliard de francs. L'objectif de cette mesure était de mener une politique bancaire pour accompagner la politique industrielle. Au début des années 1980, 80 % des dépôts et des crédits étaient gérés sous le contrôle direct ou indirect de l'Etat (Scialom, 2006).

A partir du milieu des années 1980, le système de financement devient de plus en plus libéralisé sous l'impulsion de l'Etat et de la construction européenne.

---

<sup>4</sup> Ils sont passés de 88 milliards de francs en 1962 à 258 milliards en 1969 puis 451 milliards en 1973 (Delaplace, 2006).

## **1.2 Les années 1980 et 1990 : réformes institutionnelles et développement des marchés financiers**

Le système de financement français de l'investissement reposait surtout sur l'endettement au cours des Trente Glorieuses. Les réformes menées alors ont pour objectif de développer un marché des financements dans lequel les demandeurs arbitrent librement entre les différentes offres. La concurrence se renforce ainsi entre marchés et intermédiaires financiers. L'importance croissante des marchés financiers libéralisés par rapport aux intermédiaires financiers s'appuie sur plusieurs réformes. D'abord la libéralisation financière accompagnée d'une privatisation des entreprises industrielles et financières, puis la création d'un vaste marché des capitaux, notamment à l'échelle européenne et la création de la monnaie unique renforcent le caractère financier de l'économie (Plihon, 2003). L'accroissement du financement par émission de titres s'explique en grande partie par la libéralisation et le décloisonnement des marchés de capitaux. Le marché financier est réformé au cours des années 1980 pour favoriser son développement et son internationalisation.

### **1.2.1 L'ouverture du marché monétaire**

En France, la loi bancaire de 1984 met fin au régime de taux d'intérêt différenciés et fonde le concept d'établissement de crédit en éliminant la séparation entre banque de dépôt et banque d'affaire. Les établissements de crédit sont habilités à effectuer toutes les opérations de banque mais aussi la quasi-totalité des opérations de finance.

En 1985 débute également le processus de décloisonnement, qui consiste à réduire le nombre de marchés spécifiques (circuit bancaire et du Trésor, réseaux mutualistes et caisses d'épargne, etc.). L'une des réformes principales est celle de 1986 qui ouvre le marché monétaire aux agents non financiers (ménages et entreprises) et crée un marché d'options. L'introduction des titres de créances négociables et des bons du Trésor négociables participe à la mise en place du chaînon manquant entre le marché interbancaire et le marché obligataire (de Boissieu, 2006). Les entreprises peuvent émettre des billets de trésorerie sur ce marché pour leurs besoins de financement à court terme. *A priori*, ce marché permet aux entreprises de bénéficier de taux moins élevés que ceux pratiqués par les établissements bancaires, mais

celles qui y recourent doivent disposer d'une taille suffisante, le montant minimal d'un titre émis étant à l'époque l'équivalent de cent cinquante mille euros.

La loi du 26 juillet 1995 dote les titres de créances négociables de caractéristiques homogènes (montant unitaire, mode de rémunération, modalités de placement, etc.) afin d'attirer les investisseurs. Ce cadre légal est revu en 1998 afin de faciliter les conditions d'émission et promouvoir l'ouverture européenne et internationale de ces marchés. Les bons à moyen terme négociables à plus d'un an d'échéance, et les certificats de dépôts et les billets de trésorerie émis pour des échéances d'un jour à un an permettent l'instauration d'un continuum d'échéances entre le très court terme et le long terme. La seconde étape du processus de décloisonnement a été réalisée par la levée progressive de l'encadrement du crédit entre 1985 et 1987.

L'objectif de l'ouverture est double. Il s'agit à la fois d'accroître la place des capitaux étrangers dans le financement de l'économie et de créer un marché unifié des capitaux à toutes échéances. Ces réformes ont pour but de permettre aux agents non financiers d'arbitrer entre acquisition de titres à court et moyen terme sur le marché monétaire et à long terme sur le marché financier. L'ouverture doit ainsi atténuer l'intermédiation financière en limitant les financements monétaires du déficit budgétaire jugé comme inflationniste et en permettant aux entreprises de se procurer des capitaux à court et moyen terme sur un marché et non plus seulement auprès des établissements de crédit. En 1988 est promulguée la loi sur les Bourses de valeurs et le MATIF (MArché à Terme International de France) est créé.

### **1.2.2 Construction européenne et essor des marchés financiers**

La place importante occupée par les marchés financiers est également liée à leur intégration au niveau international mais surtout européen. De 1986 à 1990, le contrôle des changes est progressivement supprimé. En juillet 1990, la première phase du processus d'intégration monétaire européenne consacre la libéralisation des marchés de capitaux. Au niveau national, un marché unifié et structuré émerge. Les anciennes bourses de valeurs locales (Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, etc.) constituent depuis janvier 1991 avec celle de Paris un marché unifié qui rassemble toutes les valeurs cotées sur un même système

---

informatique de négociation (CAC ou cotation assistée en continu depuis 1986 puis NSC, nouveau système de cotation, depuis 1995).

Une autre étape décisive expliquant les évolutions du système de financement est la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières. Cette loi transpose en droit français la directive européenne qui définit le cadre régissant le marché unifié des services financiers en Europe et crée la catégorie juridique d'entreprises d'investissement (comme les sociétés de bourse). Elle complète celle de 1984 qui concernait essentiellement les activités traditionnelles d'intermédiation bancaire. La nouvelle loi spécifie le cadre des activités sur titres. Elle encadre les nouvelles formes d'intermédiation de marché mises en œuvre par les banques mais également par les entreprises d'investissement. Les banques peuvent par cette loi pratiquer elles-mêmes la confrontation des ordres en interne.

L'intégration monétaire modifie les règles de la concurrence bancaire, qui est renforcée par le Plan d'action pour les services financiers (PASF). La mise en place de la monnaie unique accroît la concurrence entre les établissements bancaires. Début 2005, le marché financier est réformé. Les premier, second et nouveau marchés sont supprimés et une cote unique est créée avec l'objectif de rendre plus lisible la cote afin d'attirer de nouvelles entreprises sur les marchés. Pour les entreprises ne disposant pas d'une capitalisation suffisante pour accéder à Eurolist, un marché a également été ouvert en mai 2005, Alternext. Ce marché vise à accueillir des entreprises qui souhaitent bénéficier de conditions simplifiées d'accès au marché ou qui ne remplissent pas les conditions nécessaires pour une admission sur un marché réglementé, sous réserve de leur engagement en matière de transparence financière et de protection des investisseurs (Goyeau et Tarazi, 2006).

A ces mesures s'ajoutent celles de l'indépendance de la Banque de France en 1994 puis la création de la Banque Centrale Européenne indépendante et la mise en place de la monnaie unique en 1999. La politique monétaire n'a plus d'autre objectif que la stabilité des prix et le contrôle quantitatif du crédit, qui était indirect par le marché interbancaire, est abandonné au profit de l'utilisation d'instruments de marché.

Avec à ces réformes, le marché primaire s'est développé depuis la fin des années 1970 et plus encore au début des années 1980. En 1986, 54 % de l'investissement des entreprises est

financée par le marché alors que cette part ne dépassait pas 8 % en 1970. Ce développement se produit à partir de 1983 sur le marché des actions (données de la Banque de France). Après un ralentissement en 1987 et 1988 à la suite du krach boursier d'octobre 1987, les émissions repartent à la hausse en 1989 mais à un rythme moindre. Cependant, nous verrons dans la section suivante que le rôle du marché en termes de financement est devenu discutable au cours des dernières années. En outre, le marché financier est dominé par quelques grandes entreprises. Au 31 décembre 2004, 663 entreprises françaises étaient cotées sur Euronext Paris, sur 2 568 550 entreprises.

### 1.3 Une capitalisation boursière croissante et des cours en forte hausse

Les évolutions de la législation ont été suivies d'un véritable essor des marchés financiers, dont la capitalisation n'a cessé de croître, et cela dans la plupart des pays occidentaux, pour atteindre dans la zone euro 62 % du PIB en 2004 (tableau 1.1).

**Tableau 1.1 : Capitalisation boursière**

<i>Montants en fin d'année</i>	en 2003		en 2004	
	Montants en milliards d'euros	Montants (en % du PIB)	Montants en milliards d'euros	Montants (en % du PIB)
Allemagne	854	45%	972	44%
Autriche	45	22%	71	30%
Espagne	575	87%	765	90%
Finlande	135	106%	149	99%
Grèce	82	60%	99	59%
Irlande	67	56%	93	63%
Italie	487	42%	642	47%
Luxembourg	30	138%	41	157%
<b>Zone euro</b>	<b>3919</b>	<b>60%</b>	<b>4818</b>	<b>62%</b>
Danemark	94	56%	126	64%
Suède	232	97%	306	109%
Royaume-Uni	1948	137%	2330	135%
Etats-Unis	11295	130%	13277	139%
Suisse	576	226%	672	231%
Canada	704	104%	958	120%
Japon	2338	69%	2894	76%

Source : FIBV, OCDE.

Cette évolution se retrouve en France, où la capitalisation boursière passe de 1745 milliards d'euros en 2002 à 2671 milliards en 2006. Cette évolution est surtout liée à celle des actions, dont la part passe de 53 % de la capitalisation en 2002 à 69 % en 2006 et qui représente la quasi-totalité des transactions. Par contre, le nombre de sociétés cotées diminue sur la période (tableau 1.2).

**Tableau 1.2 :** Montant de la capitalisation du marché financier en France entre 2002 et 2006

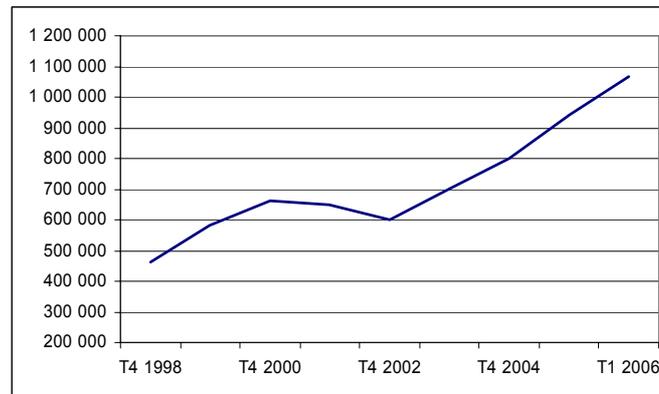
	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>Capitalisation (milliards euros)</b>	<b>1745,8</b>	<b>1884,0</b>	<b>1960,9</b>	<b>2349,5</b>	<b>2671,7</b>
Actions (sociétés cotées sur eurolist)	927,8	1075,0	1147,0	1490,9	1841,6
Obligations	818,0	809,0	813,9	858,6	830,1
<b>Transactions (milliards euros)</b>	<b>1009,4</b>	<b>884,1</b>	<b>1001,2</b>	<b>1108,7</b>	<b>1538,9</b>
Actions (sociétés cotées sur eurolist)	1002,4	877,8	993,9	1103,3	1534,8
Obligations, Euronext-Paris	7,0	6,3	7,3	5,4	4,1
<b>Nombre de sociétés cotées sur Eurolist</b>	<b>873</b>	<b>817</b>	<b>787</b>	<b>749</b>	<b>730</b>

Source : Autorité des Marchés financiers.

La capitalisation boursière passe ainsi de 112,7 % du PIB en 2002 à 149 % en 2006 alors que les émissions d'actions passent de 7,9 milliards d'euros en 1980 à 33,7 milliards en 1990 puis 113,7 milliards en 2000 (Plihon, 2003, p. 55). Ce processus s'explique pour partie dans les années 1990 par les privatisations.

L'essor des marchés financiers s'accompagne d'un développement important des fonds d'investissement, dont les actifs augmentent de près de 130 % entre 1998 et le premier trimestre 2006 (graphique 1.1).

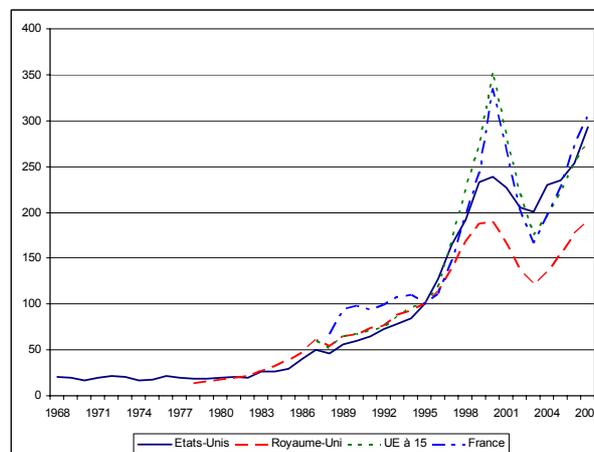
**Graphique 1.1 :** Actifs des fonds d'investissement français en millions d'euros, encours en fin de période



Source : Banque de France.

Cette évolution s'explique en grande partie par la très forte hausse des cours. Entre 1995 et 2001, l'indice des cours des actions de l'Union européenne à 15 a été multiplié par près de 3,5 (graphique 1.2).

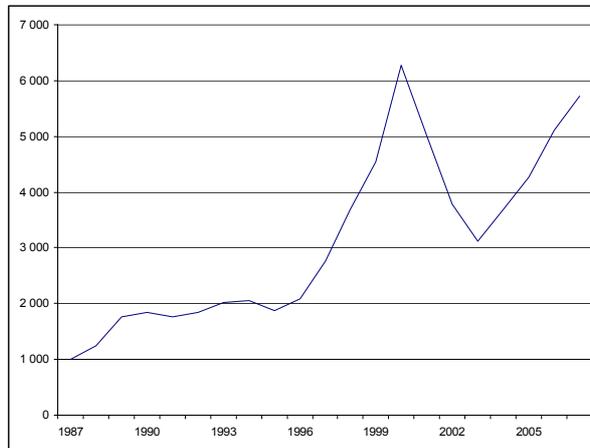
**Graphique 1.2 :** Indice des cours des actions



Source : Eurostat.

L'envolée des cours boursiers concerne également la France, dont l'indice du CAC40 a quasiment retrouvé, fin 2007, son niveau précédant le retournement de 2001 (graphique 1.3).

**Graphique 1.3 :** Evolution du CAC40



Source : Euronext.

Cependant, en Europe, les capitaux drainés par les sociétés cotées sur les marchés d'actions diminuent depuis 2001 (AMF, 2005). Globalement, les entreprises européennes n'ont fait appel que modestement aux marchés d'actions cotées pour financer leur activité, comme en témoigne le net recul depuis 2001 des flux nets d'émission. Pour les sociétés non financières (SNF) françaises, les flux nets de financement par actions diminuent fortement après les pics de 1999 et 2000. L'accroissement des émissions sur ces années renvoie surtout aux opérations de fusions-acquisitions transfrontalières. Depuis l'éclatement de la bulle boursière, les introductions en bourse tendent à stagner en Europe. Elles ont fortement décliné en France depuis le début des années 2000.

Par ailleurs, en France, la modification de la législation concernant les rachats d'actions en 1998 s'est traduite par un développement significatif de cette pratique. Le volume des rachats effectifs d'actions représente environ 10 % des montants autorisés. Ils sont relativement stables depuis l'année 2000, fluctuant entre 10 et 13 milliards d'euros pour les sociétés cotées. Les volumes de rachats se concentrent autour d'un petit nombre de sociétés, plus de la moitié des montants alloués aux rachats l'ayant été par une dizaine d'entre elles. Cette pratique renforce les interrogations quant au rôle des marchés comme financeur de l'activité économique.

Ainsi, pour Aglietta et Rebérioux (2004), la principale fonction des marchés financiers n'est pas tant le financement de l'investissement, qui n'est que rarement à l'origine de l'entrée sur les marchés boursiers ou de l'émission de nouveaux titres, mais le transfert de créances et donc de risques. Le marché financier remplit également une fonction de croissance externe, en finançant des acquisitions par échanges de titres. Par ailleurs, se développe également une fonction liée à la rémunération, avec le recours accru aux stock-options.

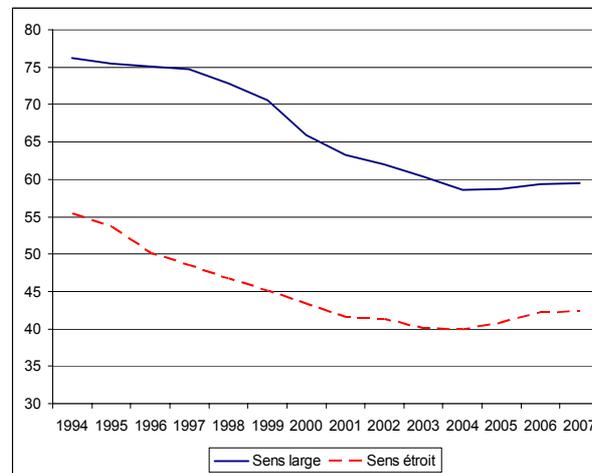
#### **1.4 Une réorientation des activités des banques**

L'essor des marchés d'actifs pose la question de l'évolution du rôle des banques. A partir des années 1990, la part de la valeur ajoutée des sociétés financières dans le PIB connaît un recul d'un point, passant de 5,9 % en 1989 à 4,8 % en 2006. D'autre part, l'emploi dans les branches de l'intermédiation financière tend à stagner voire à reculer légèrement, passant de 2 % de l'emploi total en 1990 à 1,8 % en 2006. Cependant, cette stagnation relève plus des phénomènes de concentration bancaire et de fusions, engendrant des économies d'échelle, que d'un réel recul de l'activité bancaire. Gadrey (1996) montre en effet que les gains de productivité sont sous-évalués à partir d'une estimation effectuée sur la valeur ajoutée ou sur le produit net bancaire. Il est par ailleurs difficile de mener une évaluation de la production des banques et plus généralement des institutions financières à partir de la comptabilité nationale. Celle-ci y est mesurée par le total des revenus de la propriété reçus (intérêts et dividendes) diminués des intérêts versés, ce qui représente plutôt les marges réalisées par les banques. Il est donc difficile, à partir de la comptabilité nationale, d'analyser les transformations du rôle des institutions financières. C'est pour cette raison que nous utiliserons ici d'autres indicateurs, à la différence du chapitre suivant, qui s'appuiera sur les données de la comptabilité nationale.

Le taux d'intermédiation financière constitue un indicateur intéressant pour analyser les évolutions du rôle des banques. L'essor des marchés d'actifs s'est accompagné d'un recul de

ce taux qui représente la part des financements totaux des agents non financiers effectuée par les intermédiaires financiers<sup>5</sup> (graphique 1.4).

**Graphique 1.4 :** Taux d'intermédiation financière en %

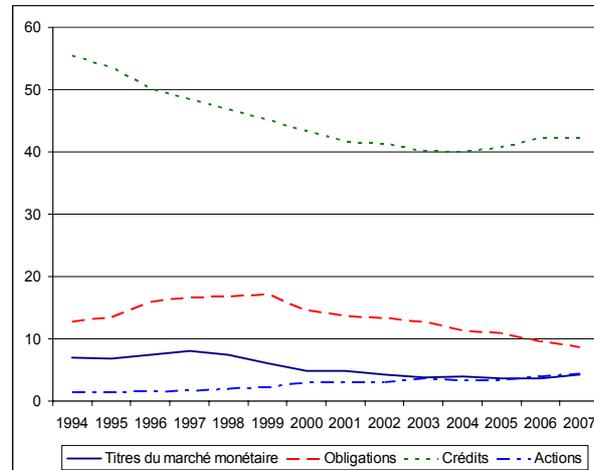


Source : Banque de France

Au sein de ce taux d'intermédiation, les crédits représentent la principale variable explicative du recul constaté, alors que les actions tendent par contre à augmenter, bien que leur part demeure faible, en étant toujours inférieure à 10 % en 2007. Les crédits restent la principale composante de l'intermédiation : ils se stabilisent en 2006 et 2007 autour de 42 % (graphique 1.5).

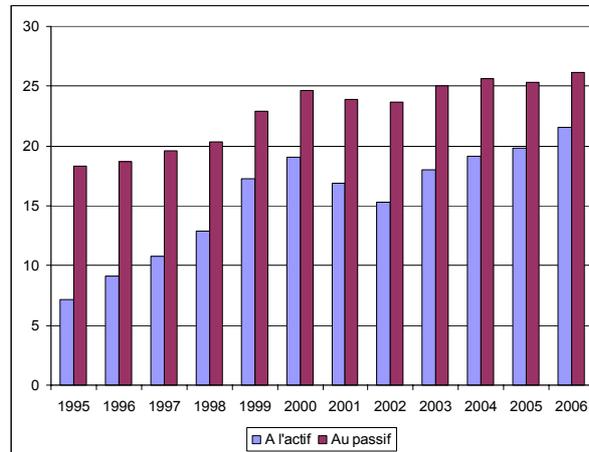
---

<sup>5</sup> Le taux d'intermédiation au sens étroit rapporte les crédits à l'ensemble des financements des agents non financiers. Le taux d'intermédiation au sens large rapporte l'ensemble des financements accordés par les intermédiaires financiers (crédits, titres du marché monétaire, obligations et actions) au total des financements des agents non financiers.

**Graphique 1.5 :** Composition en % du taux d'intermédiation au sens large

Source : Banque de France

Cependant, comme le souligne Plihon (2003), le recul du rôle des banques que laisserait entendre la baisse du taux d'intermédiation financière est à nuancer. A la suite des innovations financières, la frontière devient en effet de plus en plus floue entre financement bancaire et financement de marché. Une proportion importante des transactions sur les marchés des titres passe dorénavant par les banques. Les opérations sur titres réalisées par les banques occupent ainsi une part croissante de leur activité. Les évolutions de la structure du bilan des banques, à l'actif comme au passif, expriment cette tendance. Les banques financent ainsi de plus en plus les entreprises en achetant leurs titres et elles collectent une part importante de leurs ressources en émettant elles-mêmes des titres sur les marchés. Ainsi, la part des actions et titres d'OPC dans le bilan des institutions financières est croissante, à l'actif comme au passif, malgré un léger tassement entre 2000 et 2002 consécutif au retournement boursier (graphique 1.6). Les titres à l'actif passent de 7 % de l'encours des actifs financiers en 1995 à 21,6 % en 2006. Cette hausse s'effectue au détriment des crédits, qui passent de 35,8 % des encours à l'actif en 1995 à 23,3 % en 2006.

**Graphique 1.6 :** Part des actions et titres d'OPC dans le bilan des institutions financières

Source : INSEE, Comptes financiers, base 2000

Les politiques menées à partir de la fin des années 1970 ont donc contribué à modifier la structure du système financier français, avec une croissance importante des marchés financiers. Cependant, plutôt que de reculer, les activités des banques se réorientent vers les activités de marché, amenant ainsi à parler d'une financiarisation de leur bilan. Le rôle croissant occupé par les marchés financiers, bien que celui-ci ne passe pas forcément, comme nous l'avons vu, par son rôle de financement, est renforcé par les politiques de privatisation qui sont menées à partir du milieu des années 1980.

## 2 Privatisations, influence croissante des investisseurs institutionnels et évolution de la gouvernance des entreprises

La majorité des entreprises industrielles détenues par l'Etat est privatisée dans les années 1980 et 1990. Les privatisations tendent à amoindrir les spécificités institutionnelles de l'économie française (2.1) et à favoriser les prises de position des investisseurs institutionnels, notamment étrangers, et la propagation des principes de la « gouvernance d'entreprise ».

### 2.1 Des spécificités institutionnelles qui s'estompent avec les privatisations

La privatisation d'un nombre important d'entreprises dans les années 1980 et 1990 constitue également l'un des principaux vecteurs du changement du système financier. Ces

privatisations ont en effet mécaniquement « approfondi » les marchés financiers existants (Amable, 2005). Elles représentent également un facteur de remise en question des spécificités de l'économie française et de propagation des principes de « gouvernance d'entreprise ».

Les lois du 2 juillet et du 6 août 1986 lancent un programme de privatisation des banques nationalisées en 1945 et 1982. La politique de privatisations débute dès 1987 avec la privatisation de Paribas, puis elle est suspendue en 1988. Les privatisations sont relancées en 1993 et s'achèvent en 1999. Elles ont été poursuivies quelque soit la majorité politique au pouvoir. Le gouvernement Balladur procéda en 1993 à une cession d'actifs de 16,3 milliards d'euros (BNP, UAP, Alcatel, Alstom, Rhône-Poulenc, Elf, la SEITA). De nouvelles privatisations furent menées en 1995 sous Juppé, pour un montant de 9,4 milliards d'euros (Usinor-Sacilor, Renault, la CG maritime, Péchiney, Bull, etc.). Les plus importantes privatisations eurent lieu sous le gouvernement Jospin, avec près de 31 milliards d'euros durant sa législature (le Crédit lyonnais, le GAN, le CIC, l'UIC, CNP Assurances, La Société marseillaise du Crédit, Dassault, l'Aérospatiale, Thomson CSF, Thomson multimédia, EADS, ASF, TDF, la SFP, les Autoroutes du Sud de la France, France Telecom et Air France).

Cependant, dans un premier temps, les privatisations ont été réalisées avec la volonté politique de promouvoir des groupes d'actionnaires stables. La restructuration du secteur bancaire s'effectue ainsi par la désignation de groupes d'actionnaires auxquels sont transférés les droits de propriété des banques. Les deux premières vagues de privatisations de 1987 et 1993 s'appuient sur les sociétés d'assurance afin de constituer des groupes d'actionnaires stables. La France est également marquée par la place importante du secteur mutualiste qui gère, en 2003, 58 % des dépôts et 41 % des crédits (Jeantet, 2006). A cette date, les établissements publics ne collectent donc plus de dépôts et n'octroient qu'une très faible proportion des crédits. Le contrôle de l'Etat sur les entreprises a ainsi fortement reculé, 74 % du capital des 50 premiers groupes non financiers étaient contrôlés par l'Etat en 1984, contre 23 % en 1999 (Plihon, 2002).

Les spécificités institutionnelles de l'économie française ont ainsi limité une financiarisation à l'anglo-saxonne (présence de noyaux durs, place importante des banques appartenant à l'économie sociale, caractère public de la protection sociale, etc.). Lorsque le

mouvement de privatisation a été engagé, la recherche de constitution de « noyaux durs » a placé les banques au centre du dispositif de contrôle. Ces noyaux représentent un mode spécifique de participations croisées qui relient les grandes sociétés industrielles, les banques et les sociétés d'assurance dont l'objectif est la préservation de la stabilité de la propriété et la capacité à mettre en œuvre des stratégies industrielles de long terme. Les gouvernements décidèrent de privatiser les groupes en appliquant les proportions suivantes : 10 % pour les salariés, 15 % pour les investisseurs étrangers, 50 % pour les investisseurs individuels et institutionnels français et 25 % « aux noyaux durs ». La propriété du capital est alors restée très concentrée entre les mains de blocs d'actionnaires français qui disposaient d'un puissant pouvoir de contrôle.

Cependant, à partir du milieu des années 1990, ces spécificités ont tendance à s'amoinrir du fait des réformes et politiques menées ainsi que de la crise bancaire qui a conduit les banques à désinvestir. Plus précisément, jusqu'en 1986, début des privatisations, les grandes entreprises industrielles et financières françaises avaient l'Etat pour unique actionnaire. Afin de conserver le contrôle des entreprises privatisées par des blocs d'actionnaires français, la constitution de « noyaux durs » a été recherchée, ainsi que la mise en place de participations croisées, comme nous venons de le voir. A partir du milieu des années 1990, la pression des investisseurs étrangers désirant une levée des obstacles au contrôle externe par le marché tend à démanteler les noyaux durs d'actionnaires et à relâcher les participations croisées (Plihon, 2002). La fusion entre les sociétés d'assurance AXA et UAP en 1996 constitue le point de départ du processus de démantèlement. Les blocs de contrôle ont été remplacés par des investisseurs institutionnels indépendants, ce qui a affaibli les actionnaires majoritaires et le système de « contrôle interne » (Plihon, 2003). La multiplication des offres publiques d'échange avec les entreprises étrangères avec lesquelles les entreprises françaises fusionnent contribue à défaire ces noyaux. Cependant, l'ouverture du capital des entreprises à des actionnaires minoritaires avait également pour objectif de limiter les OPA hostiles ainsi que d'apporter des ressources nouvelles pour financer les opérations de croissance externe, la plupart des grands groupes français menant des opérations de fusions-acquisitions au cours des années 1990. Au terme de ces évolutions, la part des droits de vote du principal groupe

d'actionnaires serait tombée à 20% pour les groupes du CAC40<sup>6</sup> à la fin des années 1990 (Becht et Mayer, 2000).

## **2.2 Une influence croissante des investisseurs institutionnels et des principes de « gouvernance d'entreprise »**

Le recul de l'Etat et le démantèlement des noyaux durs se sont produits parallèlement à une montée en puissance des investisseurs institutionnels, notamment étrangers. La part de ces derniers dans la capitalisation est passée de 23,5 % en 1993 à 36,9 % en 1999 puis 43 % à la fin 2002 (Banque de France, 2003). En 1999, dans son ensemble, la part des investisseurs étrangers dépasse parfois les 50 % dans certaines entreprises, bien qu'ils soient minoritaires individuellement (Plihon, 2002), avec des taux de participation généralement inférieurs à 1 % du capital.

L'internationalisation des sources de financement est à l'origine de l'adoption des règles internationales de comptabilité et de la montée en puissance des investisseurs institutionnels. La dynamique pour le marché du contrôle des entreprises peut être évalué en observant les OPA hostiles (Amable, 2005). Ces dernières ont particulièrement augmenté en France, notamment dans la banque et l'industrie pétrolière. Les prises de contrôle hostiles annoncées à l'encontre d'entreprises françaises sont passées de 1,9% de la valeur des transactions pour la période 1980-1989 à 5,4% pour 1990-1998 (Guillen, 2000). Le passage d'un actionnaire unique, l'Etat, à un grand nombre d'actionnaires minoritaires et souvent étrangers dans le capital des entreprises explique l'évolution de leurs pratiques de gestion. Pour les actionnaires minoritaires, Les entreprises sont considérées de ce fait comme des actifs financiers dont il convient de maximiser la valeur. Le décalage entre la part des actions détenues par les investisseurs étrangers en 2002 (43 %) et leur activité au niveau des transactions (73 % des transactions au quatrième trimestre 2002 à la Bourse de Paris<sup>7</sup>) montre l'instabilité de ces investissements et leur inscription dans une logique de placements financiers à court terme plutôt que de prises de participation industrielle durable. Le taux de rendement du capital devient fixé *a priori*, de façon exogène, en fonction des normes du marché. Cet élément constitue un trait majeur de la financiarisation que nous retiendrons dans la suite de l'analyse,

---

<sup>6</sup> Ce taux est de 5,4 % aux Etats-Unis et s'élève à 57,5 % en Allemagne.

<sup>7</sup> Banque de France, 2003.

et notamment dans notre modèle. Ces actionnaires poussent également au développement des principes de gouvernance d'entreprise qui visent à améliorer la transparence de l'information pour assurer un contrôle des dirigeants, notamment via leurs modalités de rémunération. En 1998, de nouvelles lois sont votées pour autoriser les sociétés à racheter leurs actions dans une limite de 10 %.

Enfin, les pouvoirs publics ont contribué à approfondir l'adoption des principes de gouvernance d'entreprise par le vote le 2 mai 2001 de la loi sur les « nouvelles régulations économiques ». Cette loi organise une redistribution des pouvoirs au sein de l'entreprise, le directeur général assurant l'administration générale de la société et le conseil d'administration concevant la stratégie d'ensemble et la surveillance de celle-ci. Pour Plihon (2003), cette disposition peut être considérée comme un affaiblissement du pouvoir des managers au profit des actionnaires. Cette loi organise également une distribution de droits nouveaux aux actionnaires, notamment dans l'expertise de gestion rendue plus accessible, et le recours possible aux juges. Concernant les salariés, cette loi entérine la notion d'actionnariat salarié en reconnaissant le droit à l'ensemble des salariés d'être titulaires d'actions de leur entreprise pour pouvoir intervenir aux assemblées. Le comité d'entreprise acquiert également un droit d'accès aux juges. Enfin, l'obligation des dirigeants des sociétés cotées de fournir des informations, concernant notamment leurs rémunérations, est introduite. Cette mesure s'applique également aux sociétés non cotées.

Shinn (2001) a élaboré un indicateur de conformité aux pratiques de la « corporate governance ». Sept points entrent dans l'évaluation : les règles de comptabilité, l'exigence d'un audit externe, la présence de membres indépendants dans le conseil d'administration, l'existence d'obligation de la direction vis-à-vis des actionnaires, les règles de droit de vote, l'absence ou la présence de disposition anti-OPA et l'existence d'incitations financières significatives pour la direction (stock-options). Selon cette méthode, la France a accru son degré de conformité au principe de la « corporate governance », en passant de l'indice 3 en 1989, à 4 en 1994 puis 5 en 1999. Seules les règles de droit de vote (une action une voix) et l'absence de défense contre les prises de contrôle ne sont à cette période pas respectées.

Les nombreuses innovations financières (développement de nouveaux titres et marchés et développement des organismes de placement en valeurs mobilières) avaient pour objectif

d'attirer les investisseurs. Les politiques d'incitation fiscale menées à partir de la fin des années 1970 visent également à inciter les ménages à détenir des valeurs mobilières. Pour Aglietta (1999), l'évolution de l'épargne des salariés représente l'un des facteurs de transformation de la finance. D'une épargne orientée vers l'acquisition d'un logement et de biens d'équipement et de transport, l'épargne vise surtout depuis le début des années 1980 l'acquisition d'une richesse financière. Un nouveau mode d'articulation entre épargne des salariés et rentabilité des entreprises émerge alors. L'institutionnalisation de l'épargne financière transforme les salariés qui épargnent, soit individuellement soit collectivement, en actionnaires des entreprises. Cependant, nous verrons dans le chapitre suivant que cela ne concerne qu'une faible proportion des salariés et que les revenus du capital ne modifient que modestement la formation du revenu des ménages. L'orientation de l'épargne des ménages vers les fonds propres des entreprises françaises, que les actions soient cotées de manière directe ou via les intermédiaires financiers, répondait cependant en partie à la volonté politique de former un actionnariat stable. Pour cela, des avantages fiscaux étaient accordés après un certain nombre d'années de détention.

Ces évolutions marquent pour Plihon (2003) le passage d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers avec une tendance à la désintermédiation des financements. Le marché des actions, devenu central, remplit trois principales fonctions. Il contribue au financement des entreprises, à leur évaluation, et à leur restructuration. Cependant, le comportement des banques a évolué et rend les frontières entre financement bancaire et financement de marché de plus en plus floues. Elles émettent et acquièrent en effet des titres sur les marchés, ce que Plihon (1995) intitule « *l'intermédiation de marché* ».

## CONCLUSION

Les années 1980 et 1990 se caractérisent donc par un développement des marchés de capitaux et par un recul de l'activité des intermédiaires financiers, ou plutôt un redéploiement vers des activités financières. Globalement, le développement des marchés bénéficie pour l'essentiel aux administrations publiques et à quelques grandes entreprises. Le rôle des institutions financières et monétaires s'est ainsi profondément modifié au cours des années 1980 et 1990 à la suite des évolutions législatives et des privatisations du secteur bancaire et

---

d'un grand nombre d'entreprises industrielles. Le marché financier a connu un essor important, comme l'illustre le poids de la capitalisation boursière comparé au PIB, alors que l'activité d'intermédiation financière a connu une tendance au repli. Cependant, loin d'illustrer un recul du rôle des banques, ces évolutions montrent plutôt une réorientation de leur stratégie vers les activités de marché.

En outre, le développement des marchés financiers n'exprime par non plus forcément une modification importante des comportements de financement de l'investissement, mais plutôt une évolution au niveau de la gestion des entreprises, tant d'un point de vue de stratégie industrielle que de stratégie de rémunération. Il ressort donc de cette étude une tendance à la financiarisation de l'économie, avec un développement des activités sur les marchés financiers. Se pose alors la question de l'impact de ces évolutions, sur les comportements des entreprises non financières. Dans quelle mesure les évolutions institutionnelles ont-elles conduit à la modification des comportements de financement des SNF ? Peut-on parler d'un phénomène de financiarisation exerçant un impact sur les décisions en matière d'investissement et de rémunération des SNF ? Quelles sont les principales variables macroéconomiques qui seraient affectées par ce processus ? En d'autres termes, comment peut-on définir la financiarisation au niveau macroéconomique ? Le prochain chapitre va chercher à répondre à ces questions.

## **CHAPITRE II**

### **LA FRANCE DES ANNÉES 1990 : LES EFFETS DE CES RÉFORMES SUR LE RESTE DE L'ÉCONOMIE**

---

Nous cherchons dans ce chapitre à rendre compte des transformations macroéconomiques à l'œuvre en France depuis le milieu des années 1970 à la suite des évolutions du contexte institutionnel présentées dans le premier chapitre. Il s'agit d'analyser par une démarche à la fois inductive et historique dans quelle mesure les déterminants de la demande intérieure et les évolutions des comptes de patrimoine retranscrivent une tendance à la financiarisation. Pour cela, ce chapitre s'appuie sur les données de la comptabilité nationale fournies par l'INSEE. Plus précisément, nous nous intéressons notamment aux évolutions des comportements des sociétés non financières, qui représentaient 56 % du PIB en 2006. Il convient de noter qu'il est difficile d'établir une périodisation précise entre la fin du régime fordiste et le processus de financiarisation. Les transformations institutionnelles apparaissent dès le milieu des années 1970, mais les changements macroéconomiques laissant apparaître la financiarisation débutent plutôt autour du milieu des années 1980. Nous tenterons d'élaborer, pour le cas de la France, une définition empirique de la financiarisation.

L'approche adoptée ici comporte des limites, elle ne cherche pas, par exemple, à établir de liens économétriques entre les principales variables, et les aspects institutionnels demeurent peu approfondis. De plus, les indicateurs proposés pourraient être discutés de façon plus précise. Cependant, la méthode adoptée permet de dégager, via un faisceau d'indices, un ensemble de transformations concernant des variables macroéconomiques de nature différente (financière, de répartition...), mais qui semblent liées, sans toutefois que les causalités en soient univoques ou simples. En d'autres termes, nous avons croisé les indicateurs, aussi

imparfaits soient-ils, afin de dégager un ensemble de tendances macroéconomiques qui semblent faire système. Il reviendra à la mobilisation d'outils théoriques d'analyser les causalités entre ces variables et de fournir une analyse globale cohérente.

Pour cela, nous étudions plus particulièrement les comptes des sociétés non financières, afin de ne pas subir, entre autres, les biais liés à la salarisation de l'économie pour l'étude de la répartition primaire des revenus. A partir de la fin de la période de croissance des Trente Glorieuses, trois principales ruptures se dégagent de l'analyse historique. Tout d'abord, la structure de financement des sociétés non financières se transforme, notamment à partir du milieu des années 1980, avec une forte hausse de l'autofinancement mais également une progression des émissions d'actions (1). Les transformations financières que nous avons présentées dans le premier chapitre ont notamment engendré une hausse de l'épargne. L'une des questions que nous nous posons ici est de savoir si cette augmentation de l'épargne a permis une reprise de l'investissement, comme pourraient le suggérer les approches néoclassiques. Nous verrons que cela n'est pas le cas. En effet, les comportements d'accumulation des SNF évoluent également, avec un ralentissement de l'investissement productif et une hausse de la détention d'actifs financiers (2). Le décalage croissant entre épargne des entreprises et investissement s'accompagne par ailleurs d'une croissance des dividendes distribués par les SNF. Le ralentissement de l'investissement pose ensuite la question de l'évolution de la rentabilité économique. Nous montrons que, malgré ce ralentissement, la rentabilité économique tend à se maintenir. Les évolutions de la répartition des revenus expliquent en partie ce constat et constituent un élément central dans la compréhension des évolutions récentes de l'économie française (3). Or, les transformations de la répartition ne peuvent se comprendre pleinement sans introduire l'analyse de la répartition secondaire, qui s'est beaucoup modifiée au cours des trente dernières années, mais qui demeure peu étudiée. Pourtant, la répartition secondaire constitue un objet d'étude en tant que tel, ce que nous verrons dans la dernière section (4).

## **1 Transformation des modalités de financement des entreprises**

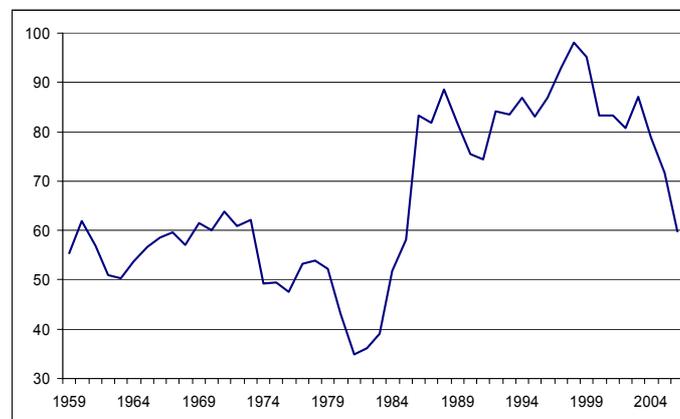
A partir du milieu des années 1970, les sociétés non financières (SNF) françaises voient leur structure de financement évoluer. Trois principales ruptures apparaissent à partir de la fin

des années 1970 et le début des années 1980. Tout d'abord, la montée de l'autofinancement et la réduction des besoins de financement des SNF constituent une rupture majeure par rapport à la période des Trente Glorieuses (1.1.1). Elle s'accompagne d'un recul de l'endettement et d'un accroissement du financement par émissions d'actions (1.1.2).

### 1.1 La montée du taux d'autofinancement et des capacités de financement

La première rupture majeure par rapport aux années 1960 concerne l'accroissement des fonds propres des SNF, qui permet une augmentation des taux d'autofinancement<sup>1</sup>. En effet, il se maintenait entre 50 % et 60 % jusqu'au début des années 1970 avant de chuter à partir du premier choc pétrolier pour atteindre un minimum de 35 % en 1981. A partir du milieu des années 1980, la part de l'autofinancement s'accroît fortement pour atteindre plus de 80 % au cours des années 1990 et début 2000 (graphique 2.1) avant de diminuer à nouveau à partir de 2003.

**Graphique 2.1 :** Taux d'autofinancement des SNF



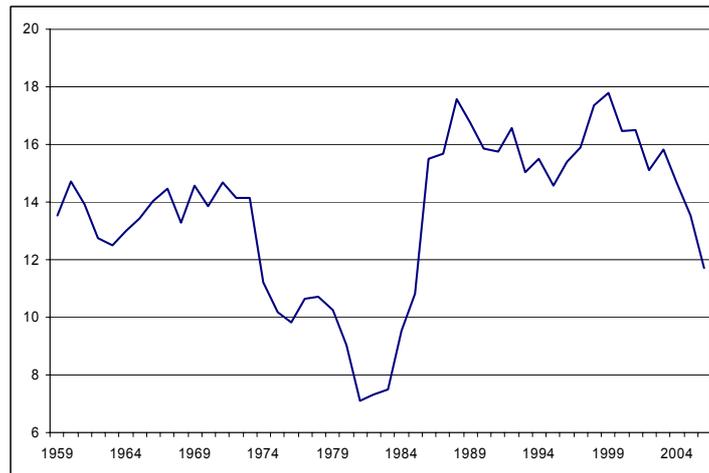
Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

La remontée du taux d'autofinancement s'explique en partie par les variations du numérateur, c'est-à-dire de l'épargne brute des SNF. En effet, après une forte chute consécutive au choc pétrolier de 1973, où elle diminue de près de moitié, l'épargne brute des

<sup>1</sup> Le taux d'autofinancement rapporte l'épargne brute à la formation brute de capital fixe. L'épargne brute correspond au revenu disponible brut dont dispose l'entreprise une fois payés les revenus du travail et du capital (intérêts et dividendes) ainsi que les impôts.

SNF remonte au cours des années 1980 pour se stabiliser jusqu'à la fin des années 1990 à un niveau supérieur à celui des années 1960 (graphique 2.2). Cependant, nous verrons que cette hausse de l'épargne ne s'est pas accompagnée d'une reprise de l'investissement, comme pourrait au contraire le suggérer une conception ricardienne de l'accumulation.

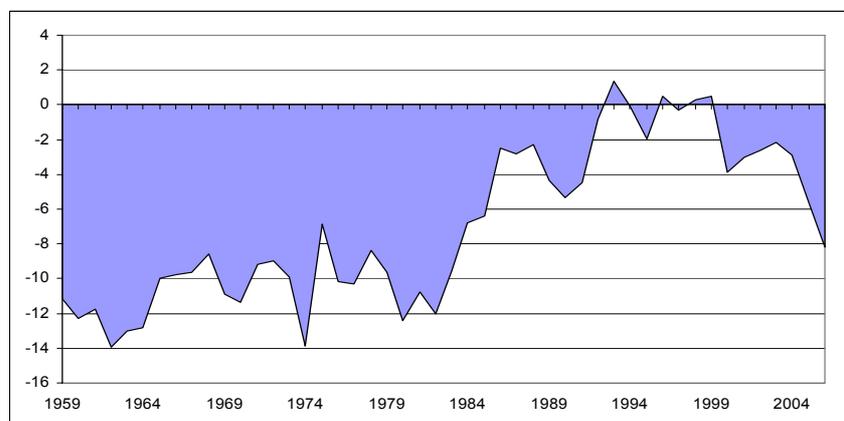
**Graphique 2.2 :** Part de l'épargne brute dans la valeur ajoutée brute des SNF



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Globalement, suite à la montée de l'autofinancement, les besoins de financement des entreprises se réduisent fortement à partir du milieu des années 1980, pour devenir très faibles dans les années 1990. Les SNF dégagent même sur quelques années des capacités de financement. Les besoins de financement redeviennent importants en 2000 avant de se réduire légèrement. Ici encore apparaît une rupture au cours des années 1980 (graphique 2.3).

**Graphique 2.3 :** Capacité (+) et besoin (-) de financement des SNF en % de la VAB



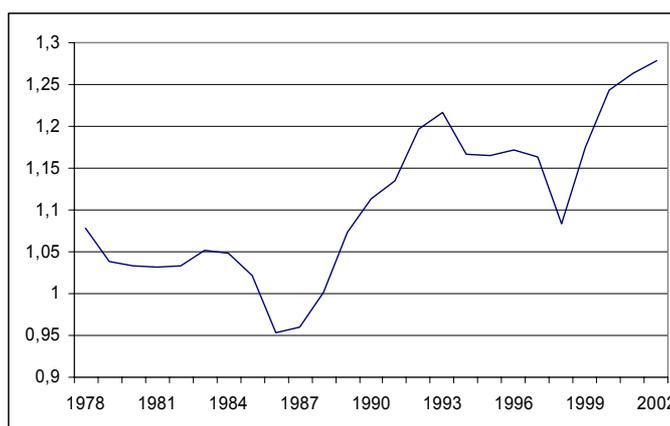
Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Plus précisément, de 1959 à 1982, les besoins de financement des SNF atteignent 10,7 % en moyenne de la valeur ajoutée brute (VAB). Ces besoins se réduisent à partir de 1983 et ne représentent plus que 3,1 % de la VAB de 1983 à 2005. Sur la période 1991-99, les SNF dégagent même parfois des capacités de financement et le besoin de financement s'établit à une moyenne très faible de 0,6 % de la VAB, pour remonter à 4,1 % sur la période 2000-05. Le milieu des années 1980 marque donc clairement une rupture quant aux capacités d'épargne et de financement des SNF. L'accroissement de l'épargne s'accompagne également d'une modification de la structure du financement externe.

### 1.2 Recul de l'endettement et accroissement des émissions d'actions

Les SNF françaises ont connu un fort désendettement au cours des années 1990, ce qui a notamment été mis en évidence par Arthus (1998) et Canry (2003). Cependant, l'étude de la simple évolution des crédits au passif ne permet pas d'aboutir à une telle conclusion. En effet, si l'on rapporte l'endettement à la valeur ajoutée brute, celui-ci suit une tendance haussière, sauf pour les périodes 1983-1986 et 1993-1998 (graphique 2.4), qui sont d'ailleurs des périodes de faible croissance économique.

**Graphique 2.4 :** Endettement rapporté à la valeur ajoutée brute des SNF

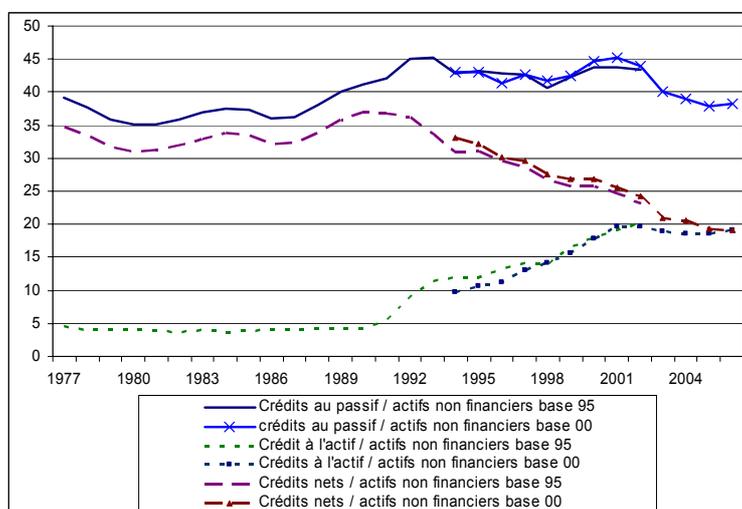


Source : INSEE, Comptes nationaux, base 1995.

Au niveau du compte de patrimoine, les crédits au passif rapportés au total de l'actif non financier sont relativement stables et même légèrement croissants : ils oscillent entre 35 % et

40 % de 1977 à 1990, puis entre 40 % et 45 % de 1990 à 2002. Cependant, les crédits à l'actif, stables jusqu'en 1990, autour de 4 %, augmentent fortement à partir de 1991 pour se stabiliser autour de 12 % en 1994 et 1995, puis repartir à la hausse à partir de 1996 pour atteindre plus de 20 % en 2002. De ce fait, les crédits nets contractés par les SNF diminuent fortement à partir de 1991. Les crédits nets rapportés à l'actif non financier passent ainsi de 36,7 % en 1991 à 23,1 % en 2002 et la baisse se poursuit jusqu'en 2006 (graphique 2.5). Cette évolution représente pour certains auteurs le signe du passage à un régime financiarisé (Plihon, 2003).

**Graphique 2.5 :** Décomposition de l'évolution des crédits nets des SNF<sup>2</sup> (en %)



Source : INSEE, Comptes nationaux.

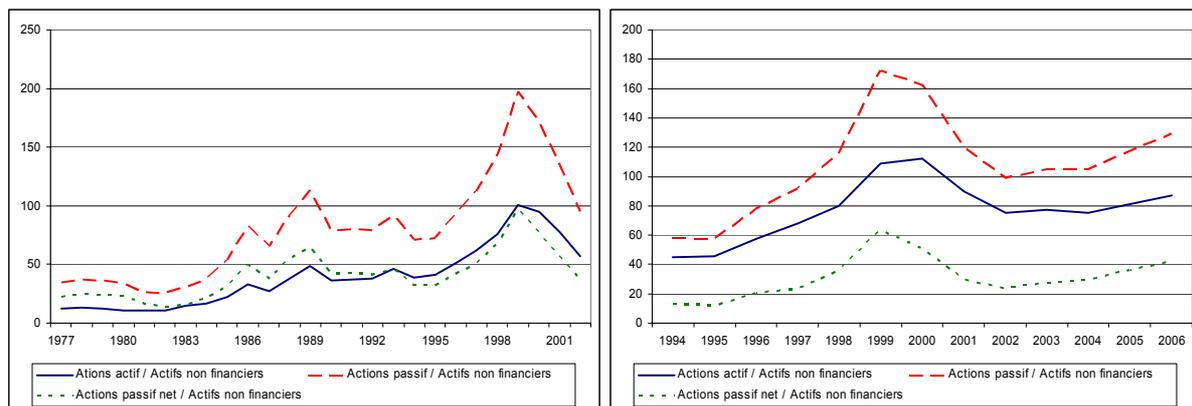
L'étude des évolutions des actions et titres au niveau du compte de patrimoine pose certaines difficultés. En effet, la valeur des actions enregistrées dans les comptes de patrimoine est en valeur de marché et non à leur prix d'acquisition. De ce fait, il n'est pas possible à partir des comptes de patrimoine en stock, de distinguer ce qui relève d'un effet prix ou d'un effet volume concernant les évolutions des bilans. Ce problème est d'autant plus important pour les actions que les variations des prix sont très importantes.

En effet, en valeur, les actions et titres au passif des SNF ont connu une envolée importante, passant de 152,3 milliards d'euros en 1977 à 3 847 milliards en 1999 avant de

<sup>2</sup> Les données de la base 2000 ne permettent pas de remonter avant 1994, c'est pour cela que nous avons mobilisé la base 95.

diminuer à 2 223 milliards en 2002 (INSEE, base 1995). Les actions au passif rapportées au total des actifs non financiers se sont ainsi fortement accrues (graphique 2.6). La première phase de hausse a eu lieu de 1983 à 1986. Le krach boursier puis la récession ont ensuite conduit à une stagnation de ce ratio, sauf en 1989. La période 1995-1999 voit la part des actions au passif repartir à la hausse, les actions et titres au passif représentant près de 200 % des actifs non financiers en 1999 (en base 1995). L'envolée de 1995-1999 se confirme en base 2000<sup>3</sup>, où ce rapport passe de 58 % en 1995 à 172 % en 2000. Il diminue par la suite de 1999 à 2002, où il atteint 100 % des actifs non financiers puis repart à la hausse jusqu'en 2006, où il atteint 130 %.

**Graphique 2.6 :** Evolution des actions et titres au passif, au passif net et à l'actif rapportés au total des actifs non financiers (en %), en valeur



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 1995 pour le graphique de gauche, et 2000 pour celui de droite.

Cependant, les actions détenues à l'actif croissent dans une proportion au moins aussi importante. Le ratio actions à l'actif sur actifs non financiers est stable de 1977 à 1983, où il fluctue entre 10,5 % et 12,5 %. A partir de 1983, ce ratio s'accroît également fortement, pour atteindre près de 49 % en 1989. Il se stabilise par la suite jusqu'en 1995, entre 36 % et 41 %, sauf un pic en 1993 à 46 % lors de la récession. La période 1996-2000 est marquée par une forte hausse de ce ratio, tout comme pour les actions et titres au passif, qui atteint 112 % en 2000 avant qu'il ne diminue à nouveau jusqu'à 57 % en 2002. De même, que pour les évolutions du passif, la base 2000 confirme ce constat.

<sup>3</sup> Idem note précédente.

Compte tenu des évolutions de ces deux ratios, le ratio des actions et titres nets au passif rapporté aux actifs non financiers s'accroît de 1983 à 1989, passant de 16 % en 1983 à près de 50 % en 1986. Il diminue ensuite de 1990 à 1994, pour remonter à partir de 1995 et atteindre 97 % des actifs non financiers en 1999. Tout comme les deux ratios étudiés précédemment, il diminue jusqu'en 2002 à 24 %. Les évolutions en base 2000 sont similaires, bien qu'à des niveaux différents. A partir de 2002, la part des actions et titres nets augmente à nouveau et représente 42 % du total des actifs non financiers en 2006.

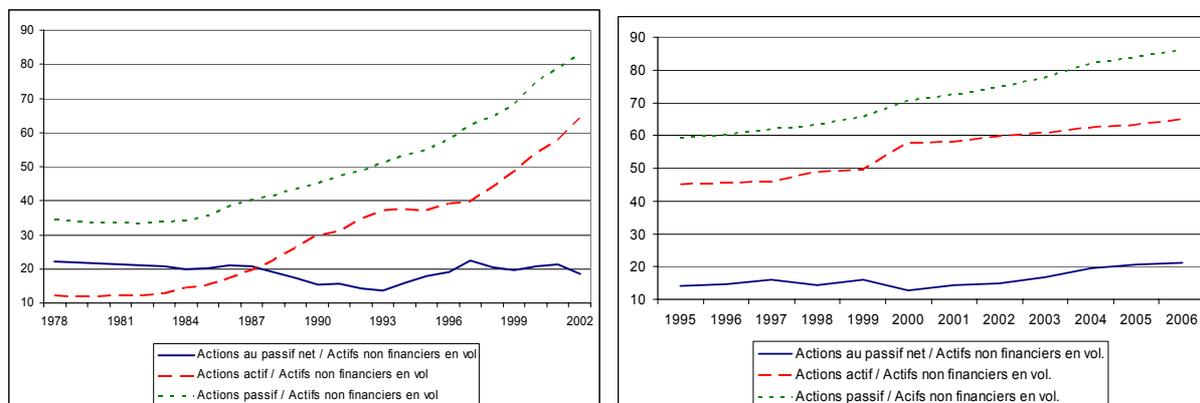
Cependant, il n'est pas possible de distinguer à partir de ces données ce qui est lié aux évolutions de prix des actions et titres anciennement émis de ce qui provient d'un changement de comportement des entreprises. Comme l'a montré Canry (2003), il est possible de recalculer à partir des comptes de patrimoine en flux les évolutions des stocks uniquement en volume. Il est en effet distingué dans ces comptes les variations des volumes des réévaluations des prix. La prise en compte uniquement des évolutions en volume permet ainsi d'analyser les comportements des SNF en termes de modes de financement et d'acquisition d'actifs financiers.

Dans le cas des actions et titres au passif rapportés aux actifs non financiers<sup>4</sup> en volume, au prix de 1977, tout comme dans ceux détenus à l'actif, le milieu des années 1980 marque une véritable rupture. Alors que ce ratio fluctuait entre 33 % et 34,5 % entre 1978 et 1984, il commence à augmenter très fortement à partir de 1985 et de façon continue, pour atteindre près de 83 % en 2002 (en base 1995). Les données de la base 2000 confirment cette évolution pour les années récentes, où ce rapport passe de 59 % en 1995 à 86 % en 2006. Cependant, les actions et titres détenus à l'actif, tout comme pour les évolutions en valeur, augmentent plus rapidement que ceux au passif. Ce ratio décolle en effet à partir de 1984, il fluctuait ainsi aux alentours de 12 % de 1978 à 1983 alors qu'il atteint 64 % en 2002 (en base 1995). Ces évolutions sont également confirmées par la base 2000 à partir de 1995, ce rapport augmente ainsi de 45 % en 1995 à 65 % en 2006.

---

<sup>4</sup> Nous avons également recalculé le stock des actifs non financiers en volume.

**Graphique 2.7 :** Evolution des actions et titres au passif, à l'actif et au passif net rapportés au total des actifs non financiers (en %), en volume au prix de 1977



Source : Calcul effectué à partir des données de l'INSEE, Comptes nationaux, base 1995 pour le graphique de gauche, et 2000 pour celui de droite.

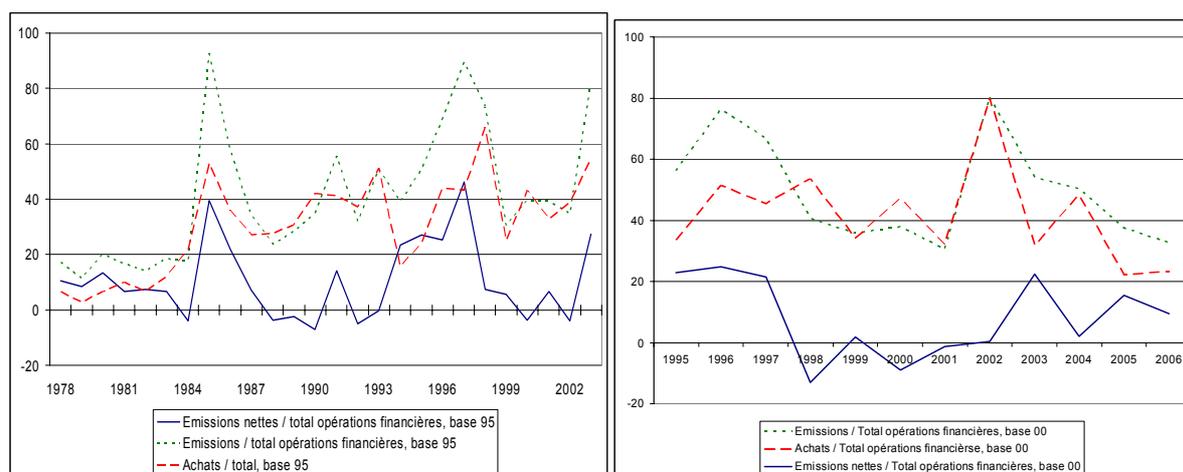
Le ratio actions et titres nets au passif connaît ainsi une évolution moins marquée. Il est stable jusqu'en 1987, avec des fluctuations comprises entre 20 % et 22 % environ. Il diminue de 1987 à 1993, période qui correspond au krach boursier puis à la récession. Il augmente ensuite jusqu'en 1997, où il atteint 22,4 %, ce qui est proche du niveau du début de la période étudiée. Il fluctue ensuite jusqu'en 2002 entre 19 % et 21 %. En base 2000, on observe un redressement de ce ratio à partir de 2000, mais il n'atteint que 21,2 % en 2006. Cependant, la situation des années 1990 et 2000 n'est pas comparable à celle de la fin des années 1970 et du début des années 1980. En effet, comme on a pu l'analyser, la stagnation de ce ratio reflète surtout la croissance au moins aussi importante des actions et titres détenus à l'actif que ceux inscrits au passif du bilan des SNF.

Les données des comptes de patrimoine de la comptabilité nationale font donc ressortir un changement dans les comportements des entreprises, aussi bien dans leur comportement d'émission de titres et actions que dans celui d'acquisition à l'actif. Le bilan des SNF se financiarise donc à partir du milieu des années 1980, ce qui se voit mal si on analyse uniquement le compte de patrimoine au passif net.

Au niveau des flux des émissions nettes d'actions et de titres, les fluctuations sont très importantes entre les années (graphique 2.8). Elles suivent une tendance baissière jusqu'en 1984, où elles sont même négatives. L'année 1985 est marquée à la fois par une explosion des

émissions d'actions et de titres, qui atteignent 92 % des engagements contractés par les SNF, et des achats, avec 53 % du total des opérations financières. Les émissions nettes représentent ainsi près de 40 % du total des opérations financières. Les émissions nettes sont ensuite décroissantes jusqu'en 1990, où elles sont également négatives. Cette tendance est liée dans un premier temps à la forte réduction des émissions en pourcentage du total des opérations financières, elles ne représentent ainsi plus que 24 % des opérations financières en 1988. Le krach boursier explique en grande partie ce recul. De 1988 à 1990, la progression plus rapide des achats explique la baisse des émissions nettes. La remontée plus rapide des émissions que des achats explique ensuite la tendance haussière de 1993 à 1997, les achats diminuant même fortement en 1994 et 1995. Un second pic est atteint en 1997, où les émissions nettes représentent 46 % du total des opérations financières, les émissions atteignant près de 90 % des engagements contractés. La période de croissance de 1998-2001 s'accompagne par contre d'un recul des émissions nettes, qui sont mêmes négatives en 2000. La réduction plus rapide des émissions que des achats explique cette tendance. En base 2000, l'année 2002 est marquée par une envolée à la fois des achats des émissions d'actions, les deux atteignant près de 80 % du total des opérations financières. De ce fait, les émissions nettes y sont proches de zéro. A partir de cette date, et jusqu'en 2006, les flux d'émissions et d'achats sont tendanciellement décroissants.

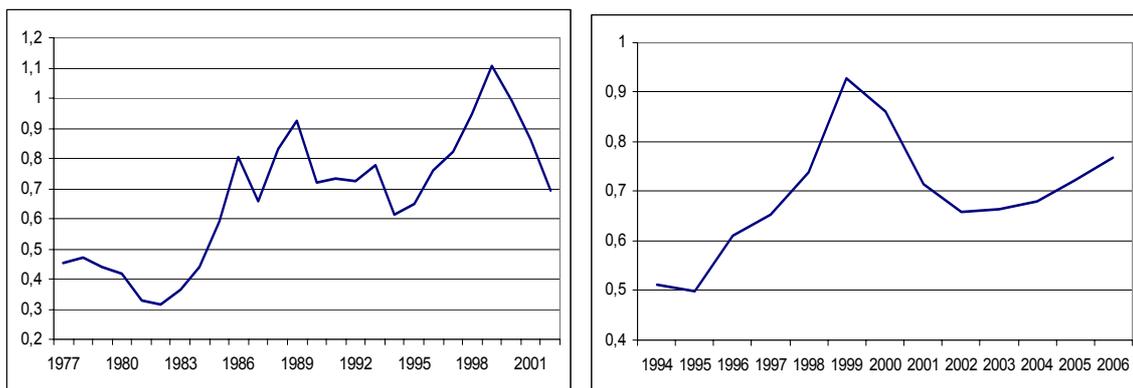
**Graphique 2.8 :** Evolution des flux d'émissions et d'achats d'actions et de titres, ainsi que des flux nets, en % du total des opérations financières



Source : Calcul effectué à partir des données de l'INSEE, Comptes nationaux, base 1995 pour le graphique de gauche et 2000 pour celui de droite.

Les comportements d'achats et d'émissions de titres des SNF sont donc très instables. Cependant, l'achat et l'émission de titres financiers occupent une place importante dans le total des opérations financières, et cela surtout depuis le milieu des années 1980. La croissance des actions et titres au passif des SNF conduit Clévenot et Mazier (2005) à évaluer la financiarisation au passif des SNF en calculant le ratio  $q$  de Tobin, selon deux méthodes. La première consiste à rapporter les actions et titres d'OPCVM au passif aux actifs non financiers, ce que nous avons fait dans le graphique 2.6, et la seconde aux fonds propres constitués de la richesse nette et des actions et titres d'OPCVM au passif. Le mouvement de correction qui s'effectue au début des années 2000 s'explique par la baisse du prix des titres. Une première phase de hausse de ce ratio à lieu du milieu des années 1980 à la fin des années 1980 puis une seconde du milieu des années 1990 à la fin des années 1990 (graphiques 2.9).

**Graphique 2.9 :** Ratio  $q$  de Tobin (Actions et titres OPCVM au passif rapportés aux fonds propres)



Source : INSEE, Comptes nationaux base 1995 (gauche) et 2000 (droite).

Les modalités de financement des SNF se modifient donc au cours des années 1980. L'accroissement de l'autofinancement provient d'une hausse de l'épargne brute et se traduit par une réduction des besoins de financement. En outre, au niveau du financement externe, nous avons relevé plusieurs évolutions importantes. D'une part, l'endettement recule, ce qui se voit en analysant les évolutions des crédits nets au passif. D'autre part, les comportements des SNF concernant les acquisitions et émissions de titres évoluent fortement, ce que l'analyse des évolutions nettes ne laisse pas transparaître. En effet, depuis le milieu des années 1980, les émissions ainsi que les acquisitions d'actifs financiers augmentent fortement. L'accroissement concomitant des émissions et des acquisitions explique la faible dynamique

en termes nets. Cependant, cette dernière ne signifie donc pas qu'il n'y ait pas eu des évolutions dans les comportements des SNF, au contraire. La hausse du ratio  $q$  de Tobin au passif constitue l'un des indicateurs de ces transformations. Il convient maintenant de voir dans quelle mesure le redressement de l'épargne des entreprises et leur accès facilité au financement de marché se sont accompagnés ou non d'un redressement de l'investissement, comme le suggérerait une perspective ricardienne.

## **2 Ralentissement de l'accumulation et accroissement des activités financières des SNF**

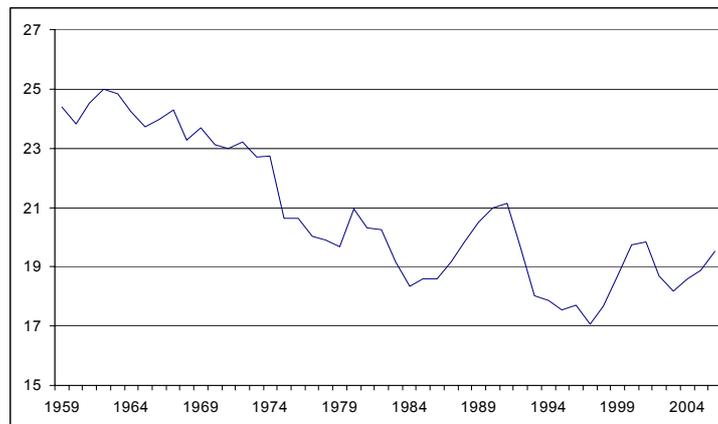
Les transformations des modalités de financement des SNF se sont accompagnées d'une évolution de leurs comportements d'investissement. D'une part, l'accumulation du capital tend à ralentir (2.1) alors que nous avons vu dans la section précédente que l'épargne augmente. D'autre part, les activités de nature financière tendent à s'accroître (2.2).

### **2.1 Vers un ralentissement de l'accumulation du capital**

Le taux d'investissement des SNF, qui rapporte l'investissement à la valeur ajoutée, tend à se réduire, notamment à partir du milieu des années 1970. Le taux d'investissement brut national en pourcentage du PIB passe de 26,7 % en moyenne sur la période 1961-70 à 25,2 % pour 1971-80, puis 20,9 % pour 1981-90 et 18,9 % pour 1991-96<sup>5</sup>. Ce recul des taux d'investissement se retrouve au niveau des SNF (graphique 2.10). La baisse du taux d'investissement est plus marquée pour le taux net que pour le taux brut. Le taux brut passe en effet de 23,1 % en 1970 à 17,06 % en 1997, taux le plus bas, soit une baisse de six points environ.

---

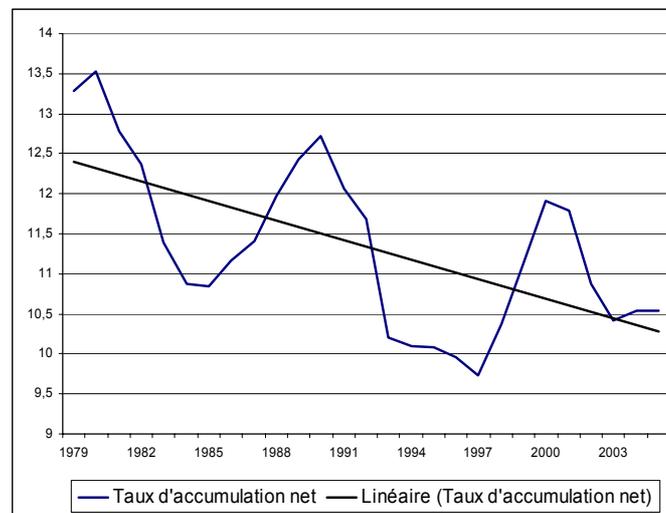
<sup>5</sup> Source : OCDE, dans Aglietta (2001b).

**Graphique 2.10 :** Taux d'investissement brut des SNF

Source : INSEE, Comptes nationaux 2000.

Cependant, les évolutions du taux d'investissement ne reflètent pas forcément une variation des comportements d'investissement des entreprises. Une variation de l'investissement entraîne en effet mécaniquement, toutes choses égales par ailleurs, une variation de même sens de la valeur ajoutée brute. Dans une perspective postkeynésienne (Kaldor, 1956, Kalecki, 1965, entre autres), le taux d'accumulation<sup>6</sup> est ainsi plus généralement employé pour rendre compte des comportements d'investissement des entreprises. Il permet en effet une analyse plus précise que le taux d'investissement. De même que pour le taux d'investissement, le taux d'accumulation des SNF subit une baisse tendancielle, en dépit de mouvements de reprise conjoncturelle (graphique 2.11).

<sup>6</sup> Le taux d'accumulation rapporte le montant de la FBCF à celui des actifs fixes.

**Graphique 2.11 : Taux d'accumulation net des SNF**

Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

La hausse de l'autofinancement depuis le milieu des années 1980 s'accompagne donc d'un recul des taux d'accumulation et non pas de leur reprise comme l'on pouvait s'y attendre compte tenu de la théorie classique<sup>7</sup>. La hausse de l'épargne et le recul de l'accumulation du capital productif s'accompagnent d'un accroissement de la détention d'actifs financiers par les SNF.

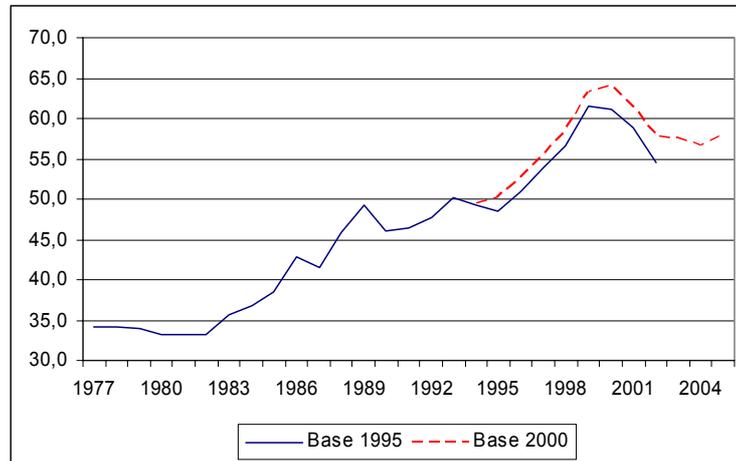
## 2.2 L'accroissement des actifs de nature financière

Plihon (2003) et Stockhammer (2004a, 2000b) identifient comme indicateur de la financiarisation l'importance croissante prise par les revenus tirés des transactions financières ou des actifs financiers. Plihon par exemple évalue quant à lui la financiarisation de la gestion des entreprises par la part des activités financières rapportée aux activités directement productives. Ces évolutions se retrouvent dans le compte de patrimoine. A l'aide des données de l'INSEE, l'on observe en effet un accroissement de la part des actifs financiers dans le total des actifs (graphique 2.12). La tendance à l'accroissement de la part des actifs financiers débute à partir du milieu des années 1980 et s'amplifie de 1995 à 2000, ce qui se vérifie avec

<sup>7</sup> Entendue au sens de Keynes, c'est-à-dire en y incluant les néoclassiques.

le passage en base 2000. La part des actifs financiers se stabilise ensuite, avec un léger recul entre 2000 et 2002.

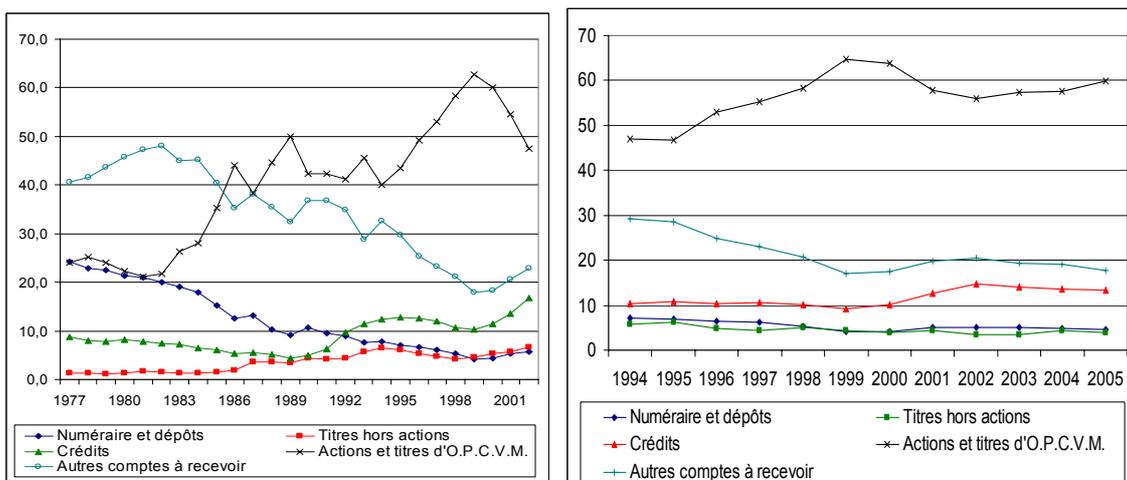
**Graphique 2.12 :** Part des actifs financiers dans le total des actifs des SNF



Source : INSEE, Comptes nationaux.

Concernant la structure de ces actifs financiers, les actions et titres d'OPCVM voient leur part s'accroître fortement depuis le début des années 1980 pour se stabiliser au début des années 2000, au détriment des postes « autres comptes à recevoir » et « numéraire et dépôts » (graphique 2.13).

**Graphique 2.13 :** Structure des actifs financiers des SNF



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 1995 et 2000.

Pour Clévenot et Mazier (2005), cette évolution de la structure des bilans des SNF représente le principal indicateur de la financiarisation. Les auteurs analysent l'insuffisante reprise de l'investissement liée à un arbitrage effectué par les SNF entre accumulation réelle et financière. Cependant, cet accroissement de la part des actifs financiers détenus par les entreprises non financières peut ne représenter qu'une contrepartie de la réduction de l'investissement physique, ce que souligne Stockhammer (2004a). Ainsi, l'investissement dans les actifs financiers ne représente pas la cause de la réduction de l'investissement physique<sup>8</sup>. Il représente un symptôme des changements dans les priorités de management, c'est-à-dire un changement dans la configuration institutionnelle des entreprises qui les conduit à limiter le montant de l'investissement productif.

Il ressort donc de cette première partie de chapitre un décalage entre, d'un côté, accroissement des capacités d'épargne des entreprises et, de l'autre, ralentissement de l'accumulation, accompagné d'une augmentation de la détention d'actifs financiers par les SNF. Ces évolutions posent la question des changements en cours au niveau des comportements de répartition des entreprises et de l'impact sur leur rentabilité économique et financière.

### **3 Amélioration puis stagnation de la rentabilité économique des SNF et dégradation de l'emploi et de la part des salaires**

Afin d'explicitier les évolutions des capacités d'épargne des SNF et de l'investissement, il convient en effet d'analyser celles de la répartition primaire des revenus. La réduction des besoins de financement des entreprises s'accompagne d'un redressement des taux de marge et donc de la part des profits dans la valeur ajoutée (3.1). Cette hausse de la part des profits s'accompagne quant à elle d'un redressement de la rentabilité économique des SNF et de la profitabilité pour les actionnaires (3.2). Cependant, le redressement de la rentabilité s'effectuant en grande partie par la hausse des taux de marge, la situation des salariés se dégrade avec, d'une part, une réduction de la part des salaires dans la valeur ajoutée et, de

---

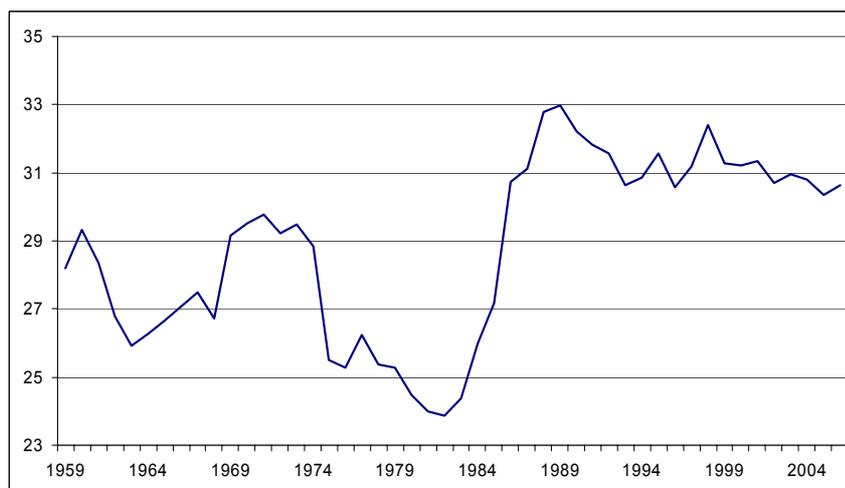
<sup>8</sup> Nous reviendrons dans le chapitre suivant en détail sur les déterminants de l'investissement dans un régime financiarisé.

l'autre, une hausse du taux de chômage qui suit le ralentissement de l'accumulation et de la croissance (3.3).

### 3.1 Redressement du taux de marge et écart croissant entre investissement et profit

A partir des années 1980, on observe un redressement important des taux de marge des sociétés non financières, qui rapporte l'excédent brut d'exploitation (EBE) à la valeur ajoutée brute (graphique 2.14). Après une période de hausse au début des années 1970, le taux de marge diminue jusqu'en 1983, année où il repart à la hausse pour se stabiliser au cours des années 1990 à un niveau supérieur à celui des années 1960<sup>9</sup>.

Graphique 2.14 : Taux de marge des SNF

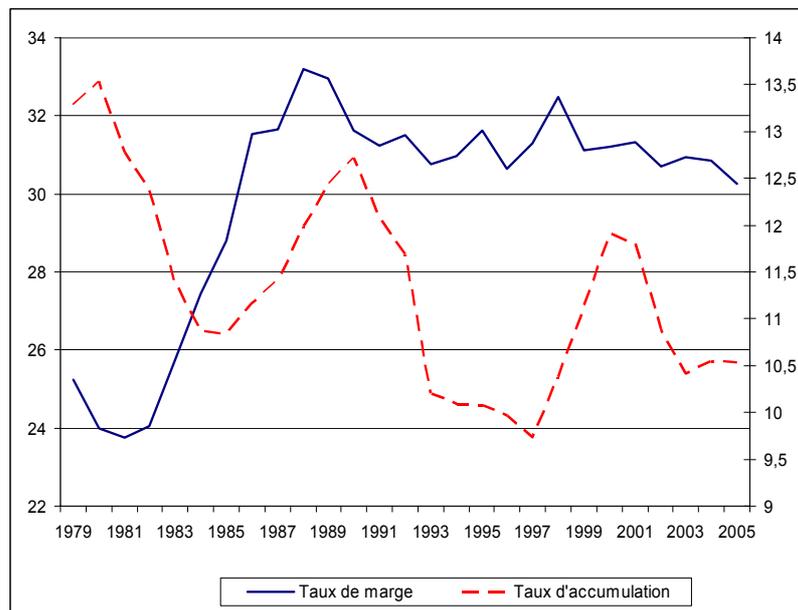


Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Ce redressement du taux de marge ne s'accompagne pas, comme nous l'avons déjà noté, d'une reprise de l'investissement (graphique 2.15). Au contraire, la tendance haussière du taux de marge (échelle de gauche) suit celle à la baisse du taux d'accumulation (échelle de droite).

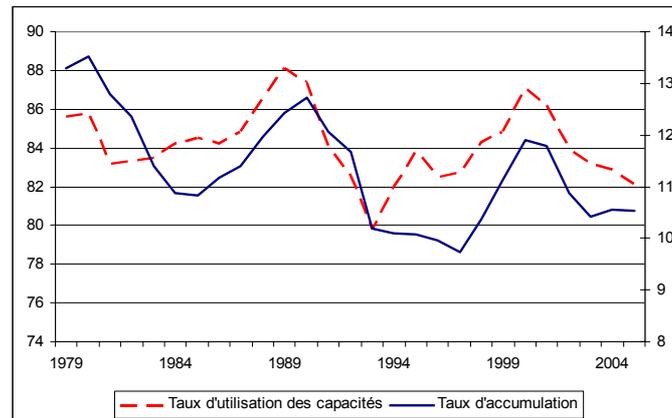
<sup>9</sup> Nous développerons dans la section 3.3 les difficultés d'analyse des évolutions du taux de marge, ou de la part salariale, liées, entre autres, aux évolutions sectorielles, certains secteurs détenant un taux de marge structurellement plus élevé.

**Graphique 2.15 :** Taux de marge des SNF et taux d'accumulation : des évolutions divergentes



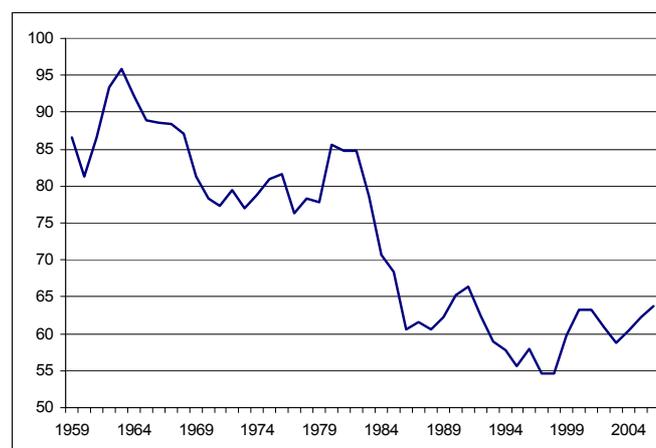
Source : INSEE, Comptes nationaux base 2000.

A plus court terme, les fluctuations conjoncturelles du taux d'accumulation sont corrélées à celles du taux d'utilisation des capacités productives (graphique 2.16). Le redressement du taux d'utilisation (échelle de gauche) est en général suivi d'une reprise du taux d'accumulation (échelle de droite), ce qui montre l'impact de la demande sur les comportements d'accumulation des SNF. L'importance des facteurs quantitatifs (production ou vente) dans la détermination des comportements d'investissement est relevée par plusieurs études économétriques (Chirinko, 1993).

**Graphique 2.16 :** Taux d'utilisation des capacités productives et taux d'accumulation

Source : INSEE, Comptes nationaux.

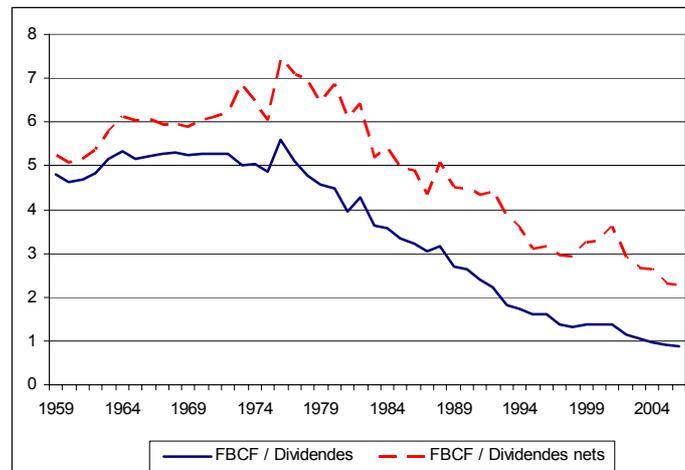
Cet écart entre accroissement des taux de marge et stagnation – voire réduction – des taux d'accumulation s'accompagne d'une dégradation du ratio investissement sur excédent brut d'exploitation (graphique 2.17). A partir de 1983 et jusqu'en 1986, la FBCF rapportée à l'EBE chute fortement (de près de 25 points). Elle se redresse légèrement de 1987 à 1990 avant de connaître une nouvelle baisse importante jusqu'en 1998 (moins 10 points) où elle atteint son niveau le plus bas avec 54,6 % de l'EBE. La reprise de la fin des années 1990 s'accompagne d'une remontée de ce taux à 63,3 % puis 63,7 % en 2006 après une légère baisse.

**Graphique 2.17 :** Part de la FBCF sur l'excédent brut d'exploitation des SNF

Source : INSEE, Comptes nationaux base 2000.

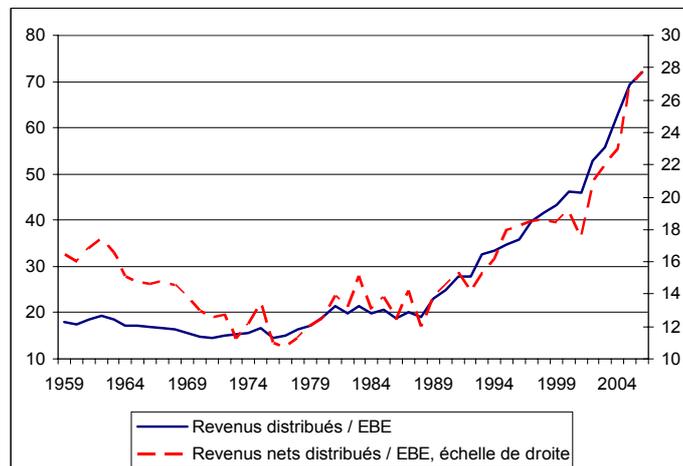
La valeur de l'investissement par rapport à celle des profits tend donc à diminuer, alors que les profits sont croissants, ce qui rejoint pour la France les conclusions de Stockhammer (2005 et 2007) et Van Treeck (2007) sur la baisse de ce ratio dans des économies financiarisées. En d'autres termes, les profits sont de moins en moins réinvestis. Ce décrochage conduit à se poser la question de l'utilisation des profits ainsi que de la source de ces profits. Dans les analyses kaleckiennes (Kalecki, 1965 et 1990), l'investissement constitue en effet la principale composante des profits. Le ralentissement de l'investissement et le décalage entre taux de profit et taux d'accumulation ont donné lieu à plusieurs séries d'explications. Le décalage croissant entre investissement et profit représente donc l'un des indicateurs de la financiarisation. Ce décalage s'explique par le développement de nouvelles sources de profit. La consommation des dividendes peut en représenter une explication. Ainsi, pour Husson (2005), dans une perspective marxiste, la hausse régulière du taux de plus-value s'identifie à la conséquence des transformations à l'œuvre. Cette hausse ne s'est pas accompagnée d'une croissance du taux d'accumulation, ce qui était l'objectif recherché par les politiques menées, mais, par contre, d'un recul de la part salariale. De ce fait, pour Husson, l'écart entre taux de profit et taux d'accumulation représente un bon indicateur de la financiarisation, cet écart se réduisant en soustrayant la part revenant aux revenus financiers.

Ainsi, il est possible de calculer un indicateur rapportant le montant de l'investissement à celui des dividendes distribués (graphique 2.18). Une baisse tendancielle de cet indicateur apparaît clairement, les montants investis par les SNF se réduisant par rapport aux montants distribués. Il semble donc que la distribution des dividendes occupe une part de plus en plus grande dans la formation des profits, au détriment de celle de l'investissement.

**Graphique 2.18 :** FBCF rapporté aux dividendes distribués pour les SNF de 1959 à 2006

Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

L'accroissement de la part des profits s'est en effet accompagné quant à lui de celui des revenus distribués<sup>10</sup> par les entreprises qui atteignent 72 % de l'excédent brut d'exploitation en 2006 au lieu de 19 % en 1988 (graphique 2.19, échelle de gauche), les dividendes représentant en 2006 plus de 90 % des revenus distribués des sociétés.

**Graphique 2.19 :** Revenus distribués par les SNF rapportés à l'EBE, de 1959 à 2006

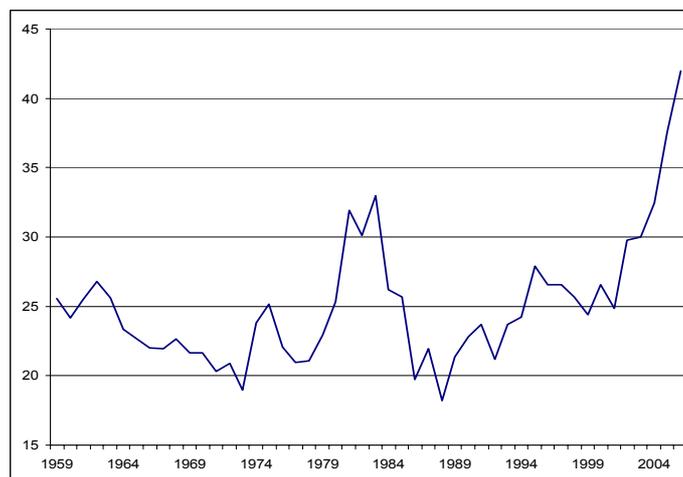
Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

<sup>10</sup> Ces revenus sont constitués majoritairement de dividendes, l'autre poste étant celui des « autres revenus distribués des sociétés ».

La croissance des revenus distribués par les SNF devient particulièrement importante à partir de 1989. Les revenus nets distribués sont également croissants à partir de la fin des années 1980 mais dans une proportion moins importante. Ils passent en effet de 12 % de l'EBE en 1988 à 28 % environ en 2006 (graphique 2.19, échelle de droite). Cependant, le niveau atteint par le ratio dividendes distribués sur l'EBE et la forte croissance de celui-ci amènent à douter de la pertinence de l'indicateur. Il semble plus approprié de rapporter le montant des dividendes nets versés au profit après impôt. En effet, les actionnaires décident, au niveau des conseils d'administration, du montant des dividendes qui sera versé en fonction du profit disponible une fois payés les impôts et les intérêts.

Selon cet indicateur, les dividendes nets versés par les SNF suivent également une tendance globalement croissante à partir du début des années 1990, après un point haut atteint en 1981 puis une forte chute, de près de 15 points au cours des années 1980. Ils atteignent 42 % des profits après impôts en 2006 (graphique 2.20)<sup>11</sup>. La rémunération des actionnaires est donc globalement croissante depuis le début des années 1990.

**Graphique 2.20 :** Dividendes nets distribués par les SNF en pourcentage de leur profit après impôts (RDB<sup>12</sup> + dividendes nets versés)



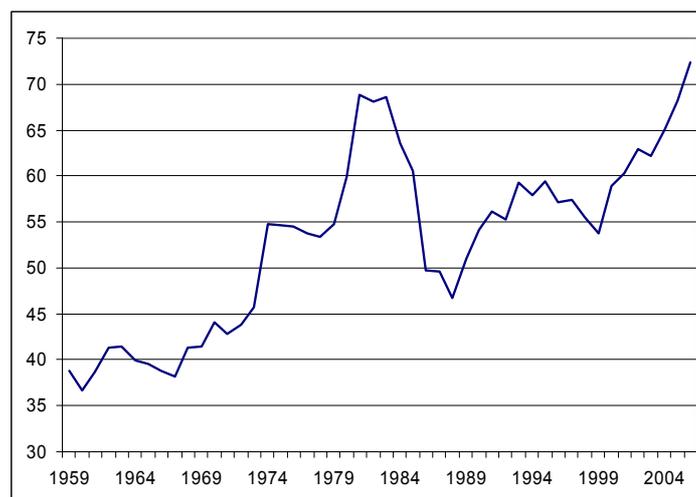
Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

<sup>11</sup> Les dividendes versés en pourcentage du profit après impôts passent quant à eux de 26 % en 1998 à 65 % en 2006.

<sup>12</sup> Revenu disponible brut.

L'augmentation de la part des dividendes distribués n'est pas uniquement liée à une modification de la structure du financement des SNF et à un recul de la part des intérêts versés, c'est-à-dire à un effet substitution. En effet, la modification de la structure de financement au profit de l'émission de titres et au détriment de l'endettement pourrait expliquer la croissance de la part des dividendes distribués, au détriment de celle des intérêts versés. Or, la part des intérêts et dividendes versés par les SNF dans les profits après impôts s'accroît à partir du début des années 1990 après un pic atteint au début des années 1980 (graphique 2.21). A partir du début des années 1970, la part des dividendes et intérêts versés par les SNF est toujours supérieure à celle des années 1960, il s'agit donc bien d'un effet volume.

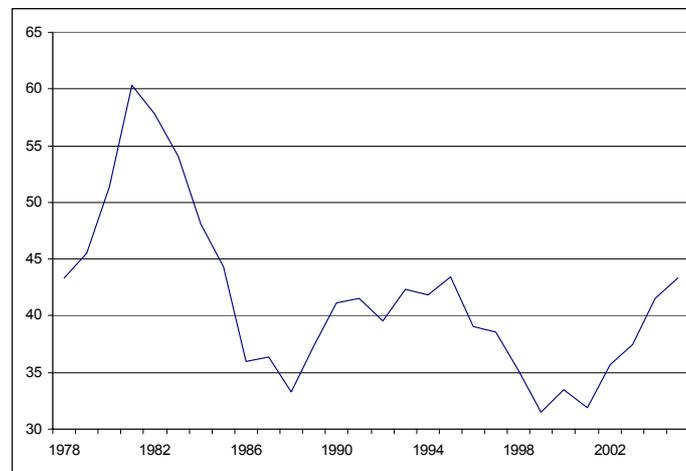
**Graphique 2.21 :** Intérêts et dividendes versés par les SNF en pourcentage de leur profit après impôts (RDB + dividendes + intérêts)



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Cependant, en termes nets, les intérêts et dividendes versés connaissent une évolution plus heurtée. Après une forte hausse de 1978 à 1981, où ils atteignent 60 % des profits après impôts, cette part est divisée par presque deux dans les années 1980. Elle se stabilise au cours de la première moitié des années 1990 en étant légèrement croissante, passant de 41 % en 1990 à 43,4 % en 1995. Elle décroît ensuite jusqu'en 2001 où elle représente 31,9 % des profits après impôts puis remonte à nouveau au début des années 2000 pour atteindre son niveau du début des années 1990.

**Graphique 2.22 :** Intérêts nets et dividendes nets versés par les SNF en pourcentage de leur profit après impôts



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

L'évolution des intérêts et dividendes nets versés par les entreprises ne connaît donc pas de véritable hausse au cours des années 1990 et 2000. La charge financière liée à la rémunération nette des détenteurs de capitaux ne semble donc pas s'être véritablement accrue. Ceci n'est pas lié à la stagnation des intérêts et dividendes versés, qui ont eux crû fortement, mais à l'augmentation parallèle des intérêts et dividendes reçus, bien que les dividendes versés nets soient fortement croissants.

Il y a donc bien une rupture au niveau de la distribution des profits dans les comptes des SNF, avec une forte hausse des dividendes distribués. Cependant, celle-ci ne se traduit pas véritablement par un accroissement des charges financières des entreprises. Ceci constitue un élément important que nous retiendrons par la suite, notamment dans la discussion des effets de la financiarisation sur l'investissement.

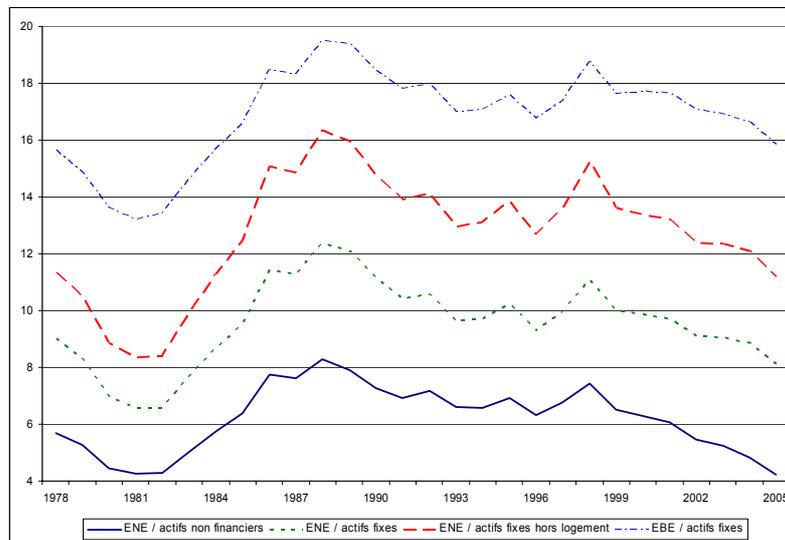
L'accroissement de la part des profits et des dividendes distribués conduit à s'interroger sur les évolutions de la rentabilité économique des SNF ainsi que sur la profitabilité pour les actionnaires des évolutions en cours depuis le milieu des années 1980.

### **3.2 Du redressement de la rentabilité économique des SNF à sa stagnation, parallèlement à un redressement de la profitabilité retirée par les actionnaires**

La section précédente a montré la tendance haussière des taux de marge et des dividendes distribués par les SNF. Le taux de marge constitue l'un des déterminants de la rentabilité économique et financière des entreprises. Les données de la comptabilité nationale montrent que la rentabilité des entreprises s'est dans un premier temps redressée avant de connaître à nouveau une tendance légèrement décroissante. Ces données permettent de mesurer les gains retirés par les actionnaires des évolutions en cours.

Le début des années 1980 marque également une rupture concernant l'évolution de la rentabilité économique des SNF. Cet indicateur se rapproche de la notion de taux de profit utilisée dans les modèles postkeynésiens (Kaldor, 1956, Kalecki, 1965, Robinson, 1962, entre autres) et que nous reprendrons par la suite dans le modèle présenté au chapitre 5. Plusieurs méthodes sont utilisées pour évaluer la rentabilité économique en utilisant les données de la comptabilité nationale. Le numérateur est toujours constitué par l'excédent net d'exploitation, mais le dénominateur varie. Il peut comprendre soit l'ensemble des actifs non financiers, soit les actifs fixes ou les actifs fixes hors logement. Alors que la fin des années 1970 est marquée par une tendance à la baisse de la rentabilité économique des SNF, le début des années 1980 voit quant à lui ce taux se redresser fortement, passant de 4,2 % en 1981, si l'on rapporte l'ENE à l'ensemble des actifs non financiers, à 8,3 % en 1988. Les données de long terme, notamment mobilisées par le rapport du Commissariat Général du Plan présidé par Plihon (2002) montrent que le niveau atteint à la fin des années 1990 est comparable à celui des années 1960. Le ratio ENE sur l'ensemble du capital non financier se stabilise autour de 7 % dans les années 1960 et à partir de la fin des années 1980 jusqu'à la fin des années 1990 selon les auteurs du rapport. La rentabilité économique chute à partir de 1973 pour se redresser à partir de 1982 et cela malgré les périodes de ralentissement économique. La rentabilité économique diminue tendanciellement dans les années suivantes, malgré les fluctuations cycliques (graphique 2.23).

**Graphique 2.23 :** Rentabilité économique des SNF selon différents calculs de 1978 à 2006 en France

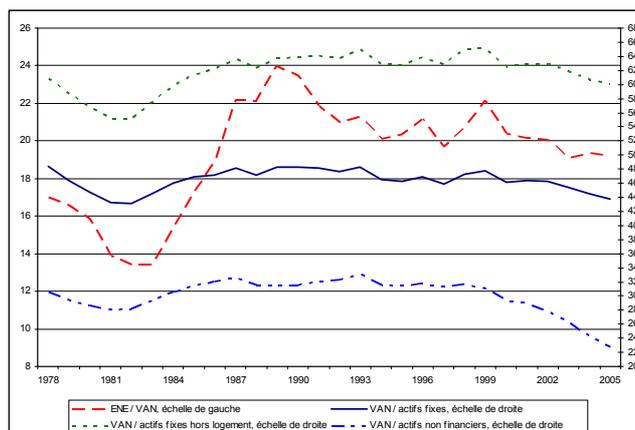


Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Afin d'analyser les facteurs de ces évolutions, il est possible de décomposer l'indicateur de rentabilité économique entre d'un côté le taux de marge net (ENE / VAB) et de l'autre la productivité du capital, exprimée par le rapport entre valeur ajoutée brute et capital, soit, avec  $F_T$  le montant des profits, Y la valeur ajoutée et K le capital :

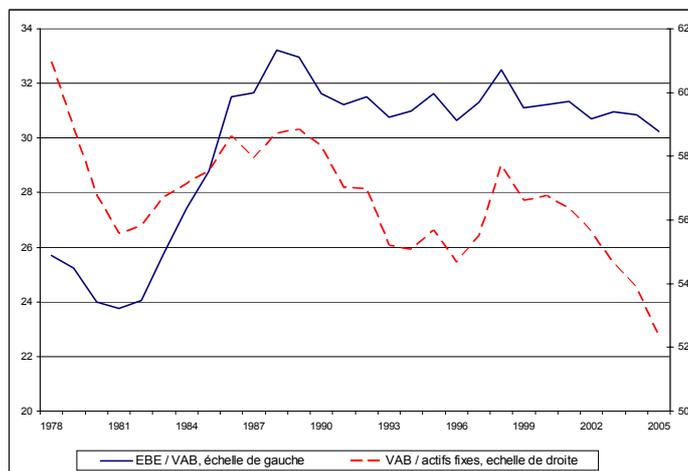
$$\frac{F_T}{K} = \frac{F_T}{Y} \frac{Y}{K}$$

Le redressement du taux de marge, que nous avons constaté dans la section précédente, constitue le principal facteur explicatif de la forte hausse de la rentabilité économique au début des années 1980 (graphique 2.24, échelle de gauche), la productivité du capital augmentant plus faiblement (échelle de droite). La diminution dans les années 1990 de la rentabilité économique s'explique surtout par le ralentissement des gains de productivité du capital, surtout à partir de la fin des années 1990. En effet, alors que le taux de marge net diminue de cinq points, passant de 24 % à en 1989 à 19 % en 2005, la productivité du capital diminue de façon plus importante, ce qui ressort particulièrement si l'on prend le ratio valeur ajoutée nette sur actifs non financiers, lequel diminue de dix points entre 1993 et 2005, passant de 33 % à 23 %.

**Graphique 2.24 : Décomposition de la rentabilité économique des SNF**

Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

La décomposition du taux de profit brut fait particulièrement ressortir l'impact négatif des évolutions de la productivité du capital sur la rentabilité économique. En effet, celle-ci décroît fortement à partir de 1990 (graphique 2.25, échelle de droite), malgré le redressement de 1997-2000 alors que le ratio excédent brut d'exploitation sur valeur ajoutée brute se stabilise en dépit d'une baisse à partir de 2001 (échelle de gauche).

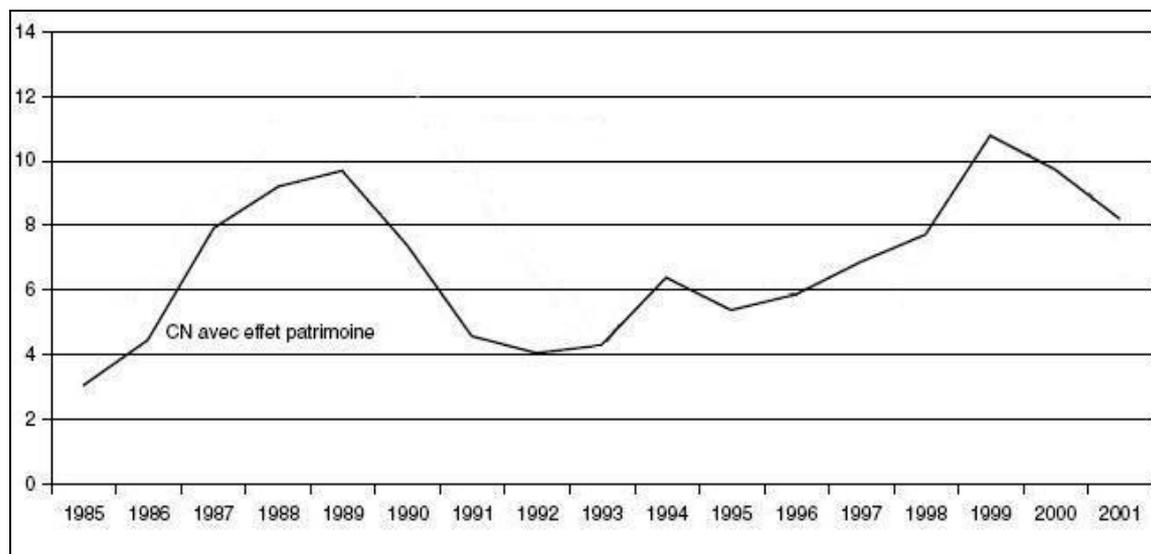
**Graphique 2.25 : Décomposition de la rentabilité économique brute des SNF**

Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

La relative stabilité de la rentabilité économique des SNF s'explique donc par la baisse de la productivité apparente du capital qui est compensée par le redressement des taux de marge. Cependant, la prise en compte de la variation du prix relatif du capital fait ressortir des fluctuations plus importantes de la rentabilité économique. Picart (2004) montre ainsi

qu'après une période de redressement de 1985 à 1989, la rentabilité économique diminue jusqu'en 1992 avant de remonter jusqu'en 1999 où elle dépasse les 10 % (graphique 2.26).

**Graphique 2.26 :** Calcul de la rentabilité économique corrigée des revalorisations du compte de patrimoine



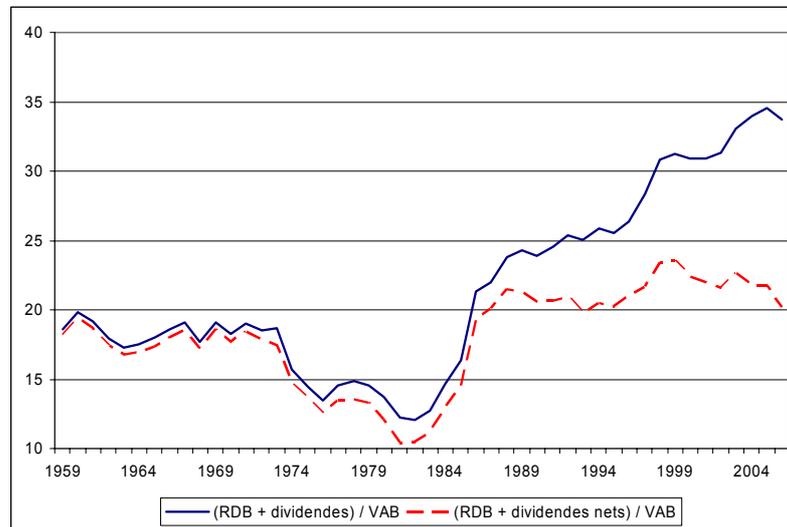
Source : Picart (2004), p. 114.

La hausse du taux de marge fait plus que compenser la baisse de la productivité apparente du capital et explique le redressement de la rentabilité économique. A partir du milieu des années 1990, la stagnation du taux de marge est compensée par les revalorisations des prix du capital, portant sur les terrains, et donc les plus-values réalisées dans les comptes de patrimoine (Picart, 2004).

La croissance de la rentabilité économique qui ressort de la correction des évolutions du prix du capital s'accompagne d'une hausse de la profitabilité pour les actionnaires. En effet, si l'on reprend l'indicateur développé par Artus et Cohen (1998), c'est-à-dire le ratio revenu disponible brut des entreprises plus les dividendes versés rapportés à la valeur ajoutée, la profitabilité dégagée pour les actionnaires s'accroît. Plus précisément, la profitabilité diminue au cours des années 1970, passant de 19 % en 1971 à 13,5 % en 1977, pour remonter à partir des années 1980 et atteindre un niveau nettement supérieur à celui du début des années 1970, avec plus de 34 % en 2005 (graphique 2.27). A partir du milieu des années 1980, la progression de ce ratio ne s'est ralentie qu'à deux reprises, lors du ralentissement économique

du début des années 1990 et lors de la période de croissance de 1998-2002. De 2002 à 2005, cet indicateur repart à la hausse avant de diminuer légèrement en 2006, où il atteint 33,8 %.

**Graphique 2.27 : Profitabilité pour les actionnaires**



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

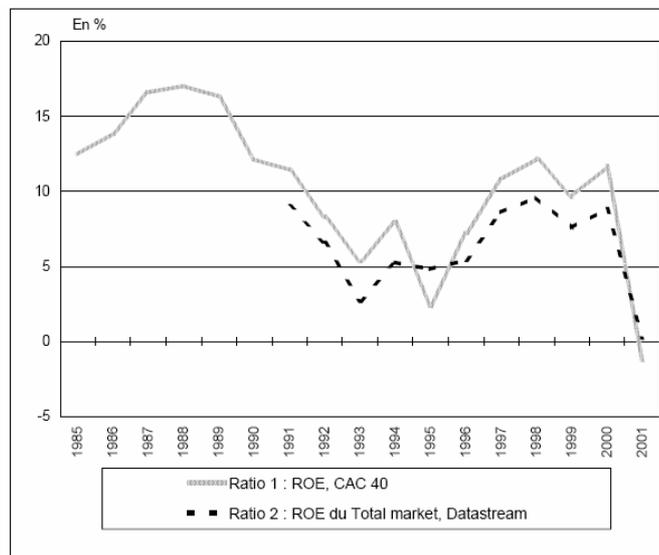
Le calcul de cet indicateur en ne prenant en compte que les dividendes nets fait ressortir trois périodes. De 1959 à 1973, le ratio de profitabilité pour les actionnaires est stable autour d'une moyenne de 17,9% sur la période. Ensuite, à partir du choc pétrolier de 1973 et jusqu'à la mise en place de la politique de désinflation compétitive en 1983, ce ratio diminue pour atteindre un point bas de 10,4 % en 1981. Il remonte par la suite pour se stabiliser à partir de 1988 autour d'une moyenne de 21,4 % sur la période 1988-2006, soit environ trois points au-dessus du niveau des années 1960.

Le ralentissement de l'accumulation du capital et l'accroissement des intérêts et dividendes versés par les entreprises conduisent ainsi à s'interroger sur les normes de rendement en vigueur. En effet, pour Keynes (1936), les entreprises n'investissent que si l'efficacité marginale du capital est au moins égale au taux d'intérêt. Or, le développement des marchés financiers tend à modifier les normes de rendement, qui dépendent de plus en plus des rendements des titres financiers. Les exigences des actionnaires en termes de rendement viennent à prendre plus d'importance dans les économies financiarisées que les taux d'intérêt (Boyer, 2000, Plihon, 2002 et 2003...). L'accroissement des intérêts et dividendes versés que nous avons présenté dans le graphique 2.21 et l'accroissement de la profitabilité retirée par les

actionnaires (graphique 2.27) tendent à accréditer cette thèse, que nous développons précisément dans le chapitre suivant.

La convention d'un retour sur fonds propres fixée à 15 % est également un signe laissant penser à un durcissement des contraintes de rentabilité exigée auxquelles font face les entreprises. Le rendement total des actions, qui rapporte la somme des dividendes perçus et la variation de valeur de l'action à son cours, s'est ainsi fortement redressé au cours des années 1980 et 1990. Alors qu'il était de 6,7 % pour la période 1973-1982, le taux de rendement des actions atteint 20,5 % pour la période 1983-1992 puis 22,1 % pour 1992-2000 (Plihon, 2002 à partir des données de datastream). Il ressort de l'étude du Commissariat général du Plan (Plihon, 2002), menée à partir des données de la comptabilité d'entreprise, une amélioration en termes réels du ROE<sup>13</sup>, qui rapporte les résultats nets des entreprises à la valeur comptable de leurs fonds propres et qui indique une rentabilité de l'ordre de 12 % à 15 %. La crise de la fin des années 1980 début des années 1990 se traduit par une chute du ROE qui ne se redresse qu'à partir du milieu des années 1990 (graphique 2.28).

**Graphique 2.28 : ROE des SNF du CAC40<sup>14</sup>**



Sources : Datastream, calculs SEFI, dans Plihon (2002), p. 99.

<sup>13</sup> *Return on Equity*, voir l'encadré 1 pour une définition précise.

<sup>14</sup> Le ratio 1 rapporte le résultat net agrégé des SNF du CAC40 à leurs capitaux propres agrégés (capital + réserves). Le ratio 2 s'appuie sur des séries directement agrégées et correspond à des entreprises financières ou non, 200 environ.

La prise en compte du ralentissement de l'inflation est également nécessaire pour expliquer ce redressement. En effet, les taux de rendement présentés dans le graphique 2.28 sont en termes nominaux. Or, l'inflation a fortement diminué entre les années 1980 et les années 1990. Comme le souligne le rapport du Commissariat général du Plan (Plihon, 2002), cette baisse de l'inflation implique un rendement réel accru des titres boursiers et ainsi un alourdissement des contraintes de rendement pesant sur les entreprises. Aglietta et Berrebi (2007) montrent également que la forte amélioration du rendement des fonds propres au cours des années 1990 est liée à l'importance de l'effet de levier<sup>15</sup>. C'est l'impact de ce dernier qui expliquerait le fort redressement de la rentabilité des fonds propres alors que la rentabilité économique a tendance à stagner.

### Encadré 2.1

#### Les évaluations de la rentabilité économique et financière à partir de la comptabilité nationale et de la comptabilité d'entreprise

#### Les différentes mesures de la rentabilité économique à partir de la comptabilité nationale :

Plusieurs mesures peuvent être effectuées, où l'excédent net d'exploitation constitue toujours le numérateur :

- $\frac{ENE}{ANF}$  où ANF représente les actifs non financiers
- $\frac{ENE}{AF}$  où AF représente les actifs fixes
- $\frac{ENE}{AFHL}$  où AFHL représente les actifs fixes hors logement

<sup>15</sup> Voir l'encadré 1 pour une définition de l'effet de levier et un rappel des différentes mesures de la rentabilité.

- Indicateur d'Arthus et Cohen (1998) de profitabilité pour les actionnaires :

$$\frac{RDB + \text{Dividendes versés}}{VAB}$$

**A partir des données de la comptabilité d'entreprise :**

- Rendement total des actions :  $\frac{\text{Dividendes reçus} + \text{gains en capitaux}}{\text{cours de l'action}}$

- Return on Equity, qui représente la rentabilité financière avant impôts :

$$\frac{\text{Résultat net avant impôts}}{\text{Valeur comptable des fonds propres}}$$

Décomposition de la rentabilité financière avant impôts :  $ROE = ROCE + (ROCE - i) \frac{\text{Dettes}}{FP}$

Avec  $i$  le taux d'intérêt moyen qui résulte du rapport entre charges financières et dettes et qui intègre donc les différentes échéances des créances, et FP les capitaux propres plus les provisions.

$ROCE = (\text{résultat net avant impôts} + \text{charges financières}) / (\text{dettes financières} + \text{capitaux propres} + \text{provisions})$ .

L'effet de levier se mesure donc en décomposant le « profit net » de l'entreprise en fonction de sa répartition entre intérêts, dividendes et impôts, et en décomposant le passif de l'entreprise en fonction de la nature des capitaux mobilisés.

Les exigences plus faibles qui marquaient les années 1950 et 1960 autorisaient la mise en place d'un compromis entre gestionnaires et salariés, qui semble remis en cause par la montée des exigences des actionnaires. Nous analyserons précisément ce point dans le chapitre suivant. En effet, le ralentissement de l'accumulation s'accompagne d'une tendance à la baisse de la productivité du capital qui influe négativement sur la rentabilité économique. Le

redressement de la rentabilité des SNF s'explique ainsi surtout par les évolutions de la répartition des revenus, avec une hausse marquée du taux de marge suivie d'une amélioration de la profitabilité retirée par les actionnaires.

### **3.3 Réduction de la part des salaires et dégradation de l'emploi**

Le redressement de la rentabilité économique et de la profitabilité retirée par les actionnaires s'effectue donc en parallèle avec une transformation de la structure de la répartition des revenus. L'évaluation de la part des salaires dans la valeur ajoutée est sujette à débat compte tenu des évolutions sectorielles de l'économie et des biais liés à l'évaluation du revenu des entrepreneurs individuels. Plusieurs études mettent en avant les biais statistiques qui conduisent à une mauvaise évaluation de la part salariale. La première critique, soulevée par Askenazy (2003) concerne l'évaluation du revenu des indépendants qui rémunère leur travail. De plus, la mesure des évolutions de la part salariale dans le total du PIB ne prend pas en compte les effets des transformations sectorielles. En effet, certains secteurs détiennent structurellement une part salariale plus élevée que d'autres et le passage de l'économie d'une spécialisation sectorielle à une autre peut se traduire par une variation de la part salariale sans qu'il y ait de politiques particulières concernant les salaires. Cette critique est développée par Serres, Scarpetta et Maisonneuve (2002). Des études plus larges portant sur une grande partie des secteurs économiques concluent cependant à une réduction de la part des salaires en France.

Askenazy (2003) calcule les évolutions de la part des salaires en introduisant les SIFIM<sup>16</sup> dans l'analyse et en évaluant les évolutions de la population salariée ainsi que celles des rémunérations des travailleurs indépendants en estimant la part du revenu mixte qui correspond au salaire de l'entrepreneur. Dans le secteur concurrentiel hors agriculture, associations et services administrés, la part moyenne des revenus du travail dans la valeur ajoutée diminue de 64,3 % dans les années 1970 à 61,1 % dans les années 1990 selon les calculs de cet auteur. Selon Askenazy, la correction qui doit être apportée à la rémunération des entrepreneurs individuels par rapport aux mesures de l'OCDE conduit à minorer la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée. Cependant, l'analyse d'Askenazy tend, selon

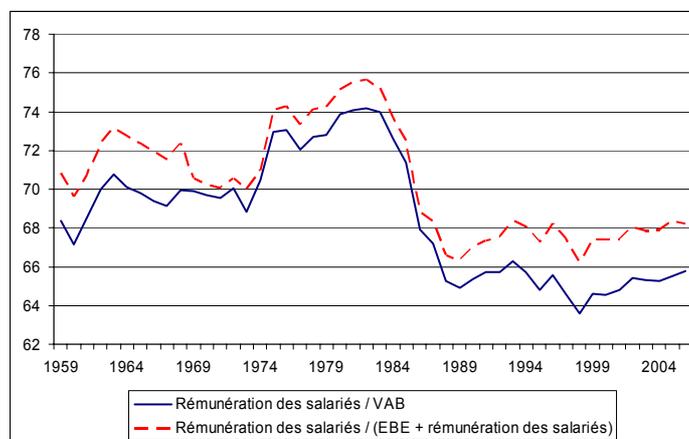
---

<sup>16</sup> Services d'intermédiation financière indirectement mesurés.

Canry (2003), à sous-estimer la baisse de la part des salaires, en considérant cette dernière uniquement comme un coût et non comme une variable de répartition. Les calculs effectués par Canry diminuent même légèrement la part des salaires par rapport à la méthode de correction utilisée par l'OCDE et concluent à une stabilisation de celle-ci à un niveau inférieur à celui des années 1950-70, considéré comme son niveau « normal ». Pour l'auteur, il y a donc eu un processus de surajustement à la baisse de la part des salaires après la forte hausse de la fin des années 1970. Ellis et Smith (2007) concluent également à un redressement important de la part des profits dans les pays développés depuis le milieu des années 1980. Arthus et Cohen (1998) parlent quant à eux de déformation du partage de la valeur ajoutée pour évoquer successivement la hausse de la part des salaires au cours des années 1970 puis sa forte baisse dans les années 1980.

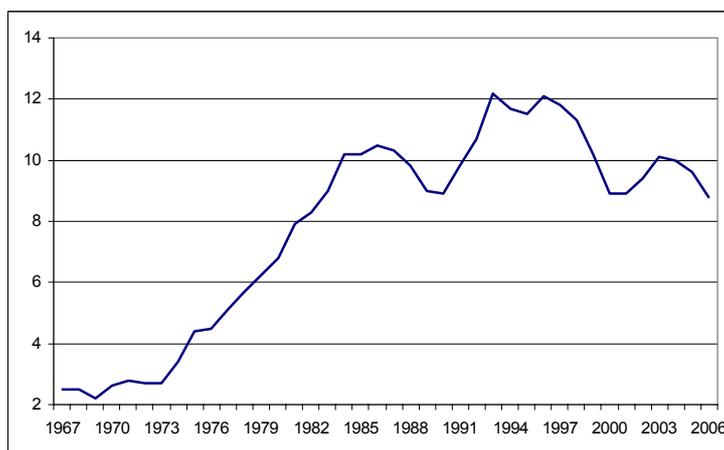
Afin d'éviter de subir ces biais statistiques, il convient de centrer l'étude sur les SNF, les principaux problèmes reposant sur les comptes des ménages, et plus précisément des entrepreneurs individuels. De plus, la définition de la valeur ajoutée pose problème pour les sociétés financières (assurances, banques) et pour les administrations (Etat, collectivités locales, sécurité sociale).

Nous avons vu précédemment que le taux de marge des SNF suivait globalement une tendance croissante. Dans les comptes des SNF, après une période de hausse de 1970 à 1982, où la part des salaires passe de 69,5 % de la valeur ajoutée brute en 1970 à 74,2 % en 1982, on observe clairement un décrochage de la part salariale à partir du milieu des années 1980 (graphique 2.29), quelle que soit la base statistique retenue (comme précédemment, seuls les niveaux diffèrent, les évolutions sont semblables). La part des salaires atteint un point bas en 1998 avec 63,6 % de la VAB. Elle remonte par la suite pour atteindre 65,8 % en 2006. Globalement, la part des salaires se stabilise dans les années 1990 et début 2000 à un niveau inférieur à celui des années 1960. En effet, la part des salaires s'établit à une moyenne de 65,2 % de la VAB, pour la période 1989-2006, ce qui est inférieur au niveau des années 1960, où elle atteignait 69,8 % en moyenne entre 1962 et 1972 (69,4 % en moyenne si l'on prend la période 1959-1973).

**Graphique 2.29 :** Part de la rémunération salariale dans les SNF

Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Cependant, la baisse de la part des salaires n'a pas conduit au redressement de l'emploi, comme le supposait la politique de désinflation compétitive<sup>17</sup>. Au contraire, le taux de chômage s'accroît à partir du milieu des années 1970 (graphique 2.30). Il passe de 4,2 % en 1975 à 10 % en 2004, après avoir atteint 12,5 % en 1994 et 1997 selon les données du BIT.

**Graphique 2.30 :** L'accroissement du taux de chômage<sup>18</sup>

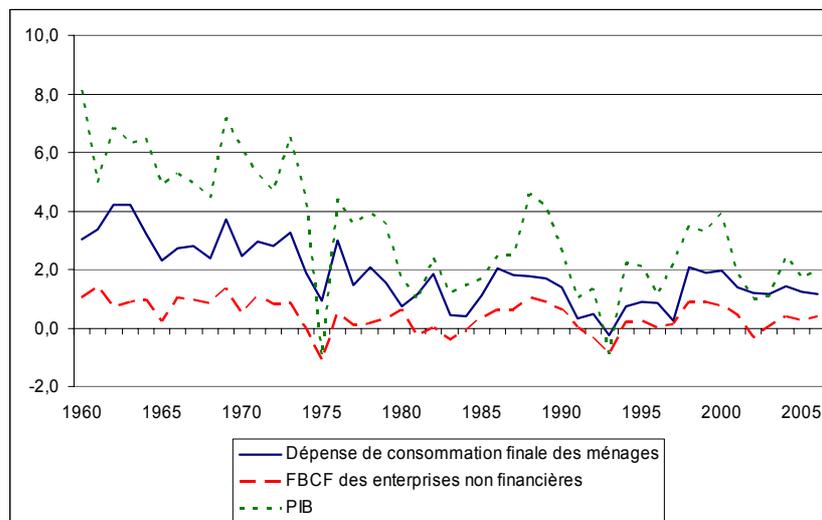
Source : INSEE, données corrigées des variations saisonnières.

<sup>17</sup> Pour un exposé sur les fondements théoriques et politiques de la désinflation compétitive, voir F. Lordon (1997) et L. Hoang-Ngoc (1998) pour les conséquences économiques et sociales.

<sup>18</sup> Le taux de chômage utilisé ici reprend la définition du BIT, en rapportant le nombre de chômeurs, au sens du BIT, à la population active au sens du BIT.

Pour Rowthorn (1999), le ralentissement de l'investissement, et donc de la croissance, explique la majorité de l'accroissement du chômage dans les pays de l'OCDE. La France subit en effet depuis la fin des années 1970 un ralentissement de la croissance économique, dont, comme nous venons de le voir, l'une des sources réside dans la stagnation de l'investissement. D'un point de vue macroéconomique, le régime actuel se caractérise par un taux de croissance inférieur à celui de la période fordiste. Le taux de croissance annuel moyen du PIB français était de 5,6 % entre 1961 et 1970, de 3,3 % de 1971 à 1980 avant de diminuer à 2,5 % entre 1981 et 1990 puis à 1,7 % entre 1991 et 2000<sup>19</sup>. Après une période de reprise entre 1998 et 2000, où le taux de croissance annuel moyen atteint 3,6 % sur la période, la croissance ralentit à nouveau avec un taux annuel moyen de 1,5 % entre 2001 et 2005. Ce ralentissement s'explique donc en partie par un ralentissement de la croissance de l'investissement, mais également par celui de la consommation des ménages (graphique 2.31).

**Graphique 2.31 :** Taux de croissance de la consommation, de l'investissement et du PIB, en termes réels



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

La montée du chômage et la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée s'accompagnent également d'une évolution des formes d'emploi. La recherche de la rentabilité par les entreprises les conduit à accroître la flexibilité<sup>20</sup>. De plus, la montée du chômage réduit le pouvoir de négociation des salariés et exerce ainsi une pression à la

<sup>19</sup> Source : Commission européenne.

<sup>20</sup> Nous développerons dans le chapitre suivant les évolutions des modes de gestion des entreprises.

fragmentation des normes d'emploi. Bien que le contrat à durée indéterminée (CDI) reste largement majoritaire, avec 87 % de l'emploi salarié en 2004, il tend à reculer. Il représentait en effet 91 % de l'emploi salarié en 1975<sup>21</sup>. En parallèle de ce recul des CDI, les contrats à durée déterminée passent de 9,6 % de l'emploi salarié en 1996 à 11,1 % en 2003<sup>22</sup>. Au niveau des embauches, en 2003, dans les établissements de plus de dix salariés du secteur privé, sept embauches sur dix étaient effectuées en contrat temporaire (CDD ou intérim)<sup>23</sup>. De plus, le temps partiel s'accroît également, il concerne 17,5 % des actifs en 2003 contre environ 8 % en 1975 (IRES, 2005). Cet accroissement du temps partiel s'accompagne d'une hausse du sous-emploi, qui passe de 3,6 % des actifs occupés en janvier 1990 à 6,2 % en janvier 1999 (Kontchou et Brunet, 2000).

Par ailleurs, le taux de syndicalisation diminue, il passe d'un peu plus de 20 % entre 1968 et 1975, période à partir de laquelle il commence à décliner, à un peu moins de 10 % dans les années 1990, en étant inférieur à 5 % dans le secteur privé. Le nombre total de grèves et de lock-out diminue également<sup>24</sup>, passant en moyenne de 3 600 dans les années 1970, à 2 200 dans les années 1980 et 1 700 dans les années 1990. Le nombre de journées non travaillées connaît une chute importante, en étant divisé par plus de huit entre 1971 et 1987, passant de 4 387 781 à 511 500 en 1987<sup>25</sup>.

Le développement de la sous-traitance amplifie cette tendance à la diversification des statuts des salariés en réduisant la taille des entreprises. Or, la sous-traitance se développe rapidement en France, le taux de sous-traitance<sup>26</sup> doublant entre 1984 et 2000 et la part des entreprises qui sous-traitent est passée de près de 60% en 1984 à 85% en 2000 (Thévenot et Valentin, 2005). En effet, comme le montrent Perraudin, Thévenot, Tinel et Valentin (2006), le recours à la sous-traitance constitue un moyen de substitution des contrats commerciaux aux contrats de travail pour les entreprises donneurs d'ordre et un moyen de réduction des effectifs internes, en substituant une main-d'œuvre externe à une main-d'œuvre interne. Petit

---

<sup>21</sup> Source : INSEE, Enquête emploi.

<sup>22</sup> Pour une analyse particulièrement approfondie sur les logiques de recours aux CDD, voir D. Sauze (2006).

<sup>23</sup> Pour une discussion sur la stabilité de l'emploi, voir l'ouvrage de C. Ramaux (2006). L'auteur montre que la durée moyenne des emplois stables tend à augmenter et que ceux-ci représentent près de neuf emplois sur dix. Par contre, il insiste sur le développement de la précarité sous la pression d'un chômage persistant. Les mobilités contraintes remplaceraient alors les mobilités volontaires.

<sup>24</sup> Ces statistiques concernent l'ensemble des secteurs, sauf l'agriculture et les administrations.

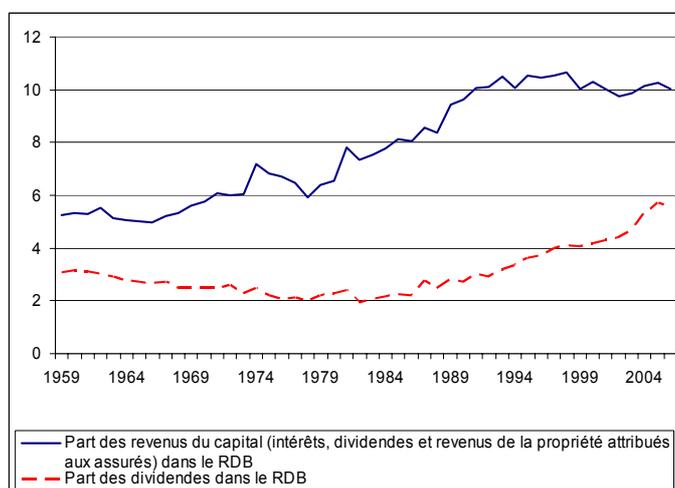
<sup>25</sup> Source : Organisation Internationale du Travail, LABORSTAT, pour tout le paragraphe.

<sup>26</sup> Dépenses de sous-traitance rapportées au chiffre d'affaires de chaque entreprise.

*et al.* (2006) notent également que les entreprises cotées recourent de façon importante aux contrats d'intérim ou de sous-traitance et font partie des entreprises qui recourent le moins fréquemment aux hausses d'effectifs<sup>27</sup>.

Dans ce contexte, la croissance des revenus du patrimoine des ménages n'a pas compensé le ralentissement de la progression des salaires. En effet, bien que la part des revenus du patrimoine dans le revenu disponible brut des ménages double quasiment entre 1959 et 2006 (graphique 2.32), la croissance du pouvoir d'achat ralentit, elle était de 5,6 % en moyenne avant 1973 avant de diminuer à 2 % depuis 1975 (Bournay et Pionnier, 2007).

**Graphique 2.32 : Part des revenus du capital dans le RDB des ménages**



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

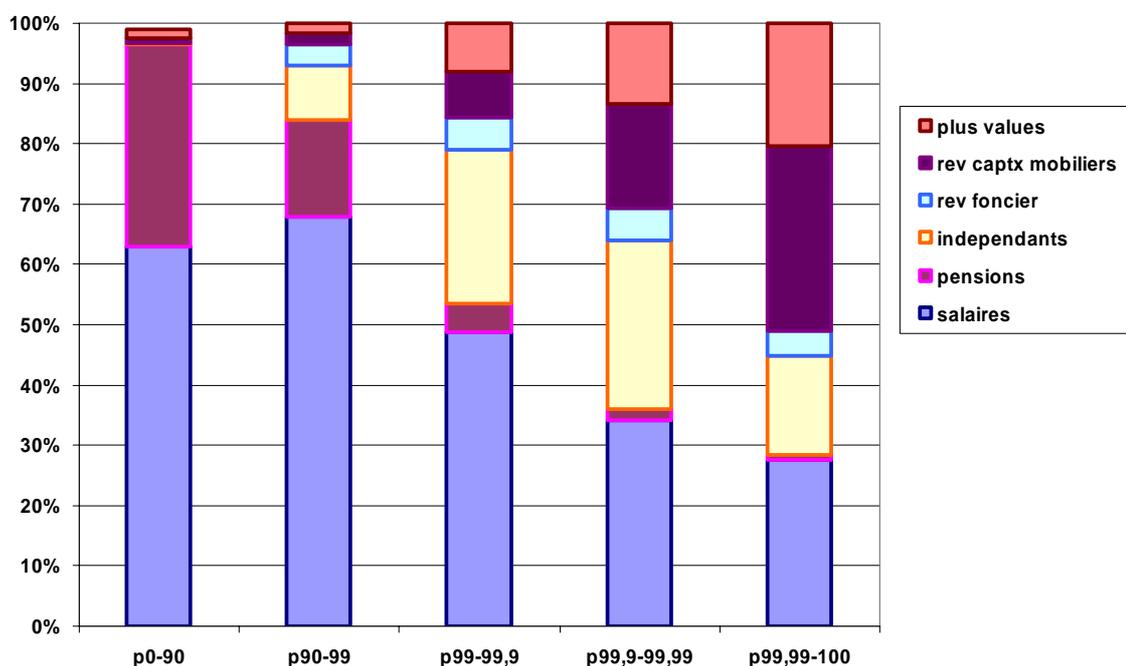
Les dividendes diminuent de 1959 à 1982 avant d'augmenter par la suite et représentent 5,5 % du RDB<sup>28</sup> des ménages en 2006. Cette faiblesse relative peut notamment s'expliquer par la structure du patrimoine des ménages. En 2003-2004, seuls 24,2 % des ménages détenaient des valeurs mobilières selon l'INSEE. Ce faible taux de détention se retrouve également chez les cadres, bien que dans une moindre mesure, avec 50 %, mais il n'est que de 7,4 % pour les ouvriers non qualifiés. La part des revenus du capital est ainsi plus élevée dans les ménages à hauts revenus qu'au sein des revenus des autres foyers et concerne surtout les dix derniers centiles de la distribution des revenus (Houriez, 2003). Au niveau du dernier

<sup>27</sup> Pour une analyse des transformations des rapports de production durant la période étudiée mettant en relation le développement du capitalisme cognitif et les évolutions de la répartition, voir C. Vercellone (2007).

<sup>28</sup> Revenu disponible brut.

centile des ménages les plus riches, les revenus du capital constituent 23 % de l'ensemble des revenus, 38 % au niveau du dernier millième et 55 % au niveau du dernier dix-millième<sup>29</sup>. Les revenus des capitaux mobiliers représentent à eux seuls plus de 30 % des revenus totaux du dernier dix-millième. Pour les neuf premiers déciles, les revenus du capital ne représentent que 3 % du total des revenus (graphique 2.33).

**Graphique 2.33 :** Composition des revenus déclarés avec plus-value de différents fractiles de revenus (2005)



Source : Landais (2007).

Par ailleurs, les primes, la participation et l'intéressement ne représentent toujours qu'une faible part du revenu. En 2002, les primes représentaient 13,7 % de la rémunération brute et l'intéressement et la participation 3,1 %<sup>30</sup>. La participation et l'intéressement atteignent 3,7 % de la rémunération brute totale des professions intermédiaires, 3,1 % pour les cadres, 3,3 % pour les employés et 2,6 % pour les ouvriers. Alors que 88 % des salariés touchent des primes, la participation et l'intéressement<sup>31</sup> ne concernent que 45 % d'entre eux. La participation et l'intéressement existent pour 49 % des cadres et 54 % des professions

<sup>29</sup> Landais (2007).

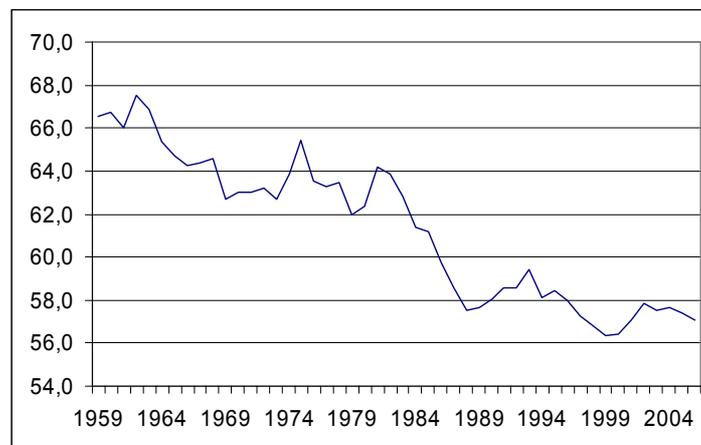
<sup>30</sup> Ces données concernent les entreprises de dix salariés et plus. Source : Pouget (2005).

<sup>31</sup> Y compris l'abondement par les entreprises des plans d'épargne salariale.

intermédiaires contre seulement 39 % pour les employés et les ouvriers, la part croît avec l'entreprise et varie selon les secteurs<sup>32</sup>.

L'évolution de la part du revenu disponible brut des ménages dans le PIB montre que les revenus du capital n'ont pas permis de compenser les pertes liées à l'érosion de la part des salaires (graphique 2.34). La remontée de la part des salaires de 1998 à 2002 s'accompagne au contraire d'un redressement de la part du RDB des ménages dans le PIB.

**Graphique 2.34 :** Part du RDB hors EBE (après impôt) des ménages dans le PIB (en %)

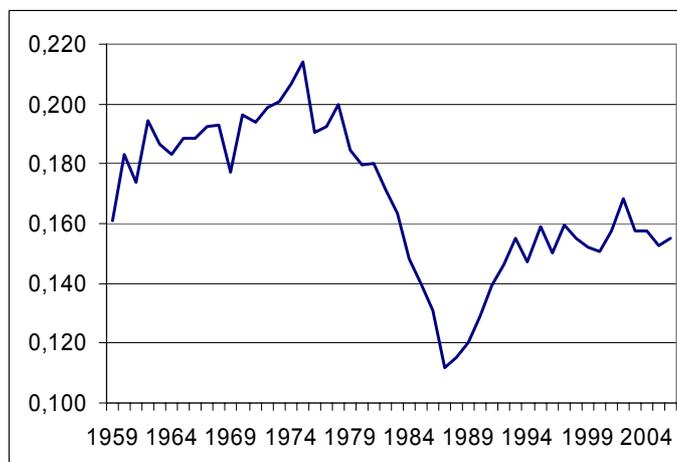


Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Cependant, le recul de la part des salaires et l'accroissement de la part des revenus du capital dans le revenu des ménages se sont accompagnés d'un redressement des taux d'épargne, mais qui restent dans les années 1990 à un niveau inférieur à celui des années 1960 (graphique 2.35). Après une forte chute entre 1975 et 1987, où il a perdu dix points, le taux d'épargne se redresse mais reste globalement inférieur à son niveau des années 1960, le taux le plus élevé étant atteint en 2002 avec 16,9 %.

<sup>32</sup> 79 % des salariés dans les activités financières et 90 % dans l'énergie contre 15 % dans les hôtels et restaurants et 33 % dans les transports

**Graphique 2.35 :** Evolution du taux d'épargne des ménages en pourcentage entre 1959 et 2006 en France



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Enfin, la modification de la structure de l'épargne des ménages peut également influencer sur la dynamique macroéconomique. Au cours des années 1990, la part de l'épargne des ménages (y compris les entreprises individuelles) détenue sous forme d'actifs financiers est croissante, passant de 40 % de l'épargne totale en volume en 1994 à plus de 49 % en 2006, au prix de 1994. Sur la même période, au sein de l'épargne financière, la part des actions et titres d'OPCVM est décroissante, perdant plus de dix points, au profit des provisions techniques d'assurance, dont la part passe de 22 % de l'épargne en 1994 en volume, à près de 42 % en 2006. L'épargne financière des ménages s'accroît donc sur la période et la part des numéraires et dépôts diminue, passant de 40 % en 1994 à 34 % en 2006 du total de l'épargne financière en volume. Les comportements des ménages en termes de détention d'actifs ont donc évolué, dans le sens d'une préférence accrue pour les actifs de nature financière. Au sein de l'épargne financière, leur préférence pour les dépôts diminue.

Les évolutions de la part des salaires en France recouvrent différentes explications, un certain nombre de facteurs sont avancés pour expliquer la hausse de la part des salaires dans les années 1970 puis la baisse des années 1980.

### **3.4 Des facteurs explicatifs des évolutions de la répartition primaire des revenus aux relations entre croissance et répartition en France**

Plusieurs études économétriques ont été menées afin d'analyser les facteurs des évolutions de la répartition des revenus en France depuis les années 1970 (3.4.1). Dans une autre perspective, des études empiriques ont eu pour objet d'analyser les liens existant entre évolution de la répartition et dynamique macroéconomique en France, afin de déterminer le caractère de la croissance à partir de modèles inspirés de celui de Bhaduri et Marglin (1990)<sup>33</sup> (3.4.2).

#### **3.4.1 Les facteurs explicatifs des évolutions de la répartition primaire des revenus en France**

Les prix de l'énergie et la montée du chômage constituent d'importants facteurs explicatifs de ces évolutions (3.4.1.1). Cependant, la baisse de la part des salaires dans les années 1980 et 1990 est également liée pour certains auteurs à l'accroissement des normes de rentabilité financière qui font peser une pression à la hausse sur le taux de marge (3.4.1.2).

##### **3.4.1.1 Des facteurs traditionnels des évolutions de la répartition...**

L'évolution des salaires réels occupe une place première dans l'explication des évolutions de la part salariale. Sylvain (1998) montre ainsi, à partir d'une étude portant sur cinq pays de l'OCDE, que le coût salarial unitaire constitue le principal déterminant des taux de marge, les termes de l'échange ne jouant qu'un rôle secondaire.

Dans cette perspective, le décalage entre ralentissement de la productivité et croissance des salaires réels constitue la principale explication de l'accroissement de la part salariale au cours des années 1970 (Artus et Cohen, 1998). Nous verrons dans le chapitre suivant que pour les auteurs régulationnistes, le décrochage entre l'évolution de la productivité et la tendance haussière des salaires réels reflète l'entrée en crise du rapport salarial fordiste. Le

---

<sup>33</sup> Nous présenterons ce modèle dans le quatrième chapitre.

ralentissement des gains de productivité, tant du capital que du travail, constitue le principal facteur de la crise de ce régime. Ce ralentissement n'a pour certains auteurs pas été suffisamment pris en compte dans les négociations salariales, compte tenu des principes d'indexation et du pouvoir de négociation des salariés. Les salaires réels ont alors continué de progresser au même rythme que lors des années précédentes, soit beaucoup plus rapidement que la productivité du travail, ce qui explique la forte hausse de la part des salaires (Bruno et Sachs, 1985). Les salaires réels n'augmentant donc pas plus rapidement que dans les années 1960, la hausse de la part des salaires s'explique donc par le ralentissement des gains de productivité (Lipietz, 1982). Par ailleurs, le chômage commence à augmenter à partir des années 1970 alors que l'inflation accélère, phénomène dit de stagflation<sup>34</sup>. Les entreprises ont répercuté les hausses des coûts de production sur les prix. Les salaires nominaux étant indexés sur l'inflation, un tel comportement a alimenté une spirale inflationniste, une boucle prix-salaires, sans que les entreprises ne restaurent leurs taux de profit. Le ralentissement des gains de productivité a donc été supporté par les entreprises, créant ce que plusieurs auteurs ont appelé un « profit squeeze » (Boyer, 1998)<sup>35</sup>.

Le prix de l'énergie constitue un second facteur explicatif des évolutions de la répartition. Un accroissement du coût des matières premières, si les entreprises ne répercutent pas ces hausses sur leurs prix de vente, réduit la valeur ajoutée brute en valeur, toutes choses égales par ailleurs. Si les salaires sont peu sensibles à l'évolution du prix des consommations intermédiaires, la masse salariale n'est pas affectée. La variable d'ajustement est alors constituée par l'excédent brut d'exploitation dégagé par les entreprises, puisqu'il y a à la fois maintien de la masse salariale et baisse de la valeur ajoutée. Plusieurs études économétriques ont montré que le taux de marge des entreprises françaises est déterminé en grande partie à moyen terme par le prix relatif de l'énergie (Cotis et Rignols, 1998 ; Baghli, Cette et Sylvain, 2003). La baisse du taux de marge entre 1973 et 1981 s'effectue dans la période où ont lieu les deux chocs pétroliers, alors que le redressement des taux de marge en 1985-86 a lieu au cours du contre-choc pétrolier. Cependant, la totalité des évolutions du taux de marge, aussi bien dans les années 1970 que 1980, ne peut s'expliquer entièrement par ces chocs (Prigent, 1999).

---

<sup>34</sup> Nous reviendrons sur les débats autour de la « crise du fordisme » dans le chapitre suivant. Pour une critique du terme de stagflation et de sa réalité empirique, voir Hoang-Ngoc (2005 et 2007).

<sup>35</sup> Cette analyse est proche des modèles développés par les auteurs marxistes, notamment Goodwin (1967).

Selon Artus et Cohen (1998), les évolutions sectorielles constituent un des éléments expliquant les évolutions de la répartition, et surtout la hausse de la part des profits dans les années 1980. Le développement du secteur des services au détriment du secteur industriel<sup>36</sup> provoque mécaniquement une déformation de la répartition, la part des profits étant supérieure dans le secteur des services. Cette explication renvoie également à la dynamique de l'emploi qualifié et non qualifié entre les secteurs, les emplois non qualifiés étant plus importants dans le secteur tertiaire que dans le secteur industriel. Cependant, la décomposition comptable de l'évolution de la part salariale au niveau agrégé en deux termes, entre d'un côté la part imputable aux changements de structure de la valeur ajoutée et de l'autre, celle dues aux modifications de la part salariale propres à chaque secteur, effectuée par Prigent (1999), montre que les effets de structure sont négligeables.

La substitution du capital au travail suivant l'évolution du coût des facteurs, et compte tenu de l'élasticité de substitution, constitue l'une des composantes des évolutions du partage de la valeur ajoutée (l'évolution des coûts salariaux et des taux d'intérêt notamment). Pour Artus et Cohen (1998) et Caballero et Hammour (1997), la hausse des coûts salariaux dans les années 1970 aurait poussé les entreprises à mettre en place des techniques de production économes en travail, et notamment en travail peu qualifié. Cependant, les estimations effectuées par Caballero et Hammour, quant au niveau de l'élasticité de substitution notamment, reposent sur des valeurs de paramètres souvent peu justifiées (Canry, 2003), qui influencent fortement les résultats du modèle. En outre, une étude d'Artus (1992) ne détecte pas de signes révélant l'existence de mécanismes de substitution entre capital et travail en France dans les années 1980, en tout cas, pas d'une amplitude plus forte que lors des périodes précédentes. De même, la plupart des analyses macroéconométriques françaises s'accorde sur la faible élasticité de la substitution entre capital et travail, y compris à long terme (Villieu, 2000). Rowthorn (1999) aboutit également à la même conclusion, ses résultats montrent plutôt une relative complémentarité entre les facteurs de production.

De plus, cette substitution opère alors que le coût du capital – les taux d'intérêt réels – augmente fortement. Pour certains auteurs, l'envolée des taux d'intérêt réels aux cours des

---

<sup>36</sup> Le secteur tertiaire passe de 52,8 % du PIB en 1970 à 71,7 % en 2000.

années 1980 constitue un facteur explicatif important de l'accroissement de la part des profits dans la valeur ajoutée brute (Prigent, 1999 et Baghli, Cette et Sylvain, 2003). Pour Cotis et Rignols (1998), le différentiel de niveau de la part salariale entre les années 1970 et les années 1990 s'explique par la hausse des taux d'intérêt réels des années 1980-1990. Pour Jayadev et Epstein (2007), à partir d'un modèle de marchandage entre trois classes sociales, la hausse des taux d'intérêt réels explique une partie importante de l'accroissement du revenu des rentiers. Par revenu des rentiers, les auteurs entendent les profits des entreprises engagées principalement dans l'intermédiation financière plus les intérêts reçus par les secteurs non financiers, y compris les ménages. Les gains en capitaux sont exclus du fait de problèmes de mesure. Dans les estimations menées par les auteurs, la relation entre part des salaires et revenu des rentiers apparaît dans les régressions comme consistante et négative. Cependant, certains auteurs nuancent l'impact des taux d'intérêt sur les évolutions de la répartition des revenus. Mihoubi (1999) effectue une régression de la part salariale sur les termes de l'échange, le taux de chômage et le coût du capital. Les résultats de l'estimation donnent un coefficient non significatif au coût du capital. L'utilisation par l'auteur d'un modèle à correction d'erreurs et de tests de stabilité permet de montrer que le taux d'intérêt n'exerce qu'une influence faiblement significative sur la part salariale, aussi bien à court terme qu'à long terme.

La montée du chômage au cours des années 1980 représente également pour certains auteurs un important facteur explicatif de la modération salariale (Artus et Cohen, 1998 ; Canry, 2003 ; Desplatz *et al.*, 2003). De même, la réduction des taux de syndicalisation des salariés exerce un effet à la baisse sur la part des salaires (Jayadev et Epstein, 2007). Ces explications renvoient aux conflits distributifs entre les groupes sociaux qui émergent en situation de concurrence imparfaite où apparaissent alors des rentes qui ne rémunèrent aucun facteur de production. Le taux de chômage représente dans ce cadre en quelque sorte un indicateur du pouvoir de négociation des salariés, ce qui renvoie aux analyses développées entre autres par Kalecki (1971) et que nous présenterons dans le quatrième chapitre, mais également par Marx. L'effet du chômage sur la part salariale apparaît difficilement dans les études économétriques selon Boyer (1998) car il ne se manifeste que progressivement et est masqué dans un premier temps par le ralentissement des gains de productivité qui vient soutenir la part salariale.

### 3.4.1.2 ... A l'introduction des normes de rentabilité financière

Pour Artus et Cohen (1998), les évolutions de la part salariale au cours des années 1980 et 1990 ne peuvent se comprendre sans intégrer les transformations institutionnelles en cours, et notamment l'accroissement des exigences de rendement du capital. L'élévation du coût du capital reposerait plus sur l'élévation de la prime de rendement exigée par les actionnaires que sur celle des taux d'intérêt réel. La hausse du coût du capital se traduit par une élévation de la part de sa rémunération. L'accroissement de la rentabilité du capital a débuté quelques années après la remontée des taux d'intérêt réels et s'est poursuivi après que ces derniers ont commencé à redescendre. Le retour sur fonds propres exigé par les actionnaires provoque une réduction des dépenses courantes des entreprises et une baisse de leur taux d'investissement pour les auteurs. Ceci provoque à court terme une baisse de la part des salaires. Le calcul de la rentabilité fondé sur le rendement requis des fonds propres, nettement plus élevé que les taux d'intérêt, conduit les entreprises à accroître leur taux de marge. Cependant, à long terme, l'analyse étant construite sur une fonction de production de type Cobb-Douglas<sup>37</sup>, avec facteurs substituables et rendements d'échelle constants, la part des salaires et des profits doit revenir à son niveau « normal » : la part des profits est égale à  $\alpha$  et la part des salaires à  $1 - \alpha$  et épuise la totalité du revenu généré. La répartition découle dans ce cadre directement du programme de maximisation des profits de l'entreprise et dépend de la productivité de chaque facteur de production. L'élasticité de substitution est égale à -1, ce qui signifie qu'une hausse de 1 % du coût relatif d'un des deux facteurs se traduit par une baisse de la demande de ce facteur dans des proportions identiques.

Boyer (1998), dans son commentaire du rapport de Artus et Cohen, critique l'absence de prise en compte de la contrainte extérieure croissante à laquelle fait face l'économie française. La mobilité croissante des capitaux et l'homogénéisation des mouvements de taux d'intérêt réel à long terme jouent un rôle important dans le relèvement de la rentabilité attendue des entreprises recourant à un financement international. Ces évolutions impliquent, à productivité inchangée, une contraction durable de la part des salaires. L'écart croissant entre rendement du capital et taux d'intérêt réel tend à ralentir l'accumulation du capital et donc à accroître le chômage. Ceci modifie le pouvoir de négociation des entreprises les plus

---

<sup>37</sup>  $Q = K^\alpha L^{1-\alpha}$

internationalisées ou les plus concurrencées et des salariés. Dans ce contexte, les politiques keynésiennes n'auraient qu'une influence conjoncturelle par rapport aux transformations structurelles en cours dans les modes de gestion des entreprises et la formation du capital. L'ouverture internationale, absente dans l'explication de Artus et Cohen, limite la liberté des entreprises de fixer les prix en fonction du taux de marge qu'elles désirent et leur permet d'investir à l'étranger, ce qui les soumet finalement aux normes de bonne gestion qui sont en vigueur sur les marchés financiers internationaux. Le pouvoir de négociation des entreprises s'en trouve accru par rapport aux salariés, par nature beaucoup moins mobiles que le capital productif et surtout financier. Les entreprises peuvent alors faire évoluer le partage des revenus à leur avantage. L'investissement tend également à évoluer après ces transformations, la rentabilité attendue se calant sur les normes anglo-saxonnes. Boyer critique alors le raisonnement mené par les auteurs sur les salariés non qualifiés. Les difficultés qu'ils rencontrent tiendraient au changement dans les modes de gestion et au contexte macroéconomique et non pas à l'arrivée d'un nouveau paradigme technologique.

L'argumentation d'Aglietta et Berrebi (2007) rejoint celle de Boyer. Pour les auteurs, l'entrée dans l'économie mondiale de la Chine et de l'Inde a créé un excès structurel de main-d'œuvre, à l'échelle internationale, qui a des répercussions sur les modes de formation des prix et des salaires. Face à la concurrence internationale croissante, les entreprises et les salariés ont perdu du pouvoir sur la formation des prix. L'entrée de la main-d'œuvre chinoise sur le marché international fait baisser le ratio du capital productif au travail. Il en ressort un affaiblissement du pouvoir de négociation des salariés dans tous les pays développés et une élévation du rendement du capital pour les actionnaires. Les entreprises ont perdu leurs pouvoirs sur les prix mais la valeur actionnariale les force à accroître le rendement du capital. C'est pourquoi elles se retournent sur le marché du travail pour réduire les coûts salariaux avec pour conséquence une déformation du partage primaire des revenus au détriment des salariés ainsi qu'une répartition au sein des salariés de plus en plus inégalitaire. Les auteurs mettent donc les principes de la valeur actionnariale au cœur de l'explication des évolutions de la répartition :

*« La répartition de la valeur ajoutée produite dans les entreprises entre les différentes catégories d'ayants droit ne découle pas seulement des contraintes de la mondialisation. Elle est régulée par des institutions qui encadrent la gouvernance des entreprises. Or, ces*

*institutions se sont profondément modifiées au cours des années 1990. La négociation collective des salaires qui conditionnait le partage entre les salaires et les profits a pratiquement disparu. L'influence des actionnaires est devenue prépondérante au point qu'elle a été institutionnalisée dans un principe dominant : la création de valeur pour l'actionnaire ou valeur actionnariale<sup>38</sup>. »*

En d'autres termes, dans des économies où les principes de la valeur actionnariale dominant la gouvernance des entreprises, l'essentiel de l'ajustement aux nouvelles conditions de la concurrence a été porté par les salariés, ce qui rejoint l'analyse de Palley (2007). La réduction au maximum de la part des revenus du travail constitue pour les auteurs le principal moyen pour réaliser l'impératif de la valeur actionnariale, c'est-à-dire la création de valeur pour l'actionnaire. Dans ce cadre, la répartition du profit entre les parties prenantes à sa formation et l'utilisation de la part du profit qui est retenue par l'entreprise découle de finalités d'ordre politique. La répartition est alors conditionnée par des règles sociales et par des rapports de forces entre les parties prenantes. La norme sociale qui régit la répartition des revenus est donc la valeur actionnariale. Elle entraîne des inégalités beaucoup plus grandes que les normes sociales qui régulaient la répartition au cours des Trente Glorieuses. Nous retiendrons ce principe de détermination de la répartition dans la formalisation de l'équation de taux de marge, qui détermine la répartition primaire des revenus, dans le modèle que nous présenterons dans le cinquième chapitre.

### **3.4.2 L'économie française, une économie *wage-led*? Le résultat des études empiriques**

Plusieurs études empiriques ont été menées à partir du modèle théorique de Bhaduri et Marglin (1990) afin de déterminer la typologie des régimes de croissance, tirés par les profits ou les salaires<sup>39</sup>, principalement dans les pays de l'OCDE (Bowles et Boyer, 1995 ; Hein et Ochsen, 2003 ; Hein et Vogel, 2007a et b ; Mohrs, 2007 ; Naastepad et Storm, 2006-7). Dans le cas de la France, hormis pour les analyses de Bowles et Boyer (1995) et Stockhammer (2004) qui situent la France comme une économie plutôt *profit-led*, les autres analyses

---

<sup>38</sup> Aglietta M. et L.Berrebi (2007), p. 33-34.

<sup>39</sup> Soit un régime *wage-led* ou *profit-led* selon la typologie de Bhaduri et Marglin. Nous expliquerons en détail le modèle sous-jacent dans le quatrième chapitre.

classifient le régime de croissance français comme un régime *wage-led* pour la période 1980-2000, et comme un régime *profit-led* pour la période 1960-1980. Pour Bowles et Boyer, le régime économique bascule d'un régime *wage-led* à un régime faiblement *profit-led* lorsque les effets des salaires sur les exportations sont introduits, dans un modèle d'ajustement partiel. Le secteur domestique demeure quant à lui *wage-led*. L'analyse de Stockhammer (2004) repose par contre sur un modèle plus général, et introduit une variable de financiarisation, le revenu des rentiers. Cette dernière est significative et explique selon les estimations de l'auteur la plus grande part du ralentissement de l'investissement en France.

De nombreuses études empiriques aboutissent par contre au résultat inverse, classifiant l'économie française comme une économie tirée par les salaires depuis le début des années 1980. Par exemple, en utilisant un modèle VAR appliqué à une approche kaleckienne, Stockhammer et Onaran (2004) estiment la France comme plus proche d'une économie *wage-led*.

Hein et Vogel (2007 a et b) utilisent une approche par l'estimation d'équations seules pour déterminer les effets d'un changement dans la répartition sur l'activité économique pour les principaux pays de l'OCDE pour la période 1960-2005. L'objectif de l'article (2007 a) est d'estimer les effets partiels d'un changement dans la part des profits sur la contribution à la croissance de la consommation, de l'investissement et des exportations nettes. Ces effets partiels sont ensuite sommés pour obtenir l'effet total d'un changement de la part des profits sur la croissance du PIB. Les estimations sont menées à partir d'un modèle théorique inspiré de celui de Bhaduri et Marglin (1990). Cependant, les interactions existant entre les différents agrégats de demande ne sont pas prises en compte, tout comme les effets de l'accumulation du capital et de la croissance sur la répartition.

Dans leur modèle, la consommation dépend à la fois des profits et des salaires, mais l'élasticité de la consommation au regard des salaires est plus grande que celle au regard des profits, compte tenu du modèle théorique retenu. Dans le cas de la France (et de l'ensemble des pays étudiés), si les estimations sont menées sans prendre en compte les échanges extérieurs, un accroissement de la part des profits exerce un impact significatif et négatif sur la consommation. L'effet négatif le plus fort a été trouvé pour la France et l'Allemagne. Dans le cas de la France, un accroissement d'un point de pourcentage de la part des profits réduit la

consommation de 0,35 point de PIB. Ces résultats confirment l'hypothèse d'une propension à consommer sur les profits plus faible que celle sur les salaires, présente dans le modèle de Bhaduri et Marglin ainsi que dans celui que nous allons élaborer dans les chapitres suivants. Conformément au modèle théorique retenu, la fonction d'investissement est déterminée par le taux d'utilisation des capacités productives et par la part des profits. Dans les estimations réalisées, le logarithme du PIB réel est utilisé comme une approximation du taux d'utilisation. Le taux d'intérêt réel de long terme n'a pas été introduit dans l'équation car les coefficients n'étaient pas significatifs. L'élasticité de l'investissement par rapport à la part des profits est positive mais inférieure à celle sur la consommation, avec 0,221 point de pourcentage, de sorte que l'économie domestique est de type *wage-led*.

Globalement, la variable « profits » rencontre des problèmes de significativité d'un point de vue statistique et conduit les auteurs de l'article à interroger la pertinence du lien entre part des profits et investissement. Les exportations nettes sont quant à elles affectées de façon positive par le taux de change réel, comme une mesure de la compétitivité internationale, et de façon négative par l'activité domestique, l'activité extérieure étant constante. Le taux de change dépend quant à lui de façon ambiguë de la part des profits, en fonction des causes de la modification de cette part (changement du taux de marge ou du coût unitaire des matières premières importées par rapport à celui des salaires). L'estimation de la part des exportations nettes dans le PIB s'effectue en introduisant la part des profits, le PIB réel domestique et le PIB réel des principaux partenaires commerciaux, comme indicateurs de la demande domestique et extérieure et comme variables exogènes. Pour tous les pays, les coefficients de PIB domestique sont de signe négatif et ceux du PIB extérieurs sont de signe positif. Dans le cas de la France, l'effet de la part des profits sur la part des exportations nettes dans le PIB est non significatif et même estimé à zéro.

En d'autres termes, une réduction des coûts salariaux ne semble pas en mesure d'affecter de façon positive les exportations dans les estimations des auteurs, ce qui constitue une critique à la politique de désinflation compétitive menée dans les années 1980. Selon ces estimations, un accroissement d'un point de pourcentage de la part des profits se traduit au final en France par un recul de 0,129 point du PIB. L'économie est donc *wage-led*, y compris lorsque les échanges avec l'extérieur sont introduits.

Compte tenu de la méthode utilisée, ces résultats représentent des tendances, les effets négatifs sur la consommation étant supérieurs aux effets positifs sur l'investissement d'une hausse de la part des profits, les effets sur le commerce extérieur étant peu significatifs. La première limite de cette approche, soulevée par les auteurs, est l'absence de prise en compte d'interactions entre les agrégats de demande, ce qui est lié à l'approche utilisée, reposant sur l'estimation d'une équation unique.

Les effets sur les exportations sont également pris en compte dans l'étude empirique menée par Naastepad et Storm (2006-2007). De même que dans les études d'Hein et Ochsén (2003), la France apparaît comme une économie plutôt tirée par les profits pour la période 1960-1980 puis, pour la période 1980-2000, le régime de croissance est plutôt tiré par les salaires<sup>40</sup>. Naastepad et Storm incorporent dans leurs estimations l'effet d'une variation de la répartition sur la consommation, sur l'investissement, pour lequel la profitabilité exerce un impact sur les capacités de financement, et sur les exportations, où la part des salaires est considérée comme un coût exerçant un impact négatif. Dans les estimations effectuées, l'accroissement de la profitabilité n'a qu'un faible impact positif sur l'investissement. Ce faible effet s'explique pour les auteurs par l'importance de l'autofinancement qui permet aux entreprises de ne pas dépendre excessivement de l'évaluation faite par les marchés financiers. Par contre, la réduction de la part des salaires explique, selon les régressions des auteurs, une large part – près de 75 % – du recul de la croissance en France entre 1980 et 2001. Cependant, cet effet est en partie compensé par le ralentissement de la croissance de la productivité du travail, qui induit une redistribution des profits vers les salaires, et qui crée un effet positif sur la croissance du PIB (+0,9 point de pourcentage). En combinant ces effets, la réduction du coût moyen réel du travail explique plus de 17 % du ralentissement de la croissance, alors que le ralentissement de la demande internationale en explique près de 83 %. Le modèle présenté par les auteurs explique 64 % du recul de la croissance en France sur la période étudiée. Les politiques budgétaires et monétaires restrictives, qui ne sont pas prises en compte dans le modèle, expliquent, selon Naastepad et Storm, le reste du ralentissement de la croissance en France.

---

<sup>40</sup> Mohrs (2007) aboutit aux mêmes conclusions en intégrant également les effets sur la balance commerciale pour les pays de la zone euro, qui sont globalement relativement fermés.

L'analyse menée par Hein et Ochsén (2003) intègre quant à elle non pas les effets sur le commerce extérieur, mais les variables monétaires, par le biais des taux d'intérêt, dans un modèle kaleckien de demande appliqué aux pays de l'OCDE. La fonction d'investissement testée est toujours proche de celle de Bhaduri et Marglin (1990), en ajoutant un effet négatif lié aux taux d'intérêt. Plusieurs régimes peuvent alors exister, dans lesquels une hausse des taux d'intérêt peut exercer des effets négatifs mais également positifs compte tenu de la propension à consommer, ou à épargner, des rentiers et de la réactivité de l'investissement aux changements dans les taux d'intérêt. Ces derniers sont déterminés de façon exogène. Ce sont donc les paramètres des fonctions d'investissement et d'épargne qui déterminent le type de régime dans lequel se situe l'économie. Les auteurs cherchent à estimer la valeur de ces paramètres pour quelques pays de l'OCDE, dont la France, entre 1961 et 1995.

L'objectif des auteurs est d'analyser quels sont les facteurs qui expliquent le recul de la croissance depuis le milieu des années 1970, à l'aide d'une analyse économétrique estimant l'impact d'une variation des taux d'intérêt sur le taux d'utilisation, le taux d'accumulation et le taux de profit. Afin de dégager plusieurs régimes d'accumulation au cours des périodes étudiées, les auteurs estiment plusieurs équations portant sur l'impact de la croissance de la demande sur l'accumulation, ainsi que l'impact d'une variation de la part des profits et des taux d'intérêt. Dans cette analyse, les taux d'intérêt n'affectent pas directement le taux de marge et la répartition mais exercent uniquement un impact direct sur la répartition des profits entre entreprises et rentiers. De la fin des années 1960 au milieu des années 1990, les taux d'intérêt réels de long terme exercent un effet négatif sur la croissance du stock de capital dans le cas de la France, alors que la croissance du PIB exerce un impact positif sur l'accumulation, surtout pour la sous période 1960-1980. Pour cette période, les auteurs estiment un impact positif de la part des profits sur l'accumulation. Cependant, un changement de régime se produit en France au cours des années 1980. L'accroissement de la propension à épargner des rentiers fait passer la France d'un régime où une hausse des taux d'intérêt s'accompagne d'un redressement du taux d'utilisation, du taux d'accumulation et du taux de profit, liée à une propension à épargner des rentiers largement inférieure à l'unité dans la première sous-période. Les taux d'intérêt n'exercent alors uniquement qu'une influence modérée sur l'investissement. A partir des années 1980, la relation devient plus indéterminée.

Pour les auteurs, les explications du ralentissement de la croissance et de l'accumulation sont donc à rechercher ailleurs que dans une hausse des taux d'intérêt. La baisse de la part des profits au cours des années 1970 ressort dans les estimations économétriques comme l'un des facteurs de ce ralentissement. Les évolutions des taux d'intérêt n'apparaissent pas dans les estimations menées par les auteurs comme explicatives des évolutions de la croissance et de l'investissement, les effets étant même indéterminés en France depuis le milieu des années 1980. Le recul de la part des salaires dans la seconde sous-période ressort selon les estimations des auteurs comme l'un des principaux facteurs explicatifs du ralentissement, d'autant plus que les variations des taux d'intérêt sont peu importantes. L'ajout des taux d'intérêt au modèle n'a donc pas modifié les conclusions concernant l'importance des facteurs de la répartition. La baisse de la part des profits explique le ralentissement dans la première sous-période alors qu'il s'agit de celle des salaires dans la seconde.

Les trois premières sections ont donc permis de montrer que la France était caractérisée par une tendance à la financiarisation, qui semble, selon les données de la comptabilité nationale et les études empiriques, se répercuter sur la répartition primaire des revenus ainsi que sur la dynamique macroéconomique. L'Etat a joué un rôle important dans l'essor de la financiarisation, ou du moins l'a accompagné, comme l'a montré le premier chapitre, par le biais des réformes institutionnelles mais également par celui des politiques économiques menées. En outre, afin de saisir pleinement les évolutions de la répartition des revenus, il est nécessaire d'analyser celles de la répartition secondaire, qui s'est beaucoup transformée.

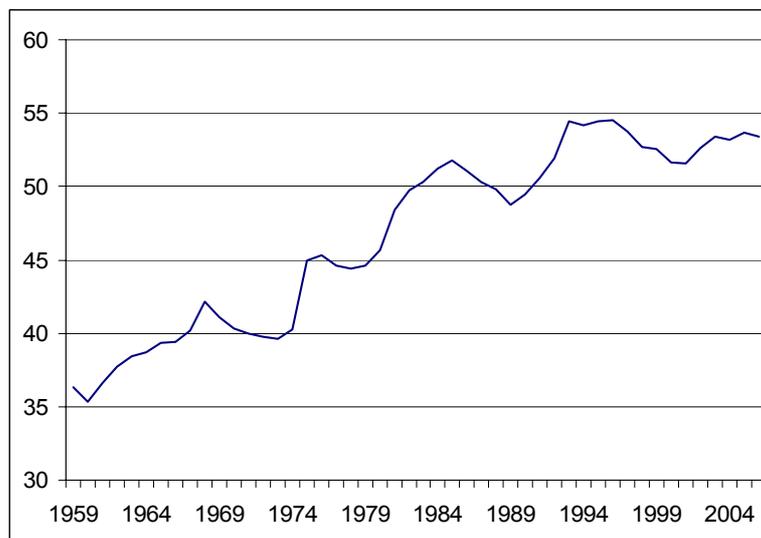
#### **4 Les évolutions de la répartition secondaire des revenus**

Les politiques publiques semblent en effet avoir accompagné la financiarisation en France. Dans un premier temps, l'un des objectifs recherchés a été la maîtrise des évolutions des dépenses publiques afin de permettre un allègement du niveau des prélèvements obligatoires (4.1). Les évolutions de la répartition secondaire des revenus ainsi que du financement de la protection sociale semblent également accompagner celles de la répartition primaire, le taux de socialisation du revenu a tendance à se stabiliser et le financement est marqué par un transfert de charges des entreprises vers les ménages (4.2).

#### 4.1 Stagnation des dépenses publiques et accroissement de l'endettement en France

Globalement, le niveau des dépenses publiques s'est accru en pourcentage du PIB depuis les années 1960, bien que de façon irrégulière, jusque dans les années 1990. De 1993 à 2006, les dépenses publiques ont tendance à stagner, voire à reculer (graphique 2.36).

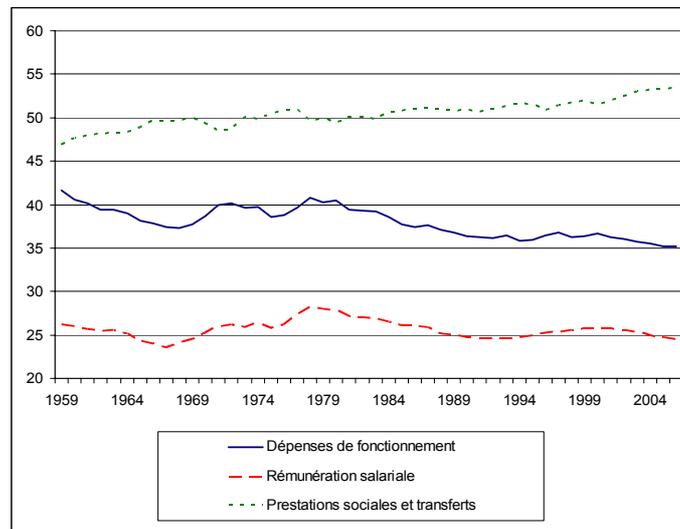
**Graphique 2.36 :** Evolution des dépenses des administrations publiques (APU) en % du PIB en France de 1959 à 2006



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Au sein de ces dépenses, les prestations sociales et les transferts sont croissants, passant de 46,9 % du total des dépenses en 1959 à 53,5 % en 2006. Par contre, les dépenses de fonctionnement, qui comprennent essentiellement les consommations intermédiaires et la rémunération des salariés sont décroissantes en % des dépenses, passant de 41,6 % du total des dépenses en 1959 à 35,2 % en 2006. La rémunération des salariés augmente jusqu'en 1978, où elle atteint 28,2 % du total des dépenses puis diminue de façon quasi continue jusqu'en 2006, où elle en représente 24,5 % (graphique 2.37).

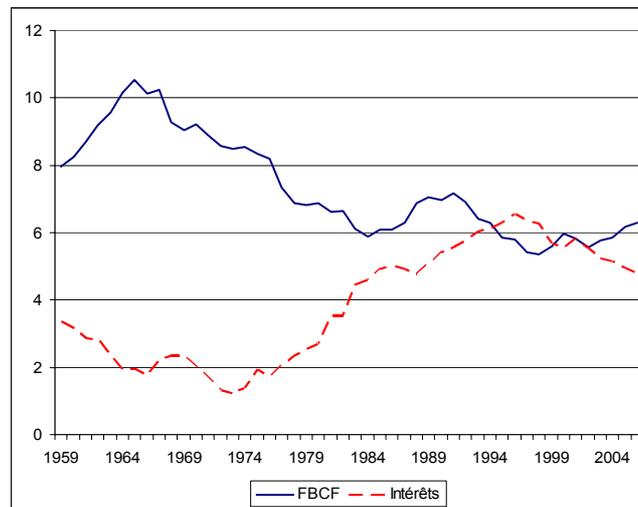
**Graphique 2.37 :** Evolution de la structure des dépenses des APU en % en France de 1959 à 2006



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

De même, à partir de 1965, les dépenses des APU en FBCF sont globalement décroissantes en % du total des dépenses, mais de manière heurtée, passant de 10,5 % du total en 1965 à 6,3 % en 2006. Par contre, les intérêts sont croissants à partir de 1973 où ils représentaient 1,2 % du total des dépenses, et jusqu'en 1996, avec 6,5 %. La charge de la dette s'accroît donc sur cette période. Ils sont depuis globalement décroissants (graphique 2.38) notamment du fait de la baisse des taux d'intérêt.

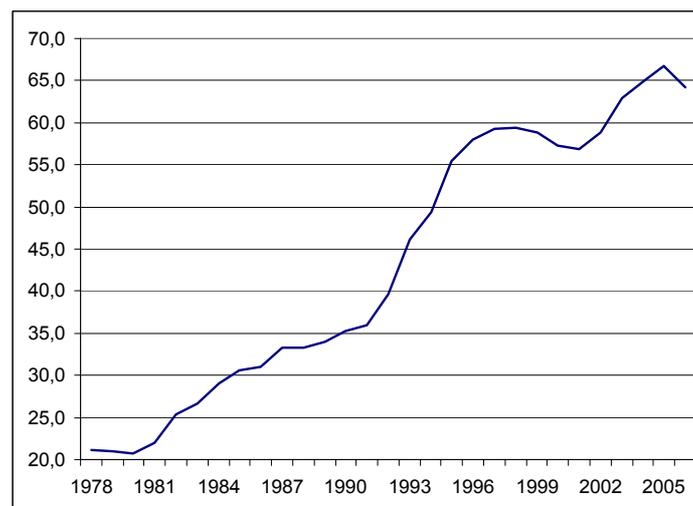
**Graphique 2.38 :** Part de la FBCF et des intérêts dans le total des dépenses des APU en % en France de 1959 à 2006



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Cependant, malgré la stagnation des dépenses en % du PIB, l'endettement public est globalement croissant à partir du début des années 1980. La seule exception concerne la période de croissance de 1999-2001 (graphique 2.39). A partir de 2003, le ratio endettement public sur PIB dépasse la barre des 60 % fixée par le pacte de stabilité et de croissance. Il atteint 66,7 % en 2005 avant de diminuer en 2006.

**Graphique 2.39 :** Endettement des APU en % du PIB de 1978 à 2006 en France



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Le ralentissement de la croissance et les allègements de la fiscalité, notamment les exonérations de cotisations sociales et la réduction des taux marginaux de l'IRPP expliquent en grande partie l'accroissement de l'endettement en réduisant le montant des recettes<sup>41</sup>. La montée de l'endettement ne résulte donc pas dans le cas français d'une politique budgétaire expansionniste de type keynésienne (les dépenses publiques et notamment celles d'investissement stagnant) mais plutôt d'une insuffisance de recettes et du poids croissant du service de la dette. La part de ce dernier dans le budget de l'Etat a plus que triplé en passant de 4,2 % en 1980 (Delorme et André, 1983, p.728) à 15 % dans le projet de loi de finance pour l'année 2005 (Monnier et Tinel, 2006, p. 4), ce qui correspond au second poste des dépenses civiles.

Les allègements de la fiscalité sur les entreprises et les ménages aux revenus les plus élevés ont été compensés par une montée des prélèvements proportionnels. Or, ces prélèvements contribuent à ralentir la consommation des ménages, notamment de ceux qui ont la plus forte propension à consommer. Il s'opère alors une sorte de redistribution à rebours, les recettes fiscales étant reportées sur les ménages aux revenus les moins élevés (Monnier et Tinel, 2006), ce qui tend à faire croître l'épargne au détriment de la consommation et à entretenir le besoin de financement des administrations publiques. De plus, les baisses d'impôts sont effectuées en contrepartie d'une stagnation des dépenses, ce qui tend à aggraver la situation macroéconomique, ce que nous analyserons précisément dans le dernier chapitre. Monnier et Tinel (2006) parlent à ce titre de déficit récessif pour caractériser ces évolutions, et notamment la montée concomitante de l'endettement et de l'épargne.

#### **4.2 Les évolutions de la répartition secondaire des revenus en France**

La structure des prélèvements obligatoires et des prestations sociales s'est également fortement transformée en France depuis la fin des années 1970. Les politiques de réduction des cotisations sociales, notamment patronales, dans un but de politique de l'emploi ont

---

<sup>41</sup> Il faut également noter l'existence d'un « effet boule de neige » qui correspond à l'accroissement de la dette résultant de l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance. La remontée des taux d'intérêt dans les années 1980 et le ralentissement de la croissance expliquent donc également une partie de l'accroissement de l'endettement public. L'écart entre taux d'intérêt réel et taux de croissance reste relativement important jusqu'au milieu des années 1990, où le taux de croissance remonte alors que les taux d'intérêt réels diminuent.

conduit à l'instauration de nouveaux impôts (contribution sociale généralisée, contribution au remboursement de la dette sociale...) dont le poids pèse surtout sur les ménages. Les cotisations sociales développent des mécanismes redistributifs, aussi bien entre les entreprises et les ménages qu'au sein des ménages.

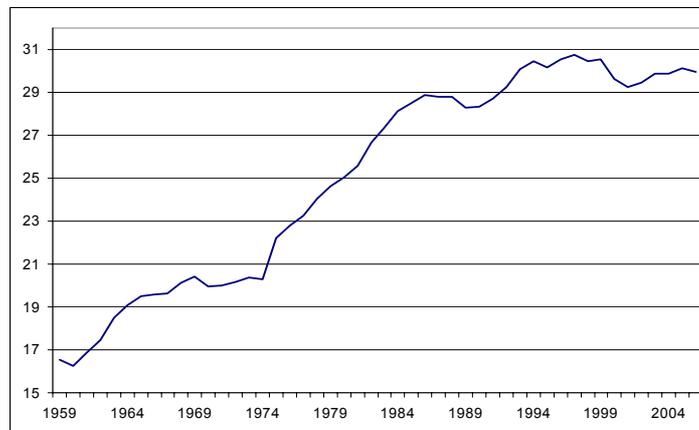
#### **4.2.1 Les évolutions des prestations et cotisations sociales**

Depuis les années 1960, la part des prestations sociales dans le revenu des ménages occupe une part croissante jusqu'au début des années 1990. L'essor de la protection sociale explique une grande partie de la hausse des prestations, et notamment le développement de la couverture maladie et des retraites. La dégradation du marché de l'emploi à partir de la fin des années 1970 a également mécaniquement augmenté les allocations chômage ainsi que les revenus substitutifs tels que le revenu minimum d'insertion, introduit en 1988 pour lutter contre la pauvreté. Le calcul du taux de socialisation du revenu des ménages, qui rapporte les prestations sociales autres que les transferts sociaux<sup>42</sup> en nature au RDB montre que la part des prestations sociales a augmenté de près de 15 points entre 1959 et 1993 (graphique 2.40). Dans les années 1990, le taux de socialisation du revenu se stabilise et décroît même légèrement à la fin des années 1990.

---

<sup>42</sup> Les transferts sociaux en nature correspondent aux biens et services individuels fournis aux ménages, que ces biens et services aient été achetés sur le marché par les administrations publiques ou les institutions sans but lucratif au service des ménages, ou qu'ils aient été produits par elles. Ils comprennent à la fois les prestations sociales en nature qui relèvent du champ de la protection sociale et les transferts de biens et services individuels non marchands (définition de l'INSEE).

**Graphique 2.40 :** Taux de socialisation du revenu des ménages en pourcentage de 1959 à 2006

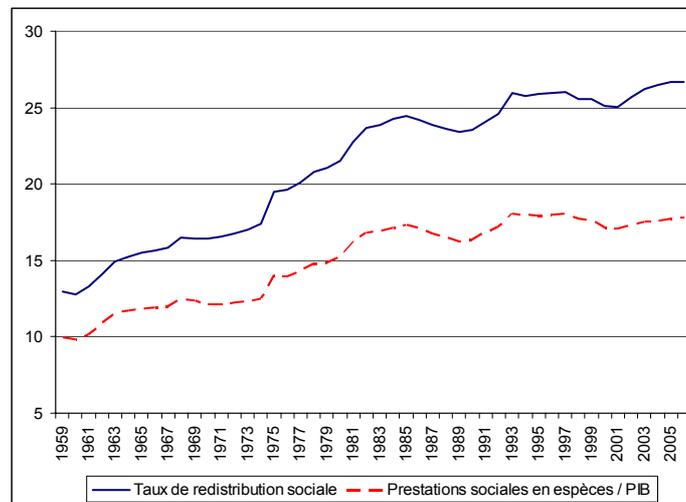


Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

L'évolution du taux de socialisation du revenu se retrouve également au niveau des évolutions des prestations sociales dans le PIB. La part des prestations sociales est croissante jusque dans les années 1990. L'essentiel de la croissance s'effectue de 1960 à 1985. La récession de 1992-1993 s'accompagne également d'une hausse du taux de redistribution sociale, qui rapporte les prestations sociales, y compris les prestations sociales en nature, au PIB. A partir de 1993 et jusqu'en 2001, la part des prestations sociales dans le PIB stagne, tout comme le taux de redistribution sociale (graphique 2.41). De 2001 à 2005, le taux de redistribution sociale augmente de nouveau, passant de 25 % à 26,7 % en 2005<sup>43</sup>.

<sup>43</sup> Cette hausse provient en grande partie de l'accroissement des dépenses de santé.

**Graphique 2.41 :** Taux de redistribution sociale et prestations sociales en pourcentage du PIB de 1959 à 2006

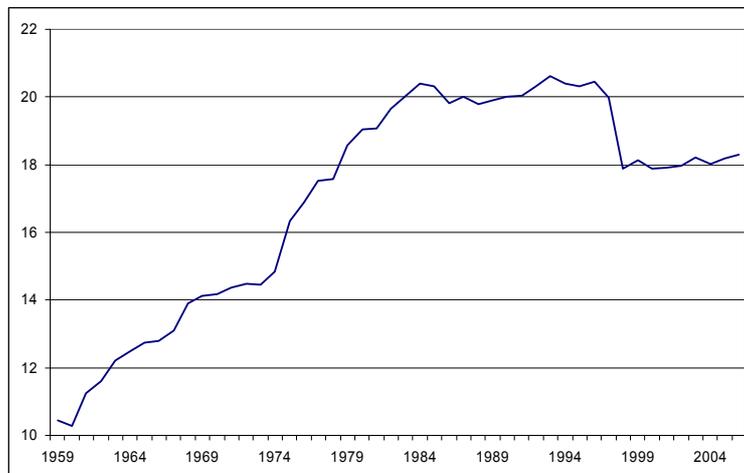


Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Dans un contexte de recul de la part des salaires dans la valeur ajoutée, l'accroissement des prestations sociales, surtout dans les années 1980, a permis de fournir un complément de revenus aux ménages. Cependant, il faut noter que les catégories profitant directement de ces prestations ne sont pas forcément les actifs, le développement des retraites représentant une part importante des dépenses de protection sociale, avec 44,1 % du total des dépenses<sup>44</sup> en 2005. Les prestations versées au titre des risques emploi et exclusion sociale représentent à elles deux 8,9 % du total des prestations.

Le système de protection sociale reposant essentiellement sur un financement par les cotisations sociales, la montée des prestations sociales s'est donc accompagnée de celle des cotisations (graphique 2.42).

<sup>44</sup> Source : DREES (2006).

**Graphique 2.42 :** Cotisations sociales en pourcentage du PIB de 1959 à 2006

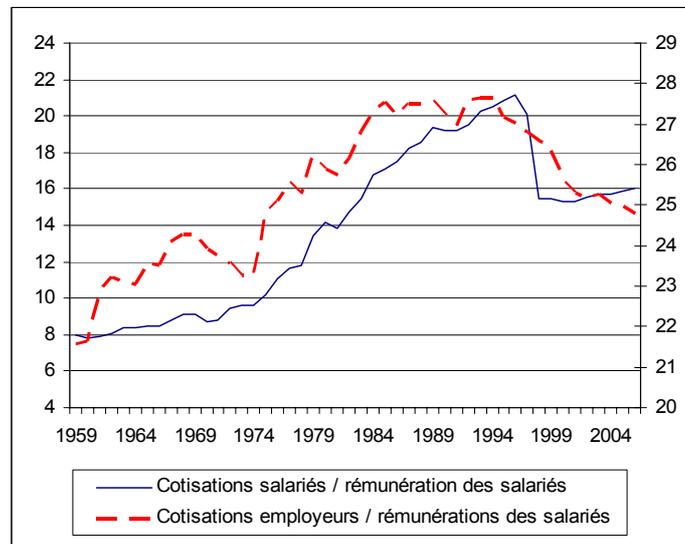
Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Le recul de la part des cotisations sociales à partir de 1997 s'explique par la fiscalisation croissante du financement de la protection sociale. Une partie des cotisations sociales a été basculée vers la Contribution sociale généralisée (CSG), qui est un impôt. La réduction de la part des cotisations sociales n'a pas porté de la même façon sur les ménages et les entreprises.

Afin de ne pas avoir à corriger les biais liés à la salarisation, le graphique suivant (2.43) présente l'évolution des cotisations sociales effectives à la charge des employeurs pour les SNF sur la rémunération des salariés des SNF<sup>45</sup> (échelle de droite) et les cotisations sociales à la charge des salariés sur la rémunération des salariés des SNF (échelle de gauche).

<sup>45</sup> Nous avons ici repris la définition d'Eurostat qui inclut dans la rémunération des salariés les salaires et traitements bruts, les cotisations sociales effectives à la charge des employeurs et les cotisations sociales imputées à la charge des employeurs.

**Graphique 2.43 :** Taux de cotisation des employeurs, pour les SNF, et des salariés rapportés à la rémunération des salariés, de 1959 à 2006

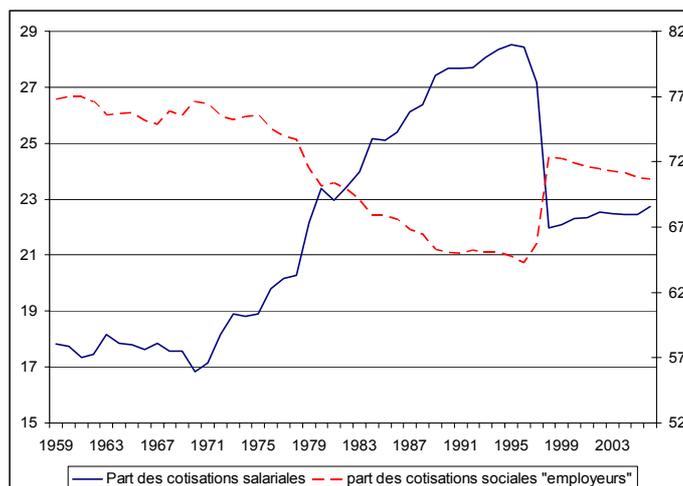


Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Des années 1960 au milieu des années 1980, les deux parts progressent, les cotisations sociales à la charge des salariés passent de 8 % la rémunération en 1959 à 17 % en 1985 et les cotisations sociales à la charge des employeurs de 21,6 % à 27,6 %. Le recul de la part des cotisations employeurs constitue l'une des principales tendances observées depuis les années 1980 (Volovitch, 2001). A partir du milieu des années 1980, les cotisations sociales à la charge des employeurs se stabilisent jusqu'au milieu des années 1990, période où elles commencent à diminuer. Les baisses des cotisations sociales employeurs accordées au cours des années 1990 ont donc totalement annulé la forte croissance du début des années 1980. Les part des cotisations sociales à la charge des salariés continue d'augmenter jusqu'en 1996, où elles atteignent 21,2 % de la rémunération. Elles chutent entre 1996 et 2000, date à laquelle elles représentent 15,3 % de la rémunération. Elles remontent légèrement par la suite pour atteindre 16 % en 2006. La progression des cotisations sociales est donc plus importante pour les employés que les employeurs. En effet, de 1959 à 1996, la part des cotisations à la charge des salariés dans la rémunération a été multipliée par 2,6, contre 1,3 pour les cotisations à la charge des employeurs entre 1959 et 1985. La prise en compte des allègements des années 1990 fait passer ces rapports à 2 pour les salariés et 1,14 pour les employeurs, sur la période 1959-2006.

Sur l'ensemble de la période, il semble donc que les salariés aient financé une grande partie des hausses de cotisations (graphique 2.44). Si l'on regarde la part des cotisations à la charge des salariés dans l'ensemble des cotisations sociales, elle augmente de plus de dix points entre 1961 et 1995, passant de 17,3 % à 28,5 %. Elle diminue entre 1996 et 1998 pour atteindre 21,9 % en 1998 puis remonte légèrement jusqu'à 22,7 % en 2006. L'évolution de la part des cotisations à la charge des employeurs suit donc un mouvement inverse. Elle augmente entre 1967 et 1970 puis diminue continuellement jusqu'en 1996. Elle passe sur cette période de 74,5 % du total des cotisations à 64,3 %. Elle remonte à 72,4 % en 1998 avant de diminuer à nouveau jusqu'en 2006 (70,6 %).

**Graphique 2.44 :** Part des cotisations à la charge des salariés et des employeurs<sup>46</sup> dans le total des cotisations sociales de 1959 à 2006



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Les évolutions des cotisations sociales s'expliquent en grande partie par les politiques de baisse des cotisations sociales supportées par les entreprises dans un premier temps dans le but d'améliorer la compétitivité extérieure en réduisant les coûts salariaux puis ensuite dans un objectif de politique de l'emploi. Dans les années 1990, les baisses de charges étaient censées stimuler l'emploi en réduisant le coût du travail sans affecter les salaires bruts, ce qui devait en principe être transparent pour les salariés. Cependant, les allègements de cotisations sur les entreprises ont été en partie compensés par l'accroissement des prélèvements à la charge des salariés. La baisse enregistrée en 1997 et 1998 n'est en réalité que le résultat

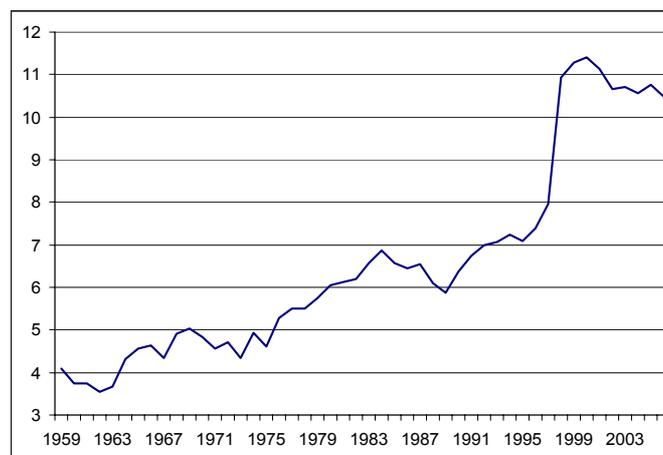
<sup>46</sup> Ce sont les cotisations sociales effectives plus les cotisations sociales imputées. Le total des cotisations salariales et employeurs ne fait pas 100 % du fait des cotisations sociales des non-salariés.

statistique du transfert d'une part des cotisations salariales sur la CSG, qui n'apparaît pas dans les graphiques car étant un impôt affecté. Le taux de CSG frappant notamment les salaires a été augmenté parallèlement<sup>47</sup>. Les cotisations sociales représentent par contre toujours près des deux tiers des ressources hors transferts de la protection sociale.

#### 4.2.2 Les évolutions de la fiscalité

La réduction des cotisations sociales a donc été en partie compensée par un mouvement de fiscalisation, reposant sur la création de la CSG et de la Contribution au Remboursement de la Dette sociale. L'étude de l'évolution des impôts sur le revenu, qui incluent la CSG et la CRDS ainsi que l'impôt sur le revenu des personnes physiques laisse clairement apparaître le transfert des cotisations vers les impôts (graphique 2.45).

**Graphique 2.45 :** Part des impôts sur le revenu des ménages dans les revenus primaires de 1959 à 2006



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

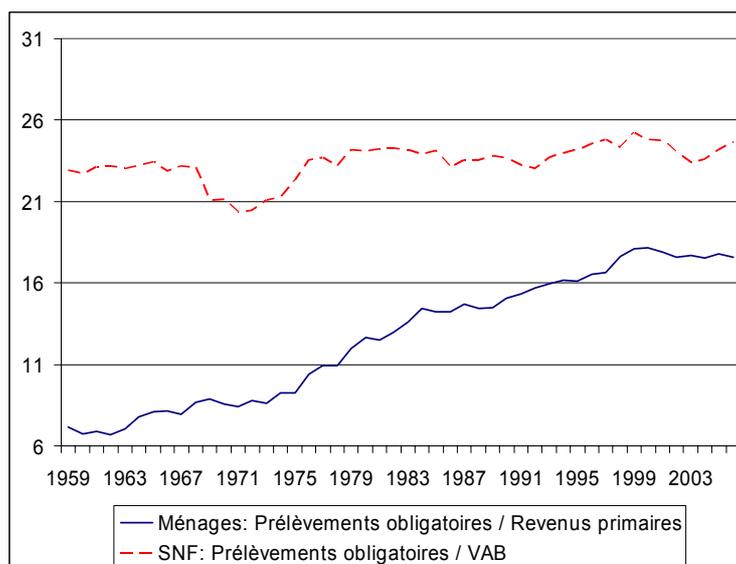
Les impôts sur le revenu occupent une part croissante des revenus primaires, passant de 4 % en 1959 à 7 % en 1995. Ils augmentent fortement entre 1997 et 2000, où ils atteignent 11,4 % des revenus primaires, liés à la revalorisation des taux de la CSG, revers de la baisse

<sup>47</sup>La CSG a trois principales assiettes : les revenus d'activité, les revenus de remplacement et les revenus du patrimoine. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005, le taux de la CSG s'élève à 7,5 % pour les revenus d'activité, 8,2 % pour les revenus du patrimoine, 9,5 % pour les revenus du jeu, et 3,8 %, 6,2 % ou 6,6 % pour les revenus de remplacement.

des cotisations. Cependant, l'assiette de la CSG est plus large que celle des cotisations, elle n'inclut pas que les salaires.

La montée de la CSG à partir de 1997 ainsi que la hausse des cotisations sociales à la charge des salariés jusqu'en 1996 engendrent un accroissement de la contribution d'ensemble des ménages (graphique 2.46). La part des prélèvements obligatoires passe de 6,7 % des revenus primaires en 1960 à 17,6 % en 2006. Parallèlement, la part des prélèvements obligatoires dans la VAB des SNF est restée quasiment stable, oscillant entre 23% et 25% de la VAB entre 1976 et 1995. Elle a ensuite augmenté d'un point jusqu'en 1999 avant de revenir à 23,4 % en 2003 puis de remonter à 24,6 % en 2006.

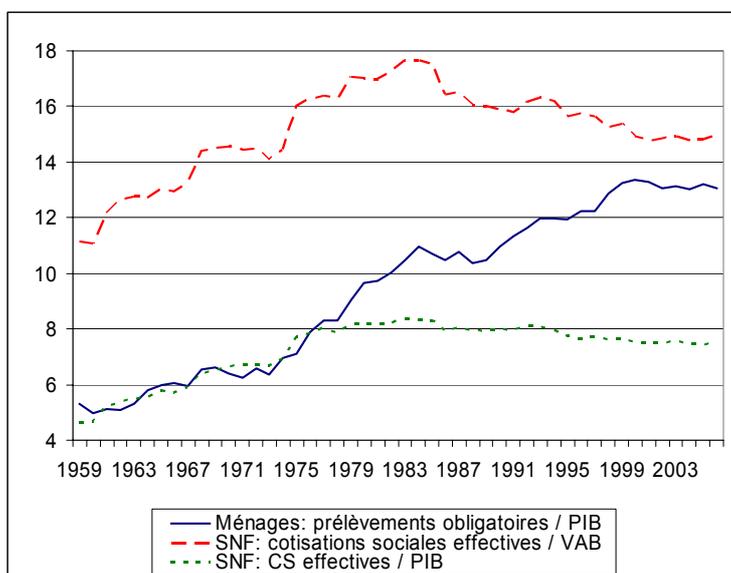
**Graphique 2.46 :** Taux de prélèvements obligatoires des SNF et part des prélèvements obligatoires dans le revenu primaire des ménages de 1959 à 2006



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Les entreprises se sont donc désengagées du financement de la protection sociale au détriment des ménages. La comparaison entre la part des cotisations effectives à la charge des employeurs dans la VAB des SNF et les prélèvements effectués sur le revenu des ménages en pourcentage du PIB montre clairement cette tendance (graphique 2.47).

**Graphique 2.47 :** Taux de prélèvements obligatoires des ménages et part des cotisations sociales effectives à la charge des employeurs des SNF dans leur VAB de 1959 à 2006



Source : INSEE, Comptes nationaux, base 2000.

Au regard de ces données, il est donc légitime de parler d'un transfert de charges fiscales des entreprises vers les ménages. La création et la très rapide montée en puissance des prélèvements proportionnels comme la CSG et la CRDS affectés au financement de la protection sociale et les allègements portant sur les cotisations employeurs expliquent cette tendance.

De plus, associée à la réduction du nombre de tranches et des taux d'imposition de l'IRPP, la part de ce dernier diminue au profit des prélèvements proportionnels. La part de l'IRPP proprement dit passe ainsi de 87,8 % des impôts sur le revenu en 1980 à 38,2 % en 2004. La diminution des taux du barème explique en grande partie cette évolution. Le taux marginal le plus élevé du barème est ainsi passé de 65 % en 1985 à 40 % en 2007. Les évolutions de la fiscalité ont donc surtout profité aux ménages les plus aisés.

Au niveau des conséquences macroéconomiques, les baisses d'impôts ne sont pas neutres quant à leurs effets sur la consommation et l'épargne. En effet, les réductions d'impôts ne seront pas affectées dans les mêmes proportions entre consommation et épargne par les hauts et les bas revenus (Monnier et Tinel, 2006). Les effets sur la demande des baisses d'impôts dépendent donc des catégories sociales auxquelles elles s'adressent. La répartition de la

charge fiscale exerce en conséquence une incidence sur la demande et la croissance. Le déplacement de la charge fiscale des entreprises vers les ménages, et au sein des ménages à l'avantage des hauts revenus, compte tenu de l'accroissement de la part des prélèvements proportionnels, est susceptible de ralentir la consommation, ce que nous analyserons précisément dans le dernier chapitre.

La stagnation de la part des prestations sociales dans le PIB, de même que celle du taux de redistribution sociale, peut ainsi constituer un frein à la demande. En effet, une partie des prestations sont directement destinées aux ménages du bas de la répartition des revenus (allocations chômage, RMI...) qui représentent également ceux qui détiennent la plus grande propension à consommer, comme le montre les taux d'épargne négatifs ou très faibles des ménages du bas de la distribution des revenus. Les mesures prises afin de limiter les dépenses de protection sociale (durcissement des conditions d'accès aux indemnités chômage notamment) peuvent donc venir limiter la consommation et la croissance économique. La baisse des prestations découlant de celle des cotisations pèse sur le pouvoir d'achat des ménages et l'impact macroéconomique de ces mesures est similaire à celui d'une diminution des salaires (Sterdyniak, 2006).

L'évolution de la part des salaires et celle des modalités de financement de la protection sociale sont donc liées mais très peu analysées en tant que telles. La volonté de réduire les coûts des entreprises afin de restaurer leurs marges dans le but à la fois d'améliorer la compétitivité extérieure, mais également l'investissement, s'est traduite par des mesures frappant les salaires<sup>48</sup>, et des mesures d'allègement des cotisations sociales. Cette politique a été résumée sous le nom de désinflation compétitive dans les années 1980 puis fut ensuite justifiée par les politiques actives<sup>49</sup> de l'emploi.

---

<sup>48</sup> Comme, par exemple, la désindexation des salaires par rapport aux gains de productivité.

<sup>49</sup> Les politiques actives de l'emploi ont recouvert deux volets en France (Hoang-Ngoc, 1996 et 2000 ; Auer et Gazier, 2006). Le premier consiste à réduire le coût du travail, notamment des peu qualifiés, afin d'inciter les entreprises à embaucher, le chômage étant donc dû, dans ce cadre, au coût trop élevé du travail. Le second consiste à inciter les chômeurs à reprendre un emploi, en instaurant entre autre des impôts progressifs tels que la prime pour l'emploi. L'écart insuffisant entre revenus de remplacement et salaires est alors perçu comme un facteur limitant le retour à l'emploi. Ces politiques s'opposent aux politiques passives de l'emploi, reposant sur l'indemnisation qui, comme nous l'avons évoqué, tend plutôt à stagner voire à décroître au cours des années 1990.

Pour conclure cette partie, il est possible de dire que les mesures prises, entre autres, afin d'inciter les entreprises à investir et pour lutter contre le chômage par des politiques actives de l'emploi, ont engendré un transfert de charges des entreprises vers les ménages et ont surtout bénéficié aux ménages les plus aisés, au détriment des prestations versées. *A contrario*, les mesures d'allègement de la fiscalité et de limitation des prestations versées, appliquées en France depuis les années 1980, ont limité la redistribution vers les ménages les plus modestes et ainsi contribué à ralentir la croissance. Nous analyserons précisément ces enchaînements dans le dernier chapitre à partir d'un modèle théorique et de simulations numériques.

Le développement de la protection sociale a donc fait porter l'effort essentiellement sur les salariés, dont la part du salaire direct s'est dégradée au cours des années 1980 et 1990. Dans un contexte où les entreprises dégagent une épargne importante qui est peu réinvestie, mais qui vient alimenter l'achat d'actifs financiers et le versement de dividendes, se pose la question de la contribution des entreprises au financement de la protection sociale.

## CONCLUSION

Les années 1980 sont ainsi marquées par une transformation des institutions financières et monétaires consécutives aux politiques de libéralisation menées et au recul du rôle de l'Etat en matière de financement via la privatisation des banques. Parallèlement à l'essor des marchés financiers, la structure de financement des entreprises non financières se transforme et trois principales ruptures marquent les années 1980 :

- Premièrement, les capacités financières des SNF s'améliorent, ce qui se traduit par une hausse de l'autofinancement et un recul des taux d'endettement, comme le montre l'analyse du compte de patrimoine. La structure du financement externe évolue également. Le comportement des SNF se modifie, aussi bien en termes d'émissions de titres que d'acquisitions d'actifs financiers, les deux augmentant fortement.
- Cependant, l'accroissement de l'épargne des entreprises ne s'est pas accompagné d'un redressement de l'investissement. Au contraire, les taux d'accumulation suivent une

tendance décroissante depuis la fin des années 1970. L'écart croissant entre investissement et profit trouve des débouchés dans l'acquisition par les SNF d'actifs financiers, ce qui ressort nettement dans l'analyse des comptes de patrimoine. Malgré le ralentissement de l'accumulation, la rentabilité économique des SNF s'est redressée dans les années 1980, puis s'est maintenue au cours des années 1990, malgré une tendance légèrement décroissante. Le redressement des taux de marge explique en grande partie les évolutions de la rentabilité économique. Les profits dégagés par les entreprises sont également redistribués aux actionnaires, les dividendes occupant une part croissante de l'EBE. Il s'ensuit une amélioration de la profitabilité retirée par les actionnaires. Cependant, la charge financière des entreprises ne semble pas s'être accrue, les intérêts et dividendes nets versés ne suivant pas de réelle tendance croissante au cours des années 1990 et 2000. Les effets de la financiarisation sur l'accumulation du capital semblent donc passer par un autre canal que celui de l'accroissement des charges financières, ce que nous analyserons précisément dans les chapitres suivants.

- Enfin, la part des salaires décroît fortement à partir de 1982-1983 puis à un rythme plus modéré dans les années 1990, pour se stabiliser à un niveau inférieur à celui du début des années 1970. Cette baisse de la part des salaires n'a pas été compensée par l'accroissement des revenus du patrimoine, qui restent modestes dans le revenu des ménages et qui sont concentrés sur les ménages les plus aisés. Les évolutions de la répartition primaire des revenus, tout d'abord l'accroissement de la part des salaires dans les années 1970 puis sa diminution dans les années 1980, reçoivent différentes explications. Les évolutions du niveau du chômage semblent représenter un facteur explicatif important des variations de la répartition, en déterminant en grande partie le pouvoir de négociation des salariés. Un second facteur est également mis en avant, notamment par Artus et Cohen (1998) et Boyer (1998), il s'agit du renforcement des exigences de rentabilité du capital, notamment par les détenteurs d'actifs financiers. Pour ces auteurs, la financiarisation est donc susceptible d'exercer un impact dépressif sur la part des salaires. Les politiques économiques ont également contribué au recul de la part salariale dans la valeur ajoutée. Les politiques de désindexation des salaires par rapport aux gains de productivité dans les années 1980, puis les allègements des cotisations sociales employeurs compensés par un accroissement des impôts affectés au financement de la protection sociale dans les années 1990, comme la CSG, expliquent également une partie du recul de la part des salaires. Les politiques

publiques exercent donc un impact sur la répartition primaire des revenus. Elles ont ainsi en France plutôt accompagné la financiarisation, en contribuant à infléchir la répartition primaire des revenus.

Le théorème de Schmidt selon lequel « les profits d'aujourd'hui sont les investissements de demain et les emplois d'après-demain » est donc invalidé par la situation française, l'excédent brut d'exploitation alimentant plutôt l'épargne financière des SNF et le versement de dividendes. Il ressort également de l'analyse de la situation des SNF françaises que le ralentissement de l'accumulation s'est accompagné d'une stagnation de la rentabilité économique au cours des années 1990, et cela malgré le redressement des taux de marge.

Nous retenons ainsi plusieurs faits stylisés qui peuvent permettre de définir empiriquement la financiarisation en France. Principalement, la part salariale se réduit dans un contexte de ralentissement du taux d'accumulation et d'accroissement du financement par émission de titres. En parallèle, il se dégage une hausse tendancielle des dividendes distribués, alors que la rentabilité économique tend à stagner. La financiarisation semble donc affecter à la fois la répartition des revenus et les comportements d'investissement.

Les politiques économiques menées par l'Etat à partir du début des années 1980 ont accompagné le mouvement de financiarisation. Comme le souligne Bertrand (1986), à partir de 1983, le gouvernement met en place un programme de redressement financier à court terme de la situation des entreprises. Le redressement des taux de marge est obtenu grâce à une modification importante des comportements revendicatifs, à des suppressions massives d'emploi et donc à une augmentation rapide du nombre de chômeurs. C'est donc une stratégie de modération salariale et syndicale qui est choisie, ce qui a fortement infléchi les institutions du compromis social précédent. Les hausses de salaire en fonction des gains de productivité sont suspendues. Les négociations collectives seront dorénavant marquées par le poids du chômage croissant et l'intensité de la pression des entreprises qui profitent de cette dégradation de l'emploi. Les entreprises utilisent la désindexation pour développer des procédures d'évolution des salaires plus individualisées et discrétionnaires, et plus liées à la situation particulière de l'entreprise, ce que nous analyserons dans le chapitre suivant. A partir de 1984, le rapport de forces favorable aux employeurs a permis au patronat de faire passer l'idée que l'amélioration de la capacité d'adaptation des entreprises, jugée comme nécessaire,

---

ne pouvait passer que par une révision à la baisse des garanties juridiques protégeant le travail, une progression des salaires plus individualisée, fixée par les directions d'entreprises et un allègement des cotisations sociales payées par les entreprises.

L'étude de la répartition des revenus retient donc ici notre attention pour analyser ses effets sur l'investissement et la consommation dans le cadre de la financiarisation. L'analyse de la structure des revenus des ménages est menée afin d'évaluer les effets de cette structure sur le taux d'épargne nationale. Il ressort des données de l'INSEE (2005) que les taux d'épargne sont de l'ordre de 3 % en moyenne pour le premier décile de la distribution des revenus, alors qu'il est de l'ordre de 35 % pour le dernier décile. La concentration des revenus de la propriété sur les ménages les plus aisés et les taux d'épargne plus élevés également pour cette catégorie de ménages permettent de montrer, selon toute vraisemblance, que la propension à épargner sur les salaires est dans la plupart des cas inférieure à la propension à épargner sur les revenus du capital. Au niveau macroéconomique, le recul des revenus du travail au profit des revenus issus de l'épargne exerce donc un impact sur la propension moyenne des ménages à consommer.

Il convient alors de préciser les interactions existant entre financiarisation et dynamique macroéconomique. Les tendances dégagées au niveau empirique, notamment les évolutions de la répartition en parallèle de celle des institutions financières et monétaires et des modalités de financement des entreprises recouvrent peu d'explications, comme nous avons pu le voir. Pour analyser plus en détail les liens entre ces variables, il apparaît d'abord nécessaire d'étudier les facteurs, et notamment les transformations institutionnelles, qui ont conduit à l'émergence du processus de financiarisation. Le troisième chapitre va revenir en détail sur ces deux questions, en y apportant des réponses théoriques.



## **CHAPITRE III**

### **DES ORIGINES DE LA FINANCIARISATION À SES EFFETS INDUITS : LES DÉBATS THÉORIQUES**

---

Les deux premiers chapitres ont donné une définition empirique de la financiarisation en France. La transformation des modalités de financement de l'investissement s'est accompagnée d'un ralentissement de l'accumulation du capital parallèlement à une transformation de la répartition des revenus, avec un recul de la part salariale et un accroissement des dividendes versés.

L'objectif de ce chapitre est d'analyser l'influence des transformations institutionnelles, et donc de la financiarisation, sur les comportements macroéconomiques. Il s'agit de formuler le cadre institutionnel dans lequel va s'inscrire la suite de cette recherche. Nous nous inscrivons ainsi dans une démarche régulationniste de formalisation des institutions et nous ne cherchons pas pour le moment à étudier la dynamique macroéconomique qui relie les données présentées dans le chapitre précédent.

Pour cela, nous allons confronter les différentes approches théoriques, tout en comparant leurs résultats aux données empiriques du deuxième chapitre. Cette revue de littérature permet de choisir le type de formalisation qui rendra compte de l'influence de la financiarisation, de son impact sur les comportements macroéconomiques de long terme. Pour en arriver là, il convient de comprendre l'origine de celle-ci et comment elle s'articule avec les autres institutions. Cela nous permettra d'isoler sa principale composante institutionnelle, celle que nous mobiliserons lors de l'analyse macroéconomique et donc dans la modélisation, et comment il est possible d'en rendre compte.

C'est pour cette raison que nous présenterons les analyses néo-institutionnalistes. Cependant, leurs conclusions ne permettent pas d'expliquer les évolutions macroéconomiques observées ni véritablement comment a émergé la financiarisation (1). Il convient alors de rechercher d'autres cadres théoriques. Les postkeynésiens ont proposé des outils permettant de comprendre les relations entre sphères réelle et financière. Toutefois, leurs analyses se sont centrées principalement sur les dynamiques cycliques, même si certains auteurs ont proposé une étude spécifique de la financiarisation (2). Les auteurs marxistes ont par contre particulièrement étudié les liens entre financiarisation, répartition des revenus et accumulation. Cependant, les explications proposées au ralentissement de l'investissement ne nous semblent pas pertinentes au regard des données de la comptabilité nationale (3). Enfin, les auteurs régulationnistes sont certainement ceux qui ont proposé l'analyse la plus aboutie sur les conséquences de la financiarisation, bien que des divergences existent entre eux quant à ses effets sur l'accumulation et la croissance, ainsi que sur ses origines (4). Notre démarche théorique s'inscrit dans ce cadre.

### **1 De la théorie des coûts de transaction à la gouvernance d'entreprise : l'approche néo-institutionnaliste**

Selon la littérature néoclassique le développement des systèmes financiers est en général suivi d'une accélération de la croissance (Levine, 2003 et 2005)<sup>1</sup>. Au-delà des nombreuses critiques dont ces modèles peuvent faire l'objet (hypothèse d'information parfaite, relation entre épargne et investissement et neutralité de la monnaie, etc.), les théories néoclassiques n'établissent pas de distinction entre les managers et les actionnaires. Ainsi pour Friedman (1970), l'objectif d'une entreprise étant la maximisation du profit et le profit étant selon lui la part qui revient aux actionnaires, la souveraineté actionnariale s'inscrit au cœur du capitalisme. Cependant, cette analyse de Friedman rencontre des limites quant à la définition de la notion de profit dans le cas d'une société anonyme et détourne le cadre d'analyse walrasien en introduisant une confusion entre entreprise managériale (ou société anonyme) et

---

<sup>1</sup> Les systèmes financiers remplissent cinq principales fonctions selon Levine (2005). Ils produisent de l'information ex ante à propos des possibles investissements et allouent le capital. Ils contrôlent l'investissement et permettent aux principes de la gouvernance d'entreprise de s'exercer après avoir fourni les moyens de financement. Ils facilitent l'échange, la diversification et la gestion du risque. Ils mobilisent et mettent en commun l'épargne et enfin ils facilitent les échanges de biens et services.

entrepreneuriale (Rebérioux, 2002). Les théories de l'agence (1.1) et l'approche transactionnelle (1.2), ou théories néo-institutionnalistes, ont au contraire posé les détenteurs de capitaux et les gestionnaires comme agents économiques distincts et cherchent à apporter des justifications microéconomiques à la valeur actionnariale.

### **1.1 Les théories de l'agence**

Les théories dites « positives » de l'agence constituent le socle théorique qui a servi de justification au renforcement du pouvoir des actionnaires à partir de la fin des années 1970 (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983a, 1983b, 1985 ; Jensen, 1983, 1986 ; Klein, 1983). L'article de Jensen (1986) a, entre autres, contribué à légitimer les prises de contrôle hostiles aux Etats-Unis ainsi que le développement de montages financiers complexes, qui se sont accélérés à partir du milieu des années 1980, et qui exprimaient le « *renouveau de la souveraineté actionnariale*<sup>2</sup> ».

Dans ces approches, la principale fonction de l'entreprise est de maximiser le profit pour les actionnaires<sup>3</sup> (Jensen et Meckling, 1976). L'entreprise y est considérée comme un nœud de contrats. La souveraineté des actionnaires ne provient donc pas de la notion de propriété de la firme, mais du fait qu'ils sont les porteurs du risque (Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1985). Selon ce raisonnement, tous les mécanismes institutionnels qui contribuent à concentrer le contrôle de la firme entre les preneurs de risque permettent de se rapprocher de l'optimum<sup>4</sup>. Le conseil d'administration est alors vu comme une institution dont la fonction est de réduire les coûts d'agence, en assurant le contrôle des décisions prises par les managers au nom des actionnaires. Il s'agit ainsi d'une vision disciplinaire du conseil d'administration (Rebérioux, 2002) et son contrôle uniquement par les porteurs de fonds propres constitue pour cette approche un arrangement institutionnel efficace<sup>5</sup>.

---

<sup>2</sup> Rebérioux A. (2002), p.35.

<sup>3</sup> Pour une présentation critique de ces approches et une mise en perspective par rapport aux débats entre auteurs radicaux et néo-institutionnalistes, voir B. Tinel (2004a et b).

<sup>4</sup> Pour une discussion sur les conséquences de la résistance des managers aux prises de contrôle, voir Stein (1988).

<sup>5</sup> La vision de Berle et Means (1933) de l'entreprise est donc réinterprétée dans un sens qui donne plus de pouvoir aux actionnaires.

## 1.2 L'approche transactionnelle

Pour l'approche transactionnelle, la gouvernance d'entreprise<sup>6</sup> constitue le principal arrangement institutionnel permettant une amélioration de l'efficacité des entreprises. Cependant, compte tenu de la progression des qualifications des salariés, ces théories évoluent afin de justifier le développement des modes de rémunérations fondés sur les profits.

La justification de la gouvernance d'entreprise par l'approche transactionnelle repose sur l'hypothèse d'un lien très étroit entre innovation et fonds propres : la raison d'être des actions est de financer des projets spécifiques, où les firmes renoncent à leur capacité de contrôle en échange de fonds (Williamson, 1985). Pour que les entreprises innovent, il faut que le surplus créé soit redistribué en partie aux actionnaires et non pas conservé par les managers, ce qui constituerait un « hold-up<sup>7</sup> ». Si la spécificité des actifs est importante<sup>8</sup>, une structure intégrée évite le problème du hold-up, qui se traduit par une réticence des individus à s'engager. Plus précisément, les dirigeants ont intérêt à masquer de l'information aux actionnaires afin d'utiliser les ressources de l'entreprise à leur avantage, ou du moins en fonction de leurs objectifs. Les actionnaires doivent alors mettre en place des procédures de contrôle qui minimisent les coûts inhérents à ces procédures et qui incitent les managers à agir dans l'intérêt des détenteurs du capital (Coase, 1937).

Selon Williamson, le contrôle des organes décisionnels par les porteurs de fonds propres constitue l'arrangement optimal pour sécuriser les processus d'innovation. Par conséquent, la gouvernance d'entreprise apparaît selon cette approche comme une innovation institutionnelle permettant de préserver les intérêts des actionnaires en exerçant un contrôle sur les dirigeants, via le conseil d'administration au nom des détenteurs du capital social de l'entreprise, de

---

<sup>6</sup> « La « structure de gouvernance » est assimilable à un ensemble de dispositifs d'interprétation *ex post* de l'environnement institutionnel (exogène) et des contrats supportant l'échange. », Rebérioux (2001), p.10.

<sup>7</sup> Pour une présentation précise de cette question, voir Klein, Crawford et Alchian (1978) et Williamson (1975,1985).

<sup>8</sup> C'est-à-dire si les actifs ne peuvent être redéployés sans coût, c'est le cas pour Williamson des actions. Pour Williamson (1979) en effet, les choix organisationnels des firmes ont pour objectif soit de minimiser les coûts, soit de maximiser les profits. Afin de minimiser les coûts de transaction dans un contexte d'asymétrie d'information, les agents choisissent pour chacune de leur transaction la structure de gouvernance la plus adaptée.

limiter leur pouvoir discrétionnaire et d'améliorer l'efficacité pour l'ensemble des parties<sup>9</sup>. La notion de valeur actionnariale, ou « shareholder value » renvoie donc à une représentation de l'entreprise comme étant exclusivement au service des porteurs de fonds propres.

Cependant, pour Rajan et Zingales (2000), dans un contexte de transformations technologiques conduisant à l'accroissement des qualifications requises, le pouvoir<sup>10</sup> n'est plus uniquement concentré au sommet de la hiérarchie mais se propage au sein de l'entreprise. Le « capital humain » tend alors à devenir plus important que les actifs fixes et l'entreprise tend à changer de nature (Rajan et Zingales, 2001). Compte tenu de ces transformations, la gouvernance d'entreprise ne doit plus uniquement résoudre les problèmes d'agence entre actionnaires et managers du haut de la hiérarchie, mais également fournir les incitations nécessaires aux salariés qualifiés. En d'autres termes, la gouvernance ne doit plus uniquement assurer la convergence des intérêts entre managers du haut de la hiérarchie et actionnaires, mais également entre la plupart des cadres et les actionnaires. Le concept de valeur actionnariale justifie alors l'introduction des rémunérations fondées sur les profits<sup>11</sup>.

Par conséquent, selon cette approche, la propagation des principes de gouvernance d'entreprise et de rémunération fondée sur les profits constitue un arrangement institutionnel susceptible d'améliorer l'efficacité productive et donc la croissance. Cependant, ces modèles reposent sur des hypothèses très restrictives : les mécanismes de marché fonctionnent et les marchés sont efficaces<sup>12</sup>, les agents sont parfaitement rationnels et les institutions sont toujours efficaces, dans le sens où elles facilitent toujours l'instauration de contrats efficaces entre les individus. En outre, les entreprises n'existent pas réellement, elles ne représentent qu'un relais pour la mise en place de relations de contrats entre les individus<sup>13</sup>. Les arguments développés par ces théories ne semblent pas pertinents au regard de ces critiques mais également par rapport aux évolutions institutionnelles et macroéconomiques

---

<sup>9</sup> De même, l'alignement de leur rémunération sur les évolutions des cours boursiers et les menaces de prise de contrôle suivies d'un licenciement des gestionnaires améliorent le contrôle des actionnaires (Stein, 1988).

<sup>10</sup> Les auteurs définissent le pouvoir comme le contrôle exercé sur les ressources valorisables de l'entreprise. Il dépend du droit de contrôle résiduel et de la spécificité de la ressource, c'est-à-dire de son coût de remplacement. Plus le pouvoir d'un agent est important, plus il obtient une part importante du surplus créé, ce qui affecte à son tour ses incitations et décisions et affecte donc l'efficacité de l'organisation.

<sup>11</sup> L'une des solutions proposées par les auteurs est la généralisation des stocks options, de façon à contrôler et retenir les salariés possédant un « capital humain » important.

<sup>12</sup> Par exemple, le prix des actifs financiers reflète parfaitement le flux de profits futur.

<sup>13</sup> En d'autres termes, elles sont vues comme un nœud de contrat entre individus – facteurs de production. Pour une analyse critique et détaillée de ces modèles, voir Reberioux, 2001 et 2002.

que nous avons présentées dans les deux premiers chapitres. Afin de spécifier les hypothèses de comportement que nous retiendrons face à la financiarisation, il convient alors de présenter d'autres courants théoriques.

Alors que le débat entre néo-institutionnalistes s'est centré sur le niveau microéconomique, sur les questions concernant le rôle des actionnaires et des managers dans les prises de décisions de gestion, les auteurs postkeynésiens ont développé une analyse portant sur les conséquences macroéconomiques liées aux cycles financiers.

## **2 De la dynamique cyclique des marchés financiers à la transformation des objectifs de gestion des entreprises : les analyses postkeynésiennes**

Globalement, les analyses postkeynésiennes ont peu étudié les conséquences de la financiarisation. Bien que la présence des marchés financiers occupe une place importante de l'analyse depuis Keynes, la montée du poids des actionnaires n'a fait l'objet que de peu d'études. Les postkeynésiens ont surtout cherché à analyser l'impact de l'essor des marchés financiers sur les dynamiques cycliques (2.1). Cependant, certains auteurs ont prolongé les analyses keynésiennes afin d'y introduire la notion de gouvernance d'entreprise et donc de prendre en compte les transformations institutionnelles à l'œuvre depuis la fin des années 1970 (2.2). En outre, certains auteurs postkeynésiens se sont intéressés, au début des années 2000, à l'impact à proprement parler de la financiarisation sur l'investissement, à long terme (2.3). Ces auteurs vont apporter des éléments que nous retiendrons pour la formalisation des comportements dans le modèle du cinquième chapitre.

### **2.1 Développement des marchés financiers et instabilité dans le cadre des économies monétaires de production**

La plus grande partie des analyses postkeynésiennes étudiant l'impact des marchés financiers sur l'économie s'intéresse aux dynamiques cycliques et aux risques de dérive spéculative. Ainsi, pour de nombreux auteurs postkeynésiens, le développement des marchés financiers conduit non pas à une amélioration de l'efficacité des entreprises, mais au contraire à un risque d'instabilité et de dérive spéculative (Arestis et Stein, 2005). Keynes (1936)

pointait déjà les risques d'une telle dérive et d'instabilité liés à l'essor des marchés financiers, bien que son analyse porte surtout sur les marchés obligataires. L'incertitude concernant les rendements futurs des investissements productifs conduit les opérateurs des marchés financiers à déterminer l'efficacité marginale du capital en fonction de leurs anticipations sur le cours futur de l'action. Par conséquent, des comportements de court terme et psychologique, l'état de la confiance sur les marchés financiers, déterminent l'investissement, variable de long terme. La fluidité des marchés financiers conduit ainsi à déterminer l'efficacité marginale du capital en fonction de critères spéculatifs. Or, pour Keynes, la spéculation sur les marchés financiers s'oppose à l'esprit d'entreprise, à la capacité de prendre des risques d'investissement sur le long terme. Par conséquent, sur les marchés financiers, l'intérêt privé, qui est de maximiser les profits boursiers à court terme, joue contre l'intérêt social : investir de façon rentable à long terme. Lorsque les spéculateurs occupent une place peu importante par rapport aux entrepreneurs, il n'y a pas véritablement de conséquences négatives pour l'investissement. Par contre, quand les spéculateurs occupent une place prépondérante, les conséquences sur l'investissement peuvent être très négatives. Les risques que font peser les marchés financiers sur l'activité économique sont surtout présents lors des retournements de la confiance sur ces marchés, en d'autres termes, lorsque les conventions sont remises en question. Pour Keynes, dans les périodes de confiance, il n'y a pas véritablement d'impact négatif des marchés financiers. Au contraire, la croissance de la liquidité disponible favorise l'investissement en facilitant les prises de risque. Cependant, le fonctionnement des marchés financiers se caractérise par la fragilité des conventions, laquelle engendre une forte instabilité des cours (Orléan, 1999).

Minsky se situe dans le prolongement de l'analyse de Keynes en plaçant les relations entre la finance et l'investissement à l'origine de l'instabilité des économies capitalistes modernes (Papadimitriou et Wray, 2001). Dans la perspective que nous développons, Minsky est un auteur intéressant car il a souligné le caractère financier du capitalisme contemporain, dans lequel les institutions sont fondamentales. Le capitalisme financier renvoie ainsi pour Minsky au capitalisme qui a émergé après la Seconde Guerre mondiale. Depuis cette période, le capitalisme évolue d'un modèle performant à un modèle fragile, dont l'instabilité est liée au mode de financement de la détention d'actifs et de l'accumulation (Minsky, 1980). La

structure financière des entreprises se modifie en effet au cours des périodes d'expansion<sup>14</sup>, ce qui est à l'origine des retournements de conjoncture et du développement des paniques financières (Minsky, 1964). L'accroissement des profits lors des périodes de croissance augmente l'endettement accepté par les banques et ainsi la part du paiement des intérêts par rapport aux revenus. La réduction des marges de sécurité qui s'ensuit approfondit l'instabilité du système financier. En d'autres termes, plus le ratio de dette est élevé, moins la structure financière est stable. Si le crédit devient contraint suite à une décision de politique économique ou d'un changement de comportement des banques, il peut se produire une déflation par la dette. L'instabilité de l'économie apparaît donc comme un phénomène naturel et endogène, c'est l'hypothèse d'instabilité financière (Minsky, 1992).

Cependant, l'analyse de Minsky demeure centrée sur les émissions d'obligations et les taux d'intérêt<sup>15</sup>. L'accroissement du poids des agents financiers n'est pas abordé. La dynamique propre aux marchés financiers n'est pas non plus présente tout comme les exigences de rendement financier que nous avons évoquées précédemment. L'une des principales limites de l'analyse de Minsky est l'absence de distinction entre les gestionnaires et les détenteurs du capital, à l'image des théories néoclassiques traditionnelles et au contraire de Keynes (Crotty, 1990). Or, l'existence d'objectifs différents entre actionnaires et gestionnaires, de contraintes d'horizon temporel de valorisation des actifs, d'information et de liquidité des actifs, rend nécessaire la distinction entre détenteurs du capital et managers. Ces analyses n'intègrent donc pas les principales transformations institutionnelles qui ont pu exercer une influence sur la dynamique cyclique de l'investissement. C'est le cas par exemple de la gouvernance d'entreprise.

## **2.2 Introduction de la notion de gouvernance d'entreprise et place centrale de la finance dans la régulation de l'économie**

Les auteurs postkeynésiens ont prolongé les analyses du cycle afin de prendre en compte l'essor des marchés financiers et surtout de la gouvernance d'entreprise. Par ce biais, ils

---

<sup>14</sup> Minsky distingue trois positions financières afin de caractériser le degré de fragilité du système financier. Minsky les appelle : position « hedge », position « spéculative » et position à la « Ponzi ».

<sup>15</sup> Pour un modèle introduisant également les effets de la répartition en plus de ceux du marché financier dans l'analyse mynskienne, voir Delli Gatti et Gallegati (1990).

approfondissent le concept de « logique spéculative » développé par Keynes (1936) (2.2.1), alors que d'autres placent les interactions entre variations des prix des actifs financiers et accumulation du capital au centre de l'analyse (2.2.2).

### 2.2.1 Gouvernance d'entreprise et logique spéculative

Des analyses plus récentes ont introduit l'essor des marchés financiers et le rôle des acteurs financiers dans l'explication de l'instabilité financière, via la gouvernance d'entreprise notamment (Arestis et Stein, 2005 et Plihon, 1995<sup>16</sup> par exemple). L'essor des comportements spéculatifs constitue l'une des principales tendances du capitalisme contemporain et représente pour les auteurs keynésiens un facteur d'accroissement des taux d'intérêt et de l'incertitude. Dans ce cadre, Arestis (2004) analyse les liens entre la volatilité des marchés financiers et la croissance économique, liens forts et négatifs pour Arestis. La libéralisation financière accroît la spéculation et donc les transactions de court terme et très risquées. Plihon définit la spéculation comme « *l'ensemble des opérations qui sont initiées pour réaliser des gains en capital futurs et qui n'ont pas pour objet de contribuer, directement ou indirectement, au financement de la production et des échanges*<sup>17</sup> ». Ces comportements ne concernent pas uniquement les acteurs financiers. Les entreprises non financières entrent également sur les marchés financiers du fait des rendements plus élevés en empruntant pour financer la spéculation de court terme (Arestis, 2004)<sup>18</sup>. Ainsi, les opérateurs s'écartent des données macroéconomiques au profit de la recherche de l'opinion sur la tendance du marché et les résultats financiers de court terme se retrouvent privilégiés par rapport à la croissance sur longue période (Plihon, 1995). Selon Plihon, la volatilité des marchés et le manque de repères qui en découle pour les investisseurs expliquent en grande partie cette dérive spéculative et l'essor de la logique financière, qui s'impose aux entreprises via le principe de la gouvernance d'entreprise<sup>19</sup>.

---

<sup>16</sup> Nous étudions l'analyse de Plihon avec celle des postkeynésiens car il utilise des concepts très proches de ceux développés par Keynes (1936), comme par exemple l'opposition entre logique spéculative et logique d'entreprise.

<sup>17</sup> Plihon (1995), p.65.

<sup>18</sup> Nous avons évoqué dans le chapitre précédent le caractère discutable de l'arbitrage entre placements financiers et productifs des entreprises. Nous reviendrons plus précisément sur cette question dans les sections suivantes.

<sup>19</sup> Les principes de la gouvernance d'entreprise ne représentent rien d'autre que la prise de pouvoir des épargnants dans les entreprises pour Plihon (1995).

Il s'ensuit un accroissement des risques, synonyme de hausse des taux d'intérêt, et de l'incertitude qui exerce un impact négatif sur l'investissement réel de long terme, au profit de la recherche d'une rentabilité financière de court terme. Globalement pour Arestis, la libéralisation financière et le développement des marchés financiers aggravent la fragilité du système financier. La dérive spéculative de la finance internationale représente ainsi pour Plihon (1995) un changement systémique, dans le sens où la nature du système financier international s'est transformée.

Ces analyses restent donc principalement centrées sur le niveau des taux d'intérêt et ses effets sur l'investissement et la spéculation. Or, le développement des activités financières s'accompagne dans d'autres études de la mise en place de nouveaux critères de rentabilité. Les fluctuations des cours boursiers, ainsi que les normes de rentabilité financière, semblent y être des éléments explicatifs du recul de l'investissement au moins aussi important que la hausse des taux d'intérêt. Les difficultés rencontrées par les marchés financiers pour évaluer la valeur des entreprises sur le long terme conduisent à un caractère cyclique difficilement contrôlable de l'activité, ce qui est soulevé par un rapport du commissariat général du plan (Plihon, 2002).

### **2.2.2 De la place centrale du taux d'intérêt à celle du prix des actifs**

En partant de l'analyse de Minsky, Aglietta et Rebérioux (2004)<sup>20</sup> étudient les dynamiques existant entre prix des actions, crédits et investissement. Pour les auteurs, l'imbrication des logiques financières de marché et d'un régime de gouvernance contrôlé par le marché boursier constitue un système dynamique secrétant de l'instabilité (Aglietta et Rebérioux, 2004). En effet, suite à la libéralisation financière croissante, les retournements de conjoncture peuvent maintenant résulter d'une détérioration de la confiance sur le marché des titres (Aglietta et Breton, 2001).

---

<sup>20</sup> De même que pour Plihon, nous plaçons ces auteurs avec les postkeynésiens, bien qu'ils soient plutôt régulationnistes, car leurs analyses s'appuient sur des concepts proches. Nous ne développons ici que leur analyse portant sur la dynamique cyclique. Le reste sera abordé dans la section 4.

Dans le cas des bulles, l'évolution des cours boursiers peut donner aux dirigeants l'illusion de repères qui les amènent vers le surinvestissement. L'incertitude sur les profits futurs engendre une bulle qui incorpore en effet des espoirs de profit qui ne pourront pas se réaliser. L'endettement permettant par l'effet de levier d'améliorer la rentabilité financière, les bulles spéculatives s'accompagnent d'une croissance du crédit supérieure à celle de la production et de la demande de biens et services. Le risque de non-réalisation des profits n'étant pas incorporé par les prêteurs, le risque sur le marché des crédits est sous-évalué. En cas de retournement boursier, les entreprises réalisant des pertes doivent recourir à un endettement supplémentaire à court terme pour financer le capital circulant. Il s'ensuit une baisse de la qualité des dettes émises dans les périodes euphoriques et ainsi une dégradation de la valeur du bilan des banques. Ces dernières accroissent alors leurs provisions pour couvrir les pertes potentielles, ce qui diminue leur revenu. Cette tendance alliée à la dégradation de la notation des entreprises et à l'accroissement du coût du crédit réduit l'offre de crédits nouveaux. La baisse des cours boursiers provoque donc un durcissement des contraintes dues à l'endettement. L'économie connaît alors une déflation financière imposant aux entreprises une restructuration de leur bilan.

De plus pour Aglietta et Rebérioux (2004), une chute des cours boursier accroît la pression des actionnaires pour obtenir des dividendes plus élevés, ce qui réduit les profits non distribués. Afin de réduire l'écart entre investissement et profits non distribués, les entreprises réduisent leur investissement, ce qui a pour effet au contraire de prolonger les difficultés financières. En d'autres termes, la fragilité du régime de croissance est principalement liée au fonctionnement de la finance, à son instabilité (Aglietta, 1999)<sup>21</sup>.

A l'instabilité systémique liée au fonctionnement d'une économie monétaire, décrite notamment par Minsky, s'ajoute donc celle liée à l'essor des activités financières et des mouvements de capitaux. La libéralisation financière a induit une transformation de la stratégie des entreprises de telle sorte que les interrelations entre accumulation du capital et variables financières ont changé de manière significative. En d'autres termes, les fluctuations du marché financier exercent un impact significatif sur l'investissement productif et son

---

<sup>21</sup> Pour Aglietta et Breton (2001), le rôle de la finance dans la régulation de l'économie passe par ses fonctions d'évaluation des actifs et de provision de liquidité. Or, pour les auteurs, les marchés financiers peuvent être instables à la fois dans la volatilité des prix et l'apport de liquidités.

financement. Les interrelations entre bulles spéculatives sur le marché des titres, croissance rapide du crédit et surinvestissement occupent une place grandissante selon ces auteurs. Ces éléments les amènent à penser que l'on est passé d'un type de système financier reposant sur les banques à un système fondé sur les marchés financiers, avec des risques de dysfonctionnement différents<sup>22</sup>. Les analyses que nous venons de présenter se situent principalement dans une perspective de court terme, de dynamique cyclique. Or, nous nous intéressons surtout aux dynamiques de long terme, qui ont par ailleurs été étudiées par certains auteurs postkeynésiens qui se sont interrogés sur les effets de la financiarisation sur le volume de l'investissement à long terme.

### **2.3 De la sélectivité croissante des projets d'investissement à la modification des objectifs de gestion**

Quelques auteurs postkeynésiens se sont donc intéressés à l'impact de long terme de la financiarisation sur l'investissement, qui concerne plus des effets liés aux évolutions institutionnelles que des effets liés à la dynamique cyclique reliant cours boursiers et investissement. Deux principales explications du ralentissement de l'accumulation émergent : la sélectivité croissante des projets d'investissement et le changement de la nature du pouvoir au sein des entreprises<sup>23</sup>.

Selon Cordonnier (2006), le niveau nécessaire qui doit être atteint par l'efficacité marginale du capital pour inciter les entreprises à investir a été accru par l'instauration des nouvelles normes de rendement. En d'autres termes, la rentabilité anticipée des investissements ne doit plus seulement être supérieure au taux d'intérêt, mais doit permettre d'atteindre les nouvelles exigences de rentabilité imposées par les actionnaires. Il se crée donc un effet de sélectivité croissante des projets d'investissement. La « restitution du cash-flow » aux actionnaires ne représente alors que la simple contrepartie de cette réduction de l'investissement.

---

<sup>22</sup> Cf. Plihon (2002), Aglietta et Breton (2001) et Aglietta et Reberioux (2004) entre autres.

<sup>23</sup> Nous nous intéressons ici uniquement aux auteurs qui ont introduit de façon explicite la financiarisation et son impact négatif sur l'accumulation. Nous ne nous intéressons donc pas à l'ensemble des modèles qui ont introduit des variables financières (Skott et Ryoo, 2007, Commendatore, 2003 ; Godley et Lavoie, 2001, etc.) et mettons l'accent sur la nature de l'explication proposée, ce qui explique que nous ayons rapproché certaines analyses de courants différents.

Dans un autre type d'approche, Stockhammer (2005-6) montre également que la financiarisation tend à réduire l'investissement de façon durable en analysant le changement de la nature du pouvoir au sein des entreprises et non pas le durcissement des contraintes auxquelles elles font face. Pour Stockhammer, les marchés financiers n'ont en effet pas seulement modifié les contraintes de rentabilité des entreprises, mais également leurs objectifs et modalités de gestion.

Pour Stockhammer, les entreprises sont composées de trois principaux acteurs dont les objectifs divergent. Les actionnaires recherchent des profits élevés et l'accroissement du cours des titres. Les salariés recherchent quant à eux un accroissement des salaires et un niveau d'emploi élevé. Enfin, les managers occupent une position intermédiaire et ambiguë : ils exercent le pouvoir mais ne détiennent pas les moyens de production. Ils reçoivent des salaires mais également des revenus de rentiers. Par conséquent, leurs intérêts et préférences dépendent fortement de la configuration institutionnelle de l'économie, et plus spécifiquement de l'entreprise, car leur position de classe n'est pas clairement définie (Stockhammer 2004a). Dans un tel cadre institutionnel, les entreprises font face à deux contraintes, une contrainte de financement et une contrainte d'arbitrage entre croissance et profit qui dépend de leur fonction « objectif ».

Dans une économie financiarisée, cette fonction « objectif » dépend de la croissance, des profits ainsi que du pouvoir des actionnaires. En d'autres termes, il existe pour Stockhammer un arbitrage au sein des entreprises entre profit et croissance qui dépend du pouvoir des actionnaires. Par ailleurs, les intérêts des managers sont sensibles aux changements institutionnels et tendent à s'aligner avec ceux des actionnaires. Le changement de structure de leur rémunération et les menaces de prise de contrôle hostile les conduisent à adopter les préférences des actionnaires. Cela se traduit par une recherche de profits plus élevés et une croissance plus faible (investissement plus faible). L'entreprise n'est dès lors pour Stockhammer non pas contrainte par la finance mais par le niveau désiré de croissance, étant donné le pouvoir relatif entre les managers et les actionnaires.

Dans le cas où les préférences des managers sont alignées sur celles des actionnaires, c'est-à-dire dans le cas d'une financiarisation complète, la contrainte de financement n'est pas

saturée et il n'y a pas d'investissement supplémentaire car cela réduit les profits (Stockhammer 2004 a et b). Les managers s'identifient alors aux rentiers, ce qui se traduit par un accroissement des versements de dividendes, une plus faible croissance et un accroissement de l'investissement financier de la part des entreprises non financières. Les rentiers et les marchés financiers jouent alors un rôle actif. Comme le souligne Rebérioux (2001), les acteurs financiers ne se contentent plus d'exercer une ponction élevée via le niveau des taux d'intérêt sur le secteur industriel, comme l'évoquait Keynes, mais s'intéressent au sein du capitalisme financier à la création de valeur et non plus seulement à sa répartition, en cherchant à orienter et structurer les ressources productives.

Nous avons vu dans la première section que les débats entre les néo-institutionnalistes portent sur la dimension microéconomique de la financiarisation et les questions de contrôle des entreprises. Certains auteurs postkeynésiens ont quant à eux abordé la dynamique cyclique liée aux évolutions des variables financières, mais n'ont par contre pas analysé les dynamiques de long terme. Cordonnier et Stockhammer au contraire ont montré l'impact négatif que peuvent exercer les actionnaires sur l'investissement : soit par les contraintes de sélectivité qu'ils exercent sur les projets d'investissement, soit par la modification des objectifs des entreprises qu'ils ont induits. Cependant, l'analyse de Stockhammer s'appuie sur des fondements microéconomiques, alors que nous cherchons ici à déterminer l'influence des institutions sur les comportements macroéconomiques. La suite de chapitre a donc pour objectif de préciser les fondements institutionnels au renforcement du pouvoir des actionnaires. Nous retenons l'idée d'une influence négative des actionnaires sur l'accumulation, mais il convient d'en approfondir les fondements afin de l'utiliser dans l'analyse macroéconomique et donc de la formaliser. Pour cela, nous allons étudier d'autres courants théoriques. En France notamment, le débat s'articule principalement entre les marxistes et les régulationnistes sur les conséquences de long terme de la financiarisation. La dynamique macroéconomique n'est plus déterminée, dans ces courants, par les comportements microéconomiques, mais par la définition des institutions et leurs évolutions.

### **3 Conflit de classes, convergence des régimes économiques et confiscation des ressources par la finance : l'analyse marxiste**

L'analyse marxiste considère la financiarisation comme le processus assurant la montée en puissance des acteurs financiers, aussi bien au niveau idéologique et politique que dans la part des revenus qui leur revient. Les questions de répartition des revenus et de confrontation sociale se situent donc au cœur de l'analyse marxiste. Une partie des analyses de ces auteurs cherchent à expliquer les facteurs de la financiarisation (3.1). Cette dernière serait à l'origine d'un mouvement de convergence des modèles nationaux de capitalisme et la place dominante des acteurs financiers conduirait à un accroissement des dividendes versés. Cette tendance se traduirait par une réduction des ressources disponibles des entreprises et, ainsi, par un ralentissement de l'accumulation du capital (3.2). La présentation de ces approches a pour principal intérêt de confronter les explications du ralentissement de l'accumulation du capital et des évolutions de la répartition des revenus et, par ce biais, de préciser les choix effectués quant à la formalisation des comportements d'investissement et de répartition du chapitre 5.

#### **3.1 La financiarisation comme résultat de la confrontation sociale**

Pour les auteurs marxistes, deux principales transformations ont conduit au processus de financiarisation. La crise de la fin des années 1970, liée à la baisse des taux de profit pour ces auteurs, a placé la finance en position de principal moyen de restructuration de l'économie (3.1.1). Le second vecteur de la financiarisation est constitué par les transformations du système monétaire et financier international (3.1.2). Cependant, à ce niveau également, la progression de la finance provient pour les auteurs marxistes de l'état des rapports de force nationaux. Ces approches ont pour principal intérêt de placer au centre de l'analyse les évolutions des institutions financières et monétaires et le rôle des conflits sociaux dans la détermination de ces évolutions ainsi que de celle de la répartition.

### 3.1.1 Crise du fordisme et essor de la finance

D'une position encadrée sous le régime fordiste, qui assurait le maintien d'un compromis social (3.1.1.1), la finance est passée à une position centrale, en constituant le principal facteur de restructuration des économies entrées en crise (3.1.1.2). La crise du régime fordiste constitue ainsi pour certains auteurs marxistes un élément explicatif important de la financiarisation.

#### 3.1.1.1 Le compromis des Trente Glorieuses : une finance encadrée

Pour des auteurs comme Duménil et Lévy (1998) la montée du poids des acteurs financiers, qui se sont imposés comme acteurs dominants au cours de la crise, est centrale pour comprendre les mutations en cours depuis le milieu des années 1970. Ainsi, au-delà du compromis entre gestionnaires et salariés, la croissance des Trente Glorieuses reposait également sur le compromis existant entre les cadres et les financiers au sens large<sup>24</sup>. L'existence de ce compromis, facteur de croissance, ne peut s'expliquer sans prendre en compte le rôle des acteurs financiers au niveau national. Les taux d'intérêt, bien que faibles, étaient positifs et stables comparativement à la situation de la première moitié du siècle. Cet état assurait un certain compromis également avec les détenteurs de capitaux. De plus, dans le cas des Etats-Unis par exemple, les réglementations des activités monétaires et financières limitaient le pouvoir des acteurs financiers. Les gestionnaires disposaient donc d'une autonomie accrue<sup>25</sup>. L'un des principaux changements après la guerre et marquant cette période repose sur la création monétaire, qui est passée sous le contrôle de l'Etat. Cette présence accrue de l'Etat s'est traduite par un recul de la finance. Cependant, l'existence d'une inflation rampante indique que les conflits de répartition demeurent présents.

---

<sup>24</sup> Ce compromis concernait également l'ensemble des salariés et reposait notamment sur la reconnaissance progressive du droit du travail et la couverture sociale. Les syndicats occupaient un rôle important dans la mise en place et l'évolution de ces institutions.

<sup>25</sup> L'analyse des auteurs repose sur le concept de « cadrification », qui fait référence à la séparation entre la propriété et la gestion des entreprises.

### **3.1.1.2 Baisse du taux de profit et éclatement du compromis social : la finance comme moyen de restructuration**

Pour Duménil et Lévy (1998), la crise du régime fordiste comporte à la fois une dimension technologique et une dimension sociale, liée au conflit de répartition. Le principal facteur de la crise est la baisse des taux de profit qui a engendré des difficultés pour maintenir les hausses salariales et une forte chute de la rentabilité. Cette dernière se situe pour les auteurs à l'origine de la crise structurelle des années 1970. Duménil et Lévy insistent particulièrement dans leur analyse de la crise sur les aspects technologiques. La réduction des taux de profit est en effet liée à la baisse de la productivité du capital qui fut masquée pendant un temps par les politiques keynésiennes. Cependant, ces politiques se sont révélées inefficaces dans les années 1970 pour ces auteurs, du fait du caractère structurel de la crise<sup>26</sup>. La crise du fordisme constitue donc surtout une crise de suraccumulation. Cependant, à la différence des auteurs régulationnistes dont nous analyserons la position dans la section 4, Duménil et Lévy insistent sur la montée en puissance des acteurs financiers lors de la crise du régime fordiste et sur les transformations institutionnelles qui y sont liées.

Pour ces auteurs, la finance s'est alors imposée dans la crise comme un agent de restructuration du système productif sur le plan mondial. Elle a joué un rôle majeur dans la vague des fusions des années 1980 et dans l'essor des multinationales. La crise de la fin du XX<sup>e</sup> siècle coïncide pour Duménil et Lévy avec « l'offensive néolibérale ». Il s'agit avant tout d'une réaffirmation du rôle de la finance qui fait suite au compromis keynésien. La reprise du pouvoir par la finance est donc issue d'une lutte politique, mais elle a tiré profit de la crise structurelle des années 1970, où elle s'est affirmée comme un facteur de restructuration face à la baisse des taux de profit.

---

<sup>26</sup> En d'autres termes, les politiques conjoncturelles de relance sont inefficaces à long terme contre la baisse tendancielle du taux de profit qui marque les économies capitalistes pour Marx (1867) et les auteurs marxistes. La recherche de la plus-value provoque un accroissement de la valeur du capital constant au détriment de celle du capital variable, ce qui correspond à un accroissement de la composition organique du capital. Cette dernière intervient de façon négative dans la formation du taux de profit. Son accroissement, inhérent au processus concurrentiel, réduit ainsi le taux de profit.

### 3.1.2 Changement de régime monétaire international et financiarisation

La crise du système de Bretton Woods et les transformations du système monétaire international qui l'ont suivie constituent également des facteurs explicatifs importants de la financiarisation (3.1.2.1). Cependant, ces transformations internationales sont liées à l'évolution des rapports de force à l'échelle nationale et illustrent la reprise de pouvoir par les acteurs financiers (3.1.2.2).

#### 3.1.2.1 Crise du système de Bretton Woods et restauration du pouvoir de la finance

Les changements qui ont eu lieu à l'échelle internationale représentent pour les auteurs marxistes des facteurs prépondérants dans l'explication des mutations des formes nationales de capitalisme<sup>27</sup>. La crise du système de Bretton Woods est souvent mise en avant comme un facteur décisif de mise en place des réformes institutionnelles au niveau national. En effet, pour Duménil et Lévy (1998) la mise en place d'un système bancaire international autonome, via le développement des euromarchés, ainsi que le flottement des devises provoqué par la crise du système de Bretton Woods et le démantèlement des restrictions à la mobilité du capital constituent des facteurs prépondérants de la restauration du pouvoir de la finance. Par finance, les auteurs entendent « *la fraction supérieure des classes capitalistes et les institutions où se concentre sa capacité d'action*<sup>28</sup> ». L'abandon de la parité or du dollar et l'interdépendance croissante des économies ont provoqué une déstabilisation du système monétaire international. Pour ces auteurs, les ajustements de change permettaient aux pays autres que les Etats-Unis de conserver leur compétitivité prix sans restructurer profondément leur appareil productif. Ces transformations du système monétaire international ont engendré une déstabilisation du compromis social keynésien et le retour au monétarisme et aux politiques monétaires restrictives qui ont conduit à la fin de l'inflation<sup>29</sup>. Dans une perspective proche, Morin (2006) insiste sur le rôle central de la libéralisation financière, interne (portant sur les taux d'intérêt) comme externe (portant sur le taux de change) et sur la déréglementation financière. Ces deux mouvements ont rendu à la finance libéralisée la place

---

<sup>27</sup> Voir par exemple Chesnais (1994, 2004).

<sup>28</sup> Duménil G. et D.Lévy (2004), p.73.

<sup>29</sup> Pour Duménil et Lévy, le régime contemporain conserve cependant des éléments du compromis keynésien, tels que la sécurité sociale, mais qui sont à leur tour attaqués par la finance.

qu'elle avait perdue depuis la Première Guerre mondiale, ce qui amène l'auteur à parler d'un « nouveau mur de l'argent » pour qualifier l'ampleur de l'influence de la finance internationale.

### **3.1.2.2 Mais une mondialisation financière issue des rapports de forces nationaux**

Cependant, il convient de prendre en compte pour les auteurs marxistes les conflits de classes qui ont lieu à l'échelle nationale pour comprendre les évolutions institutionnelles. Dans cette perspective, la globalisation résulte ainsi de choix politiques effectués au niveau national dans un contexte de conflits sociaux<sup>30</sup>. Pour ces auteurs, la financiarisation représente surtout la conséquence de la perte d'influence des syndicats. La finance s'est alors imposée dans ce contexte comme un moyen de remodeler les relations entre le capital et le travail (Moran, 1999). Le développement de la finance constitue donc dans cette perspective uniquement un moyen de renforcer le nouveau rapport de forces et l'internationalisation ne se situe pas à l'origine des évolutions du capitalisme (Husson, 2005).

De même, l'indépendance donnée aux banques centrales par rapport au pouvoir politique ainsi que les processus de privatisation de la protection sociale renforcent l'extension du pouvoir de la finance (Duménil et Lévy, 1998). Le régime « néolibéral » repose sur le compromis existant entre la fraction supérieure des cadres et les classes moyennes possédant des avoirs financiers, directement ou indirectement. C'est le statut de détenteur de titres financiers qui assure ainsi le compromis entre la fraction possédante des classes dominantes et une partie de la classe moyenne. Duménil et Lévy (2001 et 2005) qualifient ainsi le régime contemporain de « néolibéralisme », en tant qu'expression idéologique du retour du pouvoir de la finance. Les leviers de la domination de la finance reposent sur la montée des taux d'intérêt favorables aux prêteurs, la nouvelle répartition de la production dirigée par les grandes banques et le marché des titres qui occupe une place centrale. Les managers des entreprises doivent alors recentrer leur activité afin de maximiser la valeur de marché de l'entreprise et les profits distribués, qui le sont dans une large mesure sous forme de dividendes.

---

<sup>30</sup> Pour une analyse détaillée de ces arguments, voir Husson (2005), Moran (1999) et Watson (1999).

L'analyse des auteurs marxistes montre donc l'influence des acteurs financiers sur les évolutions des institutions et met ainsi l'accent sur le rôle du conflit social. Nous retenons pour la suite la nécessité de prendre en compte comme facteur explicatif des évolutions macroéconomiques récentes la confrontation sociale et plus précisément l'influence des acteurs financiers. Cependant, nous critiquerons par la suite l'importance donnée au changement technologique et à la baisse des taux de profit. Les auteurs marxistes se sont également intéressés aux conséquences de la financiarisation, aussi bien aux niveaux institutionnel que macroéconomique.

### **3.2 Les effets induits de la financiarisation : convergence des modèles nationaux de capitalisme et ralentissement de l'accumulation**

Les auteurs marxistes analysent en général la financiarisation comme la forme « pure » du capitalisme, qui tendrait à s'imposer comme le modèle dominant dans la plupart des pays (3.2.1). Au niveau macroéconomique, la financiarisation provoquerait un ralentissement de l'accumulation lié à la confiscation des ressources opérée par la sphère financière, notamment par les possibilités offertes aux entreprises d'acquérir des actifs financiers et via les dividendes distribués (3.2.2). Nous allons voir dans quelle mesure ces analyses peuvent être utilisées pour expliquer le ralentissement de l'accumulation du capital en France.

#### **3.2.1 La financiarisation comme mouvement de convergence des modèles nationaux de capitalisme : vers une instabilité croissante**

Nous avons vu que pour une partie des auteurs marxistes, les transformations à l'œuvre au niveau international expliquent une grande part des évolutions institutionnelles depuis le milieu des années 1970. La financiarisation recouvre donc une dimension internationale et ne peut s'appréhender sans prendre en compte les transformations qui ont lieu à cette échelle, et notamment la mobilité des capitaux<sup>31</sup>. Pour Husson, « *la financiarisation est ce qui permet la mobilité des capitaux... La financiarisation est le processus d'abstraction concrète soumettant chaque capital individuel à une loi de valeur dont le champ d'application ne cesse*

---

<sup>31</sup> Voir à ce sujet Husson (2005), Morin (2006) et Watson (1999).

de s'élargir »<sup>32</sup>. La financiarisation s'identifie dans cette perspective avant tout à un processus d'activation de la concurrence entre capitaux, ce qui amplifie la mise en concurrence des travailleurs. Elle ne représente donc pas une tendance autonome venant exercer des effets contraignants sur le fonctionnement normal du capitalisme. Elle s'insère au contraire dans l'ensemble des transformations du capitalisme contemporain, qui se rapproche d'un fonctionnement « pur » reposant sur la concurrence de capitaux nombreux et s'apparente ainsi à une sorte de « version achevée » du capitalisme pour Husson.

Dans cette perspective, il se pose alors la question de la convergence ou non des différents modèles de capitalisme. En effet pour Morin (2006), le poids croissant des marchés financiers à l'échelle internationale, qui devient largement supérieur au poids de l'économie réelle, tend à écraser les différents types de capitalisme et conduit l'auteur à parler d'un « capitalisme de marchés financiers ». Les modèles qualifiés de « rhénans » par l'auteur vont connaître une transformation rapide de leur logique de gestion. Dans ces modèles, l'allocation du capital reposait sur une étroite relation entre banque et industrie et un bouclage d'une partie du capital des entreprises<sup>33</sup>. Ces deux principes permettaient d'assurer une protection aux dirigeants contre les tentatives de prise de contrôle externe. D'autre part, les circuits de financement et d'allocation de capitaux restaient essentiellement sous le contrôle d'acteurs nationaux particuliers : les banques ou les groupes financiers à dominante bancaire. De ce fait, la propagation des risques était limitée.

Ce modèle va être progressivement remis en question avec la montée en puissance des investisseurs institutionnels, conjuguée à la globalisation des marchés monétaires et financiers, et à la mise en place des pratiques de la « valeur actionnariale » et de la « nouvelle gouvernance »<sup>34</sup>. Dans ce contexte, les banques n'ont pas reculé au profit d'un financement par le marché, mais se sont transformées en grands gestionnaires d'actifs, en développant des activités d'investisseurs institutionnels et en prenant le contrôle d'importants fonds d'investissement. Par conséquent, les principes de la valeur actionnariale se sont diffusés au

---

<sup>32</sup> Husson (2005), p.3

<sup>33</sup> Ce bouclage s'effectue soit à travers des participations intra-groupe (système d'autocontrôle où une ou plusieurs filiales détiennent une partie du capital de la société mère), soit à travers des participations inter-groupes (système de participations croisées, où les banques de l'entreprise étaient souvent impliquées).

<sup>34</sup> Selon Morin, ce modèle a évolué avec la vente à des investisseurs institutionnels des blocs de participations circulaires, par application du principe de la nouvelle gouvernance. En France, cette vente s'est déroulée en 1997 et 1998. L'auteur montre également les transformations qui se sont produites dans le modèle anglo-saxon, bien qu'elles soient d'une ampleur moindre que pour le modèle rhénan.

sein des entreprises européennes. La pression exercée par l'influence des marchés financiers internationaux conduit ainsi à un mouvement de convergence vers un modèle unique de capitalisme.

Cependant, la gestion déléguée et collective qui affecte les grands modèles de capitalisme n'est pas totalement homogène. Elle détient deux composantes (Morin, 2006). La première, souvent qualifiée de « capitalisme patrimonial » dans la littérature, est fondée sur l'influence directe de certains actionnaires, et notamment sous l'influence des investisseurs institutionnels qui adoptent une attitude agressive dans les entreprises où sont placés leurs avoirs. La seconde est entièrement organisée par les signaux des marchés financiers, sous l'influence des investisseurs institutionnels qui recherchent des rendements plus stables dans le temps, à travers notamment des structures de gouvernance efficace. Cette seconde composante apparaît comme une forme plus achevée d'un capitalisme où la logique de financiarisation des entreprises est poussée au maximum et repose sur des mécanismes de marché. Cette seconde composante peut être appelée « capitalisme de marché financier » et elle joue le rôle d'attracteur par rapport aux autres formes moins matures ou avancées.

La notion de « capitalisme de marché financier » développée par Morin a pour objectif de mettre l'accent sur le mode de détention des capitaux qui est devenu prédominant ces dernières années à l'échelle internationale : « *les marchés financiers sont devenus, de fait, les lieux privilégiés d'action et d'expression du rapport actionnarial*<sup>35</sup> ». Les acteurs de ce capitalisme sont les banques internationales<sup>36</sup> et les investisseurs institutionnels qui procèdent par délégation de gestion. Ils peuvent participer à la construction de la stratégie des grandes firmes. Les investisseurs ont pour objectif d'extraire la « survaleur » des entreprises, mais accordent également une place importante à la gestion des risques. C'est pour cela qu'a été imposée la nouvelle gouvernance, afin de réduire l'incertitude dans la formation de leurs anticipations.

---

<sup>35</sup> Morin (2006), p.147.

<sup>36</sup> Les grands groupes bancaires internationaux se situent au cœur de la gestion de la valeur actionnariale de par le contrôle qu'ils exercent sur les investisseurs institutionnels.

Le niveau du taux de rendement imposé par les principes de bonne gouvernance et de valeur actionnariale<sup>37</sup> se trouve à l'origine de la prise de risque de la part des entreprises. La rentabilité économique devient alors commandée par la rentabilité financière, c'est-à-dire par la maximisation du cours boursier et l'accroissement des dividendes distribués. Dans les phases ascendantes du cycle, les entreprises ont tendance à prendre plus de risque et à recourir au financement externe, l'investissement devenant supérieur à leur épargne, elles recourent à l'endettement. Il se produit alors un risque de surinvestissement et le retournement se produit lorsque les charges financières liées au financement externe deviennent trop lourdes c'est-à-dire, lorsque les flux de profit ne peuvent plus couvrir les charges d'intérêts liés à l'endettement. L'analyse de Morin sur la convergence, même relative, des modèles de capitalisme justifie l'utilisation d'un modèle en économie fermée, qui reviendrait alors à analyser des tendances communes à l'ensemble des pays occidentaux<sup>38</sup>. Cependant, l'analyse de Morin met surtout en avant un risque de surinvestissement et ainsi de baisse du taux de profit. Or, nous avons vu que dans le cas de la France, la financiarisation s'accompagnait surtout d'un ralentissement de l'accumulation. Pour cette raison, nous ne nous appuyerons pas pour la suite sur l'analyse macroéconomique de Morin. Par contre, pour certains auteurs marxistes, les prélèvements opérés par la sphère financière ainsi que les possibilités pour les entreprises d'acquérir des actifs financiers vont plutôt conduire à un ralentissement de l'accumulation du capital.

### **3.2.2 Confiscation des ressources par la finance et ralentissement de l'accumulation**

Les analyses marxistes expliquent surtout le ralentissement de l'accumulation du capital par la confiscation des ressources opérées par la sphère financière. Cette dernière engendre une réduction des ressources disponibles pour financer l'investissement. Cette analyse repose donc sur la causalité classique établie entre épargne et investissement, l'épargne précédant ici l'investissement, à l'inverse des théories postkeynésiennes. Deux principaux facteurs expliquent cette réorientation de l'épargne : le déplacement des ressources de l'investissement

---

<sup>37</sup> Le terme de valeur actionnariale désigne pour l'auteur l'extraction d'une valeur au sein des entreprises nettement supérieure au profit considéré comme normal.

<sup>38</sup> L'analyse d'Aglietta et Berrebi (2007) va également dans ce sens, en parlant de déflation salariale à l'échelle internationale.

productif vers l'investissement financier (3.2.2.1) et les prélèvements liés à la rémunération des détenteurs du capital (3.2.2.2). Ces analyses ont par contre été critiquées par les auteurs postkeynésiens notamment (3.2.2.3).

### **3.2.2.1 Une réorientation des ressources de l'investissement productif à l'investissement financier**

Pour Watson (1999), la libéralisation financière a été suivie d'un accroissement des possibilités de réaliser des profits via l'échange d'actifs financiers à court terme. La principale conséquence réside en un accroissement des fonds dirigés vers les marchés financiers et, de ce fait, une tendance à la pénurie du capital dans le secteur productif. La création d'un marché financier hautement libéralisé provoque ainsi une modification dans la préférence pour la liquidité des détenteurs de capitaux. En d'autres termes, la croissance de la nature « sans coût » des transactions financières a offert des incitations suffisantes aux investisseurs pour liquider leurs actifs productifs de long terme afin de les réallouer vers les investissements financiers<sup>39</sup>. Selon Watson, la principale cause de ralentissement de l'investissement se trouve donc être la forte réduction du capital disponible pour le secteur productif suite à son déplacement vers les actifs financiers.

D'autre part, ces nouveaux flux de fonds financiers sont souvent déployés pour spéculer sur les mouvements des taux d'intérêt et des taux de change, ce qui injecte de nouvelles sources d'instabilité à ces taux. Cette instabilité engendre une détérioration de l'incitation à investir et une exacerbation des pénuries de capacité dans le secteur productif.

De même, Clévenot et Mazier (2005) considèrent que le taux de rendement des titres détenus peut exercer un effet négatif sur l'accumulation du capital productif. En d'autres termes, un fort accroissement de la rentabilité financière est susceptible de supporter l'accumulation financière au détriment de l'investissement productif. Selon les estimations économétriques des auteurs, le boom du marché des titres et l'accroissement de la rentabilité financière depuis les années 1980 ont contribué à ralentir l'investissement productif en faveur

---

<sup>39</sup> L'auteur insiste particulièrement sur le développement des marchés de produits dérivés et des *futures*, qui constituent le principal facteur de déstabilisation. Leur essor représenterait la principale source de déplacement du capital productif vers les actifs financiers, les taux de profit étant sur ces marchés particulièrement élevés.

de l'accumulation financière. Il ne s'agit donc pas ici véritablement d'une confiscation des ressources par la finance, mais d'une réorientation des activités des entreprises vers les activités financières, où les profits sont plus importants. De ce fait, les auteurs établissent une fonction de demande de titres de la part des entreprises, qui dépend en partie du taux de rendement des actifs financiers. Il existe donc dans ces analyses un arbitrage entre investissements productif et financier de la part des investisseurs ou des entreprises, qui tend à réduire l'accumulation du capital productif.

### 3.2.2.2 Du financement de l'accumulation à la rémunération du capital

Duménil et Lévy (2006) analysent quant à eux le recul de l'investissement en relation avec le déplacement des ressources disponibles du financement de l'investissement vers la rémunération des détenteurs de capital. Pour ces auteurs, le versement accru des dividendes et des intérêts réduit les ressources internes disponibles pour financer l'investissement : « *le taux d'accumulation varie comme le taux de profit retenu, à peu d'exceptions près. La chute du second entraîna celle du premier*<sup>40</sup> ». Il ne s'agit donc pas tant d'un déplacement du capital disponible vers les marchés financiers et l'achat d'actifs spéculatifs que d'une réduction des ressources des entreprises suite à leur ponction par les détenteurs de capitaux. De même pour Morin (2006), la taille de la sphère financière internationale se traduit par des prélèvements excessifs exercés sur la sphère réelle. Pour l'auteur, la tendance des taux swaps à s'imposer comme taux de référence, alors qu'ils sont contrôlés par les grandes banques internationales, est en effet source de coûts croissants pour l'économie réelle<sup>41</sup>.

L'analyse de Van Treeck (2007a et b) se situe quant à elle en partie dans le prolongement de celle de Duménil et Lévy. Cependant, l'auteur mobilise ici un modèle d'inspiration kaleckienne. Dans ce modèle, l'accroissement du versement de dividendes sous la pression des actionnaires représente la cause du ralentissement de l'accumulation dans les pays connaissant une tendance à la financiarisation. Cet effet négatif s'explique par la réduction des profits retenus par les entreprises. Par ailleurs, cet accroissement des dividendes versés explique également pour l'auteur le relâchement du lien entre taux de profit et taux

---

<sup>40</sup> Duménil et Lévy (2006), p.22.

<sup>41</sup> De plus pour l'auteur, l'ampleur des gains spéculatifs liés au fonctionnement des marchés de produits dérivés représente également un coût croissant pour l'économie réelle.

d'accumulation observé dans ces pays<sup>42</sup>. La consommation des dividendes joue alors un rôle central pour expliquer le relâchement des liens entre taux de profit et taux d'accumulation, ce que nous verrons dans les chapitres suivants.

### 3.2.2.3 Les critiques postkeynésiennes

Plusieurs critiques peuvent être adressées à ces analyses. Le versement des dividendes n'influe que sur la trésorerie des entreprises, comme le démontre Cordonnier (2006). L'augmentation des dividendes s'accompagne en effet d'un redressement des profits avant leur versement, ce qui n'exerce donc pas d'impact sur la capacité de financement des entreprises. Les dividendes ne sont dans ces analyses considérés que comme un coût et non pas comme une source de débouchés liés à leur consommation, ce qui constitue une limite importante dans le cadre d'une analyse de long terme. De plus, en cas de ressources insuffisantes, les entreprises ont toujours la possibilité d'emprunter auprès des banques. Nous avons également vu dans le deuxième chapitre que les charges financières des entreprises, c'est-à-dire les intérêts et dividendes nets versés, ne suivaient pas une réelle tendance croissante au cours des années 1990 et 2000.

Dans l'analyse de Clévenot et Mazier, les effets de la financiarisation sur la répartition des revenus et donc la demande ne sont par exemple pas analysés. Les effets de la financiarisation sur l'investissement ne sont vus qu'au travers de l'arbitrage pouvant exister entre investissement productif et financier. De même Duménil et Lévy n'analysent pas les effets à long terme de la distribution des dividendes sur le taux d'utilisation des capacités productives ou le taux d'accumulation, mais ne perçoivent les dividendes que comme un coût réduisant le taux de profit. Dans une perspective keynésienne, insiste Cordonnier, les profits ne représentent pas le moteur de l'investissement mais représentent au contraire son résultat comptable. La financiarisation agit donc dans cette perspective par un autre canal que celui de la réduction des ressources disponibles. Pour certains auteurs marxistes et notamment Husson (2005), la distribution des dividendes n'apparaît que comme un moyen de solder les comptes des entreprises lorsque l'investissement est faible. L'existence d'une norme de rentabilité très élevée dans les régimes financiarisés tend à dévaloriser les projets d'investissement. Ce ne

---

<sup>42</sup> Le taux de profit tend à s'accroître, ou du moins à se maintenir, alors que le taux d'accumulation diminue.

sont donc pas les dividendes versés qui viennent ralentir l'investissement mais les nouvelles exigences de rentabilité imposées aux entreprises. La principale conséquence de ces exigences accrues porte sur la sélectivité croissante des projets d'investissement.

Bien que les auteurs marxistes aient analysé l'impact dépressif de la financiarisation sur l'accumulation, nous ne retiendrons pas leurs conclusions concernant les facteurs de ce ralentissement. Par contre, nous retenons pour la suite la place centrale accordée aux conflits sociaux et à l'influence des acteurs financiers dans l'explication des dynamiques institutionnelles et de répartition. Ces éléments devront donc être pris en compte afin d'étudier l'impact de la financiarisation sur la répartition. La théorie régulationniste est celle qui a le plus approfondi l'analyse de l'influence des institutions sur les comportements macroéconomiques, et notamment celle de la financiarisation sur l'accumulation et la répartition. Notre démarche s'inscrit dans ce cadre.

#### **4 De la crise du fordisme à la financiarisation : le débat régulationniste autour de la hiérarchie institutionnelle et des effets induits de la financiarisation**

Les auteurs régulationnistes ne s'accordent pas tous sur les facteurs ayant abouti à la financiarisation. Ces divergences remontent aux analyses sur le mode de fonctionnement du régime fordiste. Alors que pour Boyer, par exemple, le rapport salarial constitue l'institution centrale d'un tel régime, et sa crise le principal facteur de sortie du régime fordiste, Aglietta nuance cette position en insistant sur l'importance des institutions financières et monétaires (4.1). Les débats sur les aménagements endogènes du rapport salarial comme moyen de sortie de la crise du fordisme illustrent ce caractère central donné au rapport salarial par certains auteurs régulationnistes. Ces analyses reposent également sur un certain déterminisme technologique, qui conduit à apporter une faible attention au rôle de l'Etat et aux décisions politiques. Cependant, les évolutions du capitalisme contemporain vont conduire les auteurs régulationnistes, notamment Boyer, à faire évoluer leur position. Une partie de la théorie régulationniste s'oriente alors vers l'analyse des évolutions de la hiérarchie institutionnelle<sup>43</sup>,

---

<sup>43</sup> La hiérarchie institutionnelle est, selon une première définition, « une configuration dans laquelle, lors d'une période donnée et pour une société donnée, certaines formes institutionnelles imposent leur logique à

les institutions financières occupant dorénavant, dans le régime financiarisé, une place centrale, au lieu du rapport salarial précédemment. La majorité des auteurs régulationnistes s'accordent aujourd'hui sur le caractère financiarisé du régime d'accumulation, ce qui a conduit à de nombreuses recherches sur les effets induits de la financiarisation, à la fois sur le montant de l'investissement et sur le rapport salarial (4.2).

#### **4.1 De la place centrale du rapport salarial à celle des institutions financières : les débats autour des facteurs de la financiarisation**

Comme le souligne Rebérioux (2004), les analyses régulationnistes s'articulent autour d'une méthodologie commune : la compréhension des dynamiques institutionnelles passe par l'identification d'une forme institutionnelle dominante qui canalise et structure le changement. L'analyse a ainsi pour objectif d'identifier quelle est la forme institutionnelle dominante et quels sont les changements qui l'affectent, puis l'impact de ces transformations sur les autres formes institutionnelles.

Au début des années 1980, une partie des analyses d'auteurs régulationnistes se centrent sur l'étude de la crise du fordisme et les possibles aménagements pouvant être apportés au rapport salarial. La crise de la fin des années 1970 est avant tout analysée en effet comme une crise du rapport salarial, liée pour une large mesure à des facteurs technologiques. Cette focalisation sur le rapport salarial provient de l'analyse même du fordisme, régime qui repose, pour des auteurs comme Boyer, sur la configuration particulière de ce rapport (4.1.1). Cependant, des auteurs comme Aglietta et Billaudot nuancent la position de Boyer en insistant sur l'importance de la configuration des institutions monétaires dans l'explication du fonctionnement du fordisme puis de son entrée en crise (4.1.2). Bien que la transformation des institutions financières ne soit pas abordée en tant que telle, ces auteurs ont mis l'accent sur le rôle central des facteurs monétaires dans l'explication de la croissance puis des crises, se rapprochant ainsi des analyses postkeynésiennes. Au cours des années 1980 et 1990, devant l'entrée en crise du modèle japonais et les transformations institutionnelles que

---

*l'ensemble de l'architecture institutionnelle, et donnent sa tonalité dominante au mode de régulation. ». Selon une seconde approche, « la transformation d'une forme institutionnelle par l'ampleur et l'intensité de ses répercussions pilote l'évolution d'une ou plusieurs autres formes institutionnelles ». (Boyer et Saillard, 2002, p.563).*

connaissent certains pays occidentaux, l'analyse régulationniste évolue afin d'intégrer la financiarisation et expliquer le passage du capitalisme managérial au capitalisme actionnarial. De la primauté du rapport salarial, l'analyse se recentre sur l'inversion de la hiérarchie institutionnelle. D'une place secondaire occupée au sein du régime fordiste, les institutions financières et monétaires seraient devenues premières dans le nouveau régime d'accumulation (4.1.3). Il se pose alors la question de l'influence de ces transformations, principalement anglo-saxonnes dans un premier temps, sur les modèles nationaux de capitalisme (4.1.4).

#### **4.1.1 Rôle premier du rapport salarial et focalisation sur la crise du fordisme : une financiarisation non perçue à l'origine**

Nous présenterons rapidement les analyses sur la crise du rapport salarial (4.1.1.1) puis sur ces aménagements (4.1.1.2) car la place centrale accordée à ce rapport ne nous semble pas permettre de saisir les transformations institutionnelles en cours et leurs conséquences, même si certains éléments méritent d'être présentés et seront utilisés par la suite.

##### **4.1.1.1 De l'explication de la croissance fordiste à celle de sa crise : le rôle central du rapport salarial**

La prise en compte tardive de la financiarisation dans une grande partie des analyses régulationnistes provient principalement de l'accent mis sur la place première du rapport salarial. Celui-ci se situe en effet pour de nombreux auteurs régulationnistes au centre de l'explication de la croissance du régime fordiste. Dans cette perspective, c'est alors sa crise qui est responsable de la fin de ce régime.

Le rapport salarial peut être défini comme « *une relation entre deux personnes, le salarié et l'employeur, médiatisée par deux choses, l'argent et le procès de travail (où va s'inscrire le salarié)* »<sup>44</sup>. Le rapport salarial représente « *un rapport d'autonomie au regard de l'argent et de subordination au regard du procès de travail* » et donc un rapport de subordination, où « *l'employeur s'approprie les conditions de mise au travail et le produit du travail du*

---

<sup>44</sup> Billaudot B. (1987), p.81.

*salarié*<sup>45</sup> ». Il caractérise le type d'appropriation du surplus dans le mode de production capitaliste ainsi que l'ensemble des conditions de rémunération et d'usage de la force de travail. Il existe diverses formes spécifiques du rapport salarial, qui dépendent de la définition de ces composantes<sup>46</sup>.

La période de croissance du régime qualifié de fordiste par les auteurs régulationnistes<sup>47</sup> repose ainsi pour une partie d'entre eux sur une configuration spécifique du rapport salarial<sup>48</sup>. Cette dernière s'est établie à partir d'un compromis social particulier entre les salariés et les gestionnaires des entreprises. Les différentes parties en présence conduisent en effet à l'affrontement d'au moins deux logiques. Pour reprendre les propos de E. Maire cités par B. Billaudot, « *dans l'entreprise deux logiques sont en présence : celle du chef d'entreprise visant nécessairement un résultat financier assurant la survie de l'entreprise et sa capacité d'investissement et celle des salariés portant d'abord sur l'amélioration de la condition salariale et de la gestion du travail*<sup>49</sup> ». L'entreprise représente donc à la fois le lieu d'une coopération à une même activité et celui d'un conflit d'intérêt. Elle est le lieu de la création par le salariat du surplus économique, qui est « *validé lors du saut périlleux de la marchandise dans le cadre du rapport marchand et anté-validé dans le rapport financier*<sup>50</sup> ». L'existence d'un compromis entre ces logiques qui apparaissent antagoniques est nécessaire à la stabilité du régime d'accumulation. Cette hypothèse nous semble essentielle pour comprendre la stabilité des régimes de croissance et leurs évolutions.

Pour Boyer (1986 et 2004b) et Aglietta (1997), la formation d'une nouvelle norme sociale de consommation et l'institutionnalisation de la lutte des classes sous la forme de la négociation collective<sup>51</sup>, principale forme institutionnelle<sup>52</sup> de ce mode de régulation

---

<sup>45</sup> *Ibid* p.82.

<sup>46</sup> Ces composantes sont : le mode d'organisation du travail, la hiérarchie des qualifications, le type de mobilité de la main d'œuvre (interne ou externe, la hiérarchie des qualifications, le mode de formation des salaires et le mode d'utilisation du revenu salarial (les normes de consommation).

<sup>47</sup> Pour une présentation détaillée de ce régime voir Boyer (1986) et Aglietta (1997).

<sup>48</sup> Celle-ci se combinait avec un mode de concurrence oligopolistique et un régime monétaire fondé sur le crédit.

<sup>49</sup> CFDT (1985), Rapport général de E.Maire au 40<sup>e</sup> congrès de la CFDT, *Syndicalisme hebdo*, juin, cité par Billaudot B. (1987), p.95.

<sup>50</sup> Hoang-Ngoc L. (2002), p.1276.

<sup>51</sup> Les revendications se concentrent ainsi sur le pouvoir d'achat et il s'instaure un compromis entre les gestionnaires et les salariés. Les gestionnaires choisissent les méthodes de production et les salariés reçoivent une partie des gains de productivité sous formes de hausse de salaire. C'est donc à propos des augmentations de salaire nominal que se situent les conflits du travail.

(Aglietta, 1998), ont conduit à des transformations majeures du procès de travail. La distribution des gains de productivité sous forme de hausses salariales constitue le moteur du développement de la consommation de masse, qui fournit les débouchés nécessaires à la production banalisée et ainsi à l'industrie des biens d'équipement<sup>53</sup>. La norme de consommation, qui repose essentiellement sur la consommation salariale, se situe donc en adéquation avec la norme de production.

L'entrée en crise du rapport salarial va ainsi expliquer pour ces auteurs la crise du régime fordiste : son mode de production va s'essouffler en concomitance avec une évolution des modes de consommation. Dans cette perspective, le ralentissement des gains de productivité occupe une place centrale dans l'explication de la crise. Plusieurs facteurs sont avancés pour expliquer ce ralentissement (Plihon 2003). La première explication regroupe les facteurs technologiques, liés à l'essoufflement des méthodes tayloriennes d'organisation du travail, alors que la seconde repose sur des facteurs sociaux.

L'accroissement des revenus s'accompagne d'une demande de différenciation des produits qui s'avère peu adaptée au mode de production fordiste<sup>54</sup>. Les gains de productivité ont alors tendance à ralentir et les possibilités de production de masse se trouvent de plus en plus compromises. Pour Boyer (2004b), ce ralentissement était suffisant pour engendrer une crise endogène du régime.

Le second facteur de crise, qui résulte en partie du ralentissement des gains de productivité, repose sur la montée des conflits distributifs. Ce ralentissement accroît *ex post* l'indexation en créant un décalage par rapport aux anticipations sur lesquelles les conventions collectives reposaient. Il en résulte une accélération de l'inflation qui peut déstabiliser le système monétaire et financier en érodant à la fois la valeur des dettes et la richesse financière (Boyer, 2004b). Pour Aglietta (1997), l'accumulation des tensions inflationnistes non résorbées a

---

<sup>52</sup> Par forme institutionnelle nous entendons « la codification d'un ou plusieurs rapports sociaux fondamentaux » (Boyer et Saillard, 2002, p.562).

<sup>53</sup> L'accumulation est intensive, aut centrée et tirée par la consommation interne.

<sup>54</sup> De plus, des limites internes existent à la baisse des temps morts : les déséquilibres de la chaîne de production, les limites psychophysiologiques à l'intensification du travail et l'effacement de la perception du lien entre rendement collectif des forces de travail et dépense d'énergie individuelle des ouvriers suite à la collectivisation du travail par la chaîne de production. Il se crée donc des problèmes d'intéressement des salariés et de stabilisation du climat social. Voir, pour une présentation détaillée, Aglietta (1997) et Colletis (2004).

provoqué la crise du régime de croissance. La réduction de la part des profits<sup>55</sup> provoque pour ces auteurs un ralentissement de l'investissement. La répartition des revenus se situe donc au centre de l'explication de la crise. Cette relation positive entre part des profits et investissement s'oppose aux conclusions des modèles kaleckiens, mais correspond à la configuration *profit-led* du modèle de Bhaduri-Marglin (1990)<sup>56</sup>. Pour les auteurs régulationnistes, la place première accordée au rapport salarial découle en grande partie de l'importance donnée aux questions de répartition. En effet, c'est au sein du rapport salarial, par les modes de détermination des salaires, que se décide, pour eux, la répartition des revenus.

L'exemple du régime fordiste montre ainsi que la structure institutionnelle est issue d'un équilibre politique. Cet équilibre reflète le compromis atteint entre les différents groupes sociopolitiques (Amable, 2005). Les gestionnaires, ou managers, occupent en effet une place ambiguë et importante. Ils effectuent un arbitrage entre les intérêts des épargnants et investisseurs d'un côté et ceux des salariés de l'autre (Amable, 2005). En fonction de leur préférence pour l'un de ces deux groupes, la coalition dominante diffère. Or, la coalition la plus forte exerce une influence déterminante sur la structure institutionnelle et ses évolutions. Nous reprendrons cette idée par la suite. L'exemple du régime fordiste montre ainsi qu'un régime d'accumulation ne peut converger vers un équilibre que si les institutions sont cohérentes les unes envers les autres<sup>57</sup> : « *la complémentarité institutionnelle<sup>58</sup> est présente quand l'existence ou la forme particulière prise par une institution dans un domaine renforce la présence, le fonctionnement ou l'efficacité d'une autre institution dans un autre domaine<sup>59</sup>* ».

---

<sup>55</sup> L'institutionnalisation du rapport salarial, avec le développement de la protection sociale, notamment financée par des cotisations sociales, et l'essor du salariat, déplace le partage des revenus en faveur des salaires après 1973.

<sup>56</sup> Nous développerons précisément dans le chapitre suivant les interactions existant entre répartition et croissance économique, à partir des modèles postkeynésiens.

<sup>57</sup> La période de croissance fordiste reposait sur la complémentarité et le renforcement mutuel entre institutionnalisation de la relation salariale, extension de la couverture sociale et gouvernement d'entreprise fondé sur l'alliance entre gestionnaires et salariés.

<sup>58</sup> La complémentarité institutionnelle renvoie à une configuration dans laquelle la viabilité d'une forme institutionnelle est fortement ou complètement conditionnée par l'existence d'une ou plusieurs autres, de sorte que leur conjonction présente une plus grande résilience et de meilleures performances par rapport à des configurations alternatives résultats d'agencements différents (Amable *et alii*, 2001).

<sup>59</sup> Amable (2005), p.83.

La crise du fordisme constitue donc pour les auteurs régulationnistes une crise de l'offre, terme repris explicitement par Leborgne et Lipietz (1991). Les auteurs régulationnistes ayant placé le rapport salarial au centre de l'explication du fonctionnement puis de la crise du régime fordiste, c'est donc sur les évolutions de celui-ci que se sont centrées une grande partie de leurs études cherchant une sortie à cette crise. Il a alors été question des possibles aménagements pouvant être apportés au rapport salarial fordiste, leurs analyses demeurant dans le cadre d'une économie managériale. En d'autres termes, une partie des auteurs régulationnistes ne semblent pas avoir perçu dans un premier temps les transformations qui touchaient les institutions financières, notamment du fait de la place première accordée au rapport salarial dans l'analyse.

#### **4.1.1.2 Les débats autour des aménagements du rapport salarial : une financiarisation non perçue au début des années 1980**

La crise du fordisme incite une partie des auteurs régulationnistes à chercher des solutions dans l'adaptation du rapport salarial, avec notamment une analyse des formes de flexibilité, offensive et défensive (Boyer, 1986). En d'autres termes, le mode d'organisation du travail, le mode de formation des salaires, le type de protection sociale et le type de contrat de travail seraient devenus incompatibles avec le nouveau régime de demande. La crise du rapport salarial a ainsi conduit les auteurs régulationnistes à s'intéresser au modèle japonais<sup>60</sup>, dans lequel ils ont pensé déceler une solution à la crise du fordisme.

Dans ces analyses, le rapport salarial constitue donc toujours le pilier autour duquel s'articule la réponse à la baisse de la rentabilité du capital, jugée responsable du recul de l'investissement. D'un point de vue normatif, les changements prescrits par les auteurs régulationnistes s'inscrivent donc dans la perspective d'un aménagement endogène du fordisme et non pas dans celle d'un changement structurel, les modèles de capitalisme étudiés ne constituant que des variantes du capitalisme managérial (Hoang-Ngoc et Tinel, 2006). Les institutions financières et monétaires, et les transformations qu'elles subissent, ne sont en effet pas présentes dans ces analyses, ce qui nous a conduite à les laisser de côté. Il est alors

---

<sup>60</sup> Pour une présentation détaillée de cette orientation et du modèle de flexibilité offensive voir Boyer et Orléan (1991), Boyer (2001) et Coriat (1991).

possible d'évoquer une certaine surdétermination du rapport salarial chez ces auteurs, ainsi qu'une place trop importante accordée aux facteurs techniques, sur lesquels nous reviendrons précisément dans la section suivante<sup>61</sup>. Ces analyses ont toutefois pour intérêt d'insister sur l'importance de la répartition des revenus, même si nous contesterons sa détermination uniquement au sein du rapport salarial et l'explication de la « crise » du fordisme par un déplacement de la répartition en défaveur des profits.

En d'autres termes, le processus de financiarisation qui débute à partir du milieu des années 1980, comme nous l'avons vu dans les chapitres précédents, n'est pas perçu à l'origine par les auteurs régulationnistes, comme le prouve les débats de l'époque sur les aménagements possibles du rapport salarial. La crise japonaise des années 1990 a cependant remis en question la recherche d'un modèle postfordiste. Parallèlement, le succès du modèle américain jusqu'à la fin des années 1990 a conduit certains auteurs à se centrer sur l'étude du régime d'accumulation des Etats-Unis (Aglietta, 1998).

#### **4.1.2 Mais une approche nuancée : le rôle important des institutions monétaires et financières dans l'explication de la croissance fordiste et de la financiarisation**

La place première accordée au rapport salarial dans la hiérarchie institutionnelle par une partie des auteurs régulationnistes occulte le rôle joué par les institutions financières et monétaires, aussi bien en tant que facteurs qui ont poussé aux réformes que dans le fonctionnement du régime fordiste. Une partie de ces analyses<sup>62</sup> a cependant montré que les institutions financières et monétaires occupaient une place importante dans la détermination du fonctionnement du régime économique, y compris dans le régime fordiste (4.1.2.1). A partir de là, les transformations en cours depuis la crise du fordisme trouveraient leur origine dans les évolutions de ces institutions, ce que cherchent à démontrer Billaudot ou Hoang-Ngoc (2002) entre autres (4.1.2.2). Cette section aboutira à retenir la place première de ces

---

<sup>61</sup> En effet, la crise du rapport salarial et le ralentissement des gains de productivité proviennent en grande partie d'une inadaptation des méthodes de production aux évolutions de la demande pour les auteurs régulationnistes.

<sup>62</sup> Voir Aglietta (1998) et Billaudot (1987) par exemple.

institutions et la nécessité de les placer au centre du modèle que nous élaborerons dans le cinquième chapitre.

#### **4.1.2.1 Les nuances apportées à la place centrale du rapport salarial dans l'explication du régime fordiste et de sa crise**

Bien qu'ils ne soient pas tous régulationnistes, Aglietta (1998), Gréau<sup>63</sup> (1998), Stockhammer (2005) et Doré<sup>64</sup> (2002) ont en commun d'avoir placé au centre de l'analyse des dynamiques macroéconomiques les institutions financières et monétaires, ou du moins de leur avoir accordé une place importante.

Aglietta (1998) par exemple représente l'un des premiers auteurs régulationnistes à placer au centre de l'analyse les institutions financières et monétaires. Bien que le rapport salarial demeure central dans le fonctionnement du régime fordiste, Aglietta insiste cependant sur le rôle joué par le système de crédit dans la dynamique de croissance, alors que ce n'est pas le cas dans l'analyse de Boyer. Pour Aglietta, le système de crédit administré représente ainsi la seconde institution centrale du fordisme (la première étant la négociation salariale), en assurant un soutien à la consommation et à l'investissement.

Dans cette perspective, la finance représente pour Aglietta (1997) une médiation essentielle pour l'accumulation du capital et recouvre trois principales fonctions<sup>65</sup>. Le type d'interdépendance entre ces fonctions définit le régime financier au sein de la régulation macroéconomique. Dans le régime fordiste, les marchés financiers étaient soit inexistantes soit subordonnés et périphériques et les contrôles de mouvements de capitaux ont permis l'instauration d'un régime autocentré sur base nationale (Aglietta, 1998). Par rapport à Aglietta, l'originalité de Gréau (1998) se situe dans l'interprétation de la croissance des Trente Glorieuses. Pour l'auteur, le capitalisme des Trente Glorieuses était un capitalisme monétaire, où la croissance reposait sur la politique monétaire de la banque centrale et non

---

<sup>63</sup> Pour Gréau, la monnaie fiduciaire et le crédit, alliés à la politique monétaire, constituent le cœur des économies capitalistes et leur configuration explique la croissance puis la crise du régime d'après-guerre.

<sup>64</sup> Doré étudie l'économie japonaise, dans une perspective institutionnaliste, pour montrer l'importance des institutions financières et monétaires dans la mise en place d'un certain type de régime économique.

<sup>65</sup> Elle assure la production et la circulation des informations, l'évaluation des actifs financiers et la surveillance et le contrôle de l'utilisation des ressources d'épargne.

pas sur les dépenses publiques. En effet pour Gréau, les dépenses publiques ne font qu'accompagner la croissance et détiennent même un caractère improductif<sup>66</sup>. La croissance reposait alors sur le financement par emprunt dans un contexte de politique monétaire accommodante qui assurait des crédits abondants et à taux faibles.

D'autre part, la configuration des institutions financières et monétaires détermine les conditions de valorisation de l'investissement. Pour Amable (2005) par exemple, la participation active des intermédiaires financiers au contrôle des sociétés et à l'élaboration de leur stratégie diminue l'incertitude et permet la réalisation de stratégies d'investissement à long terme en fournissant du « capital patient », stabilisant l'entreprise et facilitant l'élaboration de compromis sociaux et de relations du travail coopératives. De même pour Dore (2002), dans le cas du Japon, la présence d'actionnaires stables mutuels prévenait des prises de contrôle hostiles, ce qui permettait aux entreprises de ne pas subir trop fortement la contrainte de création de valeur actionnariale comme objectif de gestion<sup>67</sup>. Par ailleurs, pour Stockhammer (2005), l'existence de lois qui isolaient le secteur réel<sup>68</sup> du secteur financier limitait au cours de la période fordiste l'influence des marchés financiers. De plus, les taux d'intérêt étaient stables et un plafond était fixé, ce qui permettait aux entreprises d'investir avec un horizon long, d'autant plus qu'elles pouvaient anticiper avec une quasi-certitude l'expansion de la consommation. Par conséquent, le caractère peu coûteux des ressources financières disponibles pour l'investissement limitait le pouvoir des actionnaires. Dans ce contexte, « *les entreprises sélectionnent les meilleures possibilités de financement pour soutenir l'investissement et non l'inverse (sélection des investissements pour un objectif de rentabilité financière donné)* »<sup>69</sup>.

Cette sous-section a donc permis de montrer que la croissance repose en grande partie sur les modalités de financement, qui conditionnent la valorisation de l'investissement.

---

<sup>66</sup> Les politiques de relance budgétaire de type keynésien sont fortement critiquées par l'auteur, notamment du fait des prélèvements qu'elles engendrent sur les entreprises, alors que la politique monétaire est décisive pour l'investissement. Bien que nous rejoignons Gréau quant au rôle des institutions monétaires, nous rejetons les critiques adressées aux politiques keynésiennes, ce que nous verrons particulièrement dans le dernier chapitre.

<sup>67</sup> Le système de participations croisées fournissait aux entreprises un actionnariat plus stable.

<sup>68</sup> Ces lois s'accompagnaient d'une forte régulation des transactions financières et des flux de capitaux.

<sup>69</sup> Colletis G. (2004), p.4.

#### **4.1.2.2 Les transformations des institutions financières et monétaires comme facteur de la financiarisation**

Les analyses précédentes ont abouti à accorder une place centrale aux institutions financières et monétaires. Par conséquent, leurs évolutions expliquent le processus de financiarisation. Ainsi, pour Aglietta et Berrebi (2007), la libéralisation financière constitue le principal facteur de la propagation de la valeur actionnariale entre les pays. Au-delà de l'interdépendance croissante entre les marchés, l'ouverture de la propriété du capital à des entités financières est le second vecteur de cette norme sociale pour les auteurs. Les transformations des institutions financières sont donc placées au centre de l'explication du processus de financiarisation. La pénétration massive des investisseurs institutionnels anglo-saxons et l'alignement des investisseurs européens sur les normes de gouvernance anglo-saxonnes ont généralisé l'impératif de la valeur actionnariale en Europe continentale. Cette évolution s'est d'abord faite en France, où les investisseurs institutionnels anglo-saxons ont pénétré dès le milieu des années 1990, lorsque le changement de stratégie d'AXA a fait éclater les noyaux durs.

En outre, le processus de financiarisation provient également du rôle joué par le financement de la dette publique (Aglietta, 1998). Les besoins de financement des secteurs publics ont conduit à l'essor des marchés financiers. Les analyses régulationnistes rejoignent sur ce point celle de Gréau (1998). Cependant, le raisonnement de Gréau repose sur une conception de l'inflation proche de celle des monétaristes, où l'inflation est d'origine monétaire. Ainsi, selon ce dernier, la recherche de financement non inflationniste a amené le secteur public à recourir à un financement par émission d'obligations. Ce ne sont donc pas les besoins de financement des entreprises qui ont conduit à l'essor des marchés financiers. La substitution des Etats aux entreprises comme principaux demandeurs de fonds explique en partie pour Gréau le détachement qui existe entre la finance et la production, le risque d'entreprise, et ainsi la puissance acquise par les marchés financiers. Ces analyses ont pour principal intérêt de montrer que la financiarisation n'est pas liée à un besoin de financement des entreprises. Par conséquent, le financement par émission de titres ne s'accompagne pas forcément d'un effet positif sur l'accumulation, au contraire. Cette hypothèse occupera une place centrale par la suite.

#### **4.1.2.2.1 Le rôle premier du rapport financier**

Les évolutions du rapport monétaire et financier ont provoqué une redéfinition des modes de gestion des entreprises afin de s'adapter aux nouvelles exigences de rentabilité. Le rapport financier représente « *un rapport entre deux personnes, le prêteur et l'emprunteur, médiatisé par deux choses, l'argent et l'opération financée que met en œuvre l'emprunteur*<sup>70</sup> ». Il définit la contrainte financière imposée aux entreprises et leur mode de financement (par recours au système bancaire ou aux marchés financiers par exemple). Le rapport financier dure tant que l'argent reste à la disposition de l'emprunteur.

Billaudot met en avant le rôle premier du rapport financier par rapport aux autres rapports sociaux : « *il est premier, en ce sens que l'employeur, celui qui va diriger l'entreprise, ne passe le rapport salarial qu'après avoir acquis sa capacité d'employeur par le rapport financier qu'il a noué avec d'autres*<sup>71</sup> ». Le rapport monétaire et financier rend possibles les avances nécessaires à la mise en œuvre des projets d'investissement et définit la contrainte de valorisation de ces avances en capital (Hoang-Ngoc et Tinel, 2005). La diffusion à l'échelle macroéconomique d'un modèle particulier de contrainte financière, et donc d'un certain type d'entreprises, engendre un régime d'accumulation particulier qui induit à son tour un type donné de rapport salarial. Ce dernier est donc dans ce cadre induit par le mode de financement des projets marchands.

#### **4.1.2.2.2 Evolution du rapport financier et financiarisation**

Les évolutions des institutions financières et monétaires se situent dans cette perspective au centre de l'explication du changement de régime d'accumulation. Deux types de changements institutionnels peuvent être distingués (Hoang-Ngoc, 2002). Le régime d'accumulation peut évoluer de manière endogène ou il peut se produire un changement de régime d'accumulation. Dans le premier cas, « *la construction de normes s'opère dans le cadre du mode d'organisation dominant, compte tenu de la contrainte financière qui lui est associée* »<sup>72</sup>. Le

---

<sup>70</sup> Billaudot B. (1987), p.84

<sup>71</sup> *Ibid*, p.85

<sup>72</sup> Hoang-Ngoc L. (2002)

rapport salarial découlerait de manière endogène du régime d'accumulation en vigueur en fonction de la définition du rapport financier. Cependant, ce caractère endogène serait relatif, du fait de la forte indétermination liée au contexte d'incertitude et aux rapports de forces exogènes issus de la confrontation sociale. Dans le second cas, il s'agit d'une « *transformation structurelle*<sup>73</sup> » des institutions induisant un changement de régime d'accumulation. La transformation des normes définissant le rapport financier provoquerait une mutation des modes d'organisation de la production qui se répercuterait à son tour sur le rapport salarial.

Dans le cadre développé par ces analyses, la crise du rapport salarial ne constitue donc pas le principal facteur expliquant la mise en place des réformes conduisant à la financiarisation. Dans cette perspective, les transformations du capitalisme contemporain trouvent leur origine pour certains auteurs dans un changement structurel, situé au niveau du rapport monétaire et financier (Hoang-Ngoc et Tinel, 2005). Suite à la rupture des compromis sociaux et à l'inflation de la fin des années 1970, les détenteurs du capital ont inversé le rapport de force en leur faveur et ainsi institué un changement de norme concernant le contrôle résiduel. Il en résulte une recomposition du rapport salarial et du rapport marchand. La crise du rapport salarial n'explique donc pas la fin du régime fordiste pour ces auteurs. Les tensions se situent plutôt au niveau de la répartition des revenus. Le plein-emploi de la fin des années 1960 contribua à la montée des revendications salariales. L'amplification du conflit distributif produisit une accélération de l'inflation, renforcée par les chocs pétroliers. L'inflation est donc considérée ici comme d'origine structurelle et non pas monétaire, ce qui rejoint les analyses postkeynésiennes selon lesquelles l'inflation provient des coûts, salariaux comme des matières premières importées par exemple (Kaldor, 1985, Kalecki, 1990, Hoang-Ngoc, 2007). Les détenteurs de capital ont vu leur revenu diminuer à la suite du processus inflationniste, ainsi qu'à la baisse des profits, les dévaluations compétitives et la socialisation croissante du revenu national. Pour les auteurs, le conflit distributif qui marqua la fin du régime fordiste se solda par les pressions exercées par le capital financier pour transformer le rapport monétaire. Leur objectif était d'imposer de nouvelles normes de rentabilité et de gestion induisant une adaptation endogène du rapport salarial.

---

<sup>73</sup> *Ibid*, p.1285.

#### 4.1.2.2.3 Le changement du régime « macrofinancier »

Plihon est certainement l'auteur régulationniste qui a le plus insisté sur l'importance des transformations des institutions monétaires et financières. Pour Plihon (2000) en effet, le changement de régime « macrofinancier » au début des années 1980 se situe à l'origine des mutations économiques et financières observées en Europe. Ce régime passe d'un régime d'endettement à un régime de fonds propres<sup>74</sup>. L'une des principales conséquences de ce changement est la modification des relations entre les trois principaux partenaires des entreprises (actionnaires, dirigeants, salariés) au profit des actionnaires. Le nouveau régime de fonds propres s'accompagne donc d'une remise en cause de l'entreprise type du modèle fordiste pour un nouveau modèle, appelé *shareholder* où la priorité est donnée aux intérêts des actionnaires et à la rentabilité des fonds propres de l'entreprise. L'intégration des marchés financiers se situe donc au cœur des transformations en cours, tout comme les évolutions technologiques (Plihon, 2002). La dominante financière de ce régime, qui coexiste avec une dimension technologique, repose sur trois éléments fondateurs. Il s'agit des innovations financières et de l'accroissement de la liquidité des actifs financiers, de l'approfondissement de la mutualisation des risques financiers et d'apparition de bulles spéculatives, et, pour finir, du nouveau pouvoir des actionnaires reposant sur la concentration des actions dans les mains des investisseurs institutionnels et de la diffusion des règles de gouvernance anglo-saxonnes<sup>75</sup>. Certains éléments développés par Plihon sont centraux dans l'analyse que nous mènerons par la suite. Il s'agit principalement du rôle central accordé aux actionnaires dans la définition des objectifs des entreprises.

Il ressort cependant de l'analyse de Plihon, comme de celle de Boyer mais dans une moindre mesure, une place importante accordée au déterminisme technique. En effet, le développement des marchés financiers provient en partie pour les auteurs régulationnistes du développement des nouvelles technologies et en partie du résultat de choix politiques issus de la confrontation sociale. Pour Plihon (2003), Petit (1998) ou Aglietta (1998) notamment, les innovations technologiques constituent effectivement un des moteurs des transformations du

---

<sup>74</sup> C'est-à-dire où les entreprises se financent de plus en plus par recours à leurs fonds propres.

<sup>75</sup> Le régime de croissance qui s'instaure à partir des années 1980 repose ainsi sur la montée en puissance des intermédiaires financiers non bancaires, la redéfinition des modes de gouvernance, l'extension du marché du contrôle des entreprises et le redéploiement des politiques publiques vers la prévention des risques de marché. Pour une analyse sur le rôle des investisseurs institutionnels, voir également Huffschmid (2007).

capitalisme, en entraînant un renouvellement des systèmes de production, et elles se répercutent directement sur le comportement des entreprises : « *le nouveau paradigme technologique conduit ainsi à la mondialisation économique décrite par les statistiques*<sup>76</sup> ». Les évolutions technologiques sont ainsi perçues comme un facteur important de la financiarisation (Plihon, 2002 notamment) et des évolutions du rapport salarial<sup>77</sup>.

Or, cette approche laisse peu de place aux rapports sociaux dans l'explication des processus de transition<sup>78</sup> et repose sur l'hypothèse d'un caractère exogène du changement technique. Une approche endogène (Amendola et Gaffard, 1988) conduit au contraire à s'interroger sur la simultanéité des évolutions institutionnelles et du changement technique, ce qui réfute ainsi l'hypothèse d'un progrès technique autonome et celle de techniques meilleures ou plus efficaces que d'autres.

Les approches développées dans la section 4.1.2 placent donc au centre de la hiérarchie institutionnelle le rapport financier. Les évolutions des institutions financières et monétaires sont alors à l'origine de la financiarisation et ont abouti à placer la gouvernance d'entreprise au cœur du capitalisme contemporain. Par conséquent, l'influence des acteurs financiers occupe dorénavant une place première dans la détermination des conditions de valorisation de l'investissement, ce que nous avons abordé à plusieurs reprises. La suite de ce chapitre a pour objectif de préciser les modalités par lesquelles l'influence des acteurs financiers modifie l'accumulation du capital et la répartition des revenus.

#### **4.1.3 Vers une inversion de la hiérarchie institutionnelle : l'intégration de la financiarisation dans l'analyse régulationniste**

L'entrée en crise du modèle japonais dans les années 1990 et l'ampleur des transformations macroéconomiques et institutionnelles qui ont marqué la France depuis le milieu des années 1980, comme nous l'avons analysé dans les deux premiers chapitres, ont

---

<sup>76</sup> Plihon (2003), p.16.

<sup>77</sup> Voir pour une analyse de l'impact du progrès technique Boyer (1998, 2002) et Aglietta (1998), pour qui le moteur du nouveau régime de croissance repose sur l'interaction entre globalisation et progrès technique.

<sup>78</sup> Toutefois, Plihon évoque également dans son analyse l'importance des choix politiques effectués. De même, Boyer ne considère le changement technique que comme l'un des facteurs de changement parmi d'autres (évolution du pouvoir de négociation des salariés, retournement des politiques économiques...).

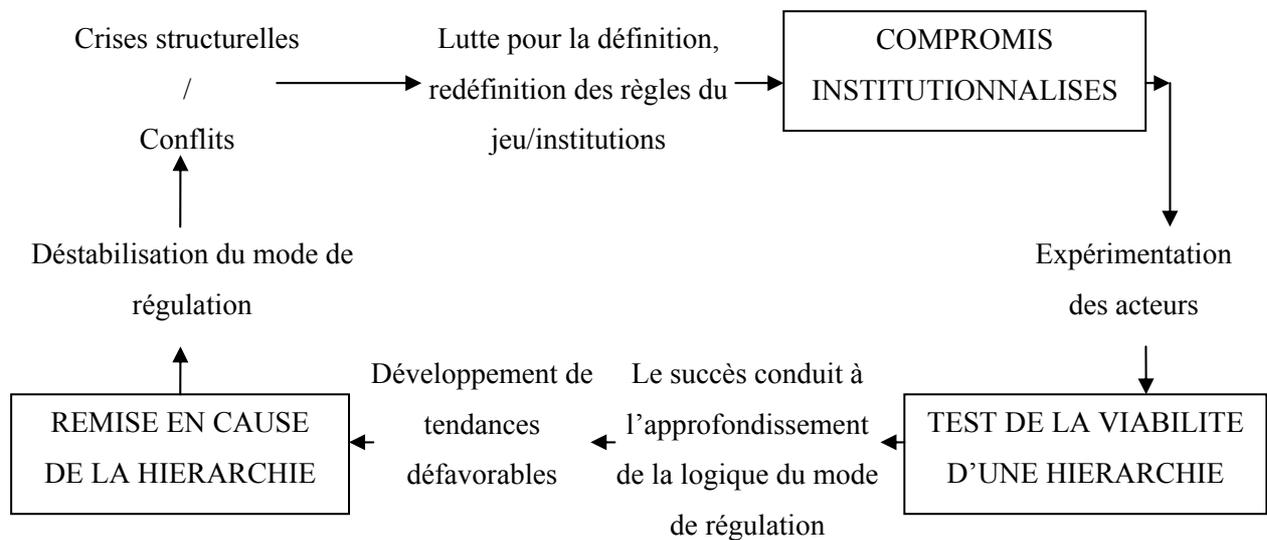
fait évoluer les thèses régulationnistes portant sur la primauté du rapport salarial. Loin de remettre en question la place première du rapport salarial dans l'explication du fonctionnement du régime fordiste, ces auteurs ont développé le concept d'inversion de la hiérarchie institutionnelle pour analyser les transformations en cours depuis les années 1980.

Le passage de la primauté du rapport salarial à celle des institutions financières et monétaires s'est effectué par étapes selon Boyer (2004a). Plus qu'une déstabilisation des systèmes financiers pour expliquer la sortie du fordisme, Boyer insiste sur celle du régime de concurrence oligopolistique<sup>79</sup>. La prédominance du rapport salarial s'efface ainsi au profit de celle des formes de la concurrence et de l'insertion internationale dans ces analyses pour expliquer les mutations en cours dans les années 1980. Ensuite, la place première du type d'insertion internationale ouvre la voie à la transition vers la financiarisation, via le développement des innovations financières. La crise du rapport salarial fordiste débouche donc sur la mise en place d'une nouvelle architecture institutionnelle. Le cheminement de l'instauration à la crise d'un régime est représenté par Boyer (2004a, p.201) par le schéma suivant :

---

<sup>79</sup> Cette déstabilisation est liée à la baisse des coûts de transports, aux accords de libre échange ainsi qu'à l'émergence de nouveaux acteurs.

**Schéma 3-1 : De l'émergence d'un mode de régulation<sup>80</sup> à sa crise structurelle**



Au-delà des facteurs technologiques, le schéma ci-dessus place au centre de l'analyse les conflits sociaux comme vecteurs du changement institutionnel. Par ailleurs, pour Amable (2005), le débat autour des institutions dominantes ou non du régime d'accumulation s'articule autour de la notion de hiérarchie institutionnelle et d'équilibres sociopolitiques. « *La notion de hiérarchie insiste sur l'importance relative d'une ou plusieurs institutions pour la structure de complémentarité et la dynamique de l'architecture institutionnelle en tant que telle*<sup>81</sup> ». Il existe des institutions qui imposent les conditions selon lesquelles des institutions complémentaires vont s'insérer au sein d'une certaine structure institutionnelle. Cette notion de hiérarchie renvoie aux conflits sociopolitiques. Pour Amable, les institutions au sommet de la hiérarchie sont les plus importantes pour les groupes sociopolitiques qui constituent le bloc dominant. Le changement de ces institutions induit une modification importante de la distribution du revenu pour les membres du groupe sociopolitique soutenant la coalition au pouvoir. Une modification des institutions qui engendrerait des coûts nets importants pour le bloc social dominant est alors peu probable. Les institutions étant complémentaires, le changement de l'une d'entre elles peut affecter d'autres institutions. Pour

<sup>80</sup> Un mode de régulation désigne « *l'ensemble des procédures et des comportements individuels et collectifs qui reproduisent les rapports sociaux fondamentaux, pilotent le régime d'accumulation en vigueur et assurent la compatibilité d'une myriade de décisions décentralisées, sans que les acteurs aient nécessairement conscience des principes d'ajustement de l'ensemble du système* » (Boyer, 2004a, p.52).

<sup>81</sup> Amable (2005), p.92.

Amable, le démantèlement du bloc social dominant peut produire un changement institutionnel généralisé qui se traduit par une modification de la hiérarchie institutionnelle. Le basculement de cette hiérarchie constitue par conséquent un des principaux facteurs d'évolution du capitalisme (Amable, 2005, Boyer, 2004a). Les transformations associées à la crise du fordisme sont ainsi perçues comme un renversement endogène de la domination du rapport salarial au profit dans les années 1990, de la centralité des formes de la concurrence puis ensuite de l'articulation au régime financier.

Ces analyses mettent l'accent sur les relations entre conflits sociaux et évolution des institutions. Il ressort de l'analyse d'Amable la nécessité de prendre en compte des évolutions du rapport de force afin de comprendre les transformations de la répartition des revenus. La financiarisation renvoie donc à l'instauration d'un rapport de forces favorable aux détenteurs du capital financier, qui expliquerait le déplacement du partage de la valeur ajoutée (Plihon, 2003). Nous reviendrons plus précisément sur les déterminants de la répartition ainsi que sur les effets macroéconomiques induits par la financiarisation dans les sections suivantes.

#### **4.1.4 Financiarisation et diversités des modèles nationaux de capitalisme**

Pour de nombreux auteurs régulationnistes (Boyer, Aglietta et Plihon par exemple), la configuration des institutions financières et monétaires tend donc à s'imposer comme l'élément déterminant des évolutions des autres formes institutionnelles. Cependant, à la différence des auteurs marxistes, une partie des régulationnistes insistent sur le poids des facteurs historiques et des choix nationaux dans la détermination des modèles nationaux de capitalisme. Des divergences existent entre ces auteurs quant aux possibilités d'existence de différents modèles. La financiarisation représente une évolution possible de ces modèles nationaux, mais en aucun cas elle ne constitue un passage obligé du capitalisme (Freeman, 2000).

Par contre, certains auteurs considèrent le modèle anglo-saxon comme le modèle de référence qui tend à s'imposer aux autres<sup>82</sup>, notamment via ses principes de gouvernance

---

<sup>82</sup> Pour une analyse détaillée de cette convergence voir Aglietta (1998), Aglietta et Rebérioux (2004) et Dore (2000).

d'entreprise comme forme institutionnelle dominante. De même, le vieillissement de la population pousse au développement de l'épargne institutionnelle et donc des investisseurs institutionnels (Aglietta, 1997) et, par ce biais, du critère du profit et de la capitalisation boursière. Ces modèles sont notamment influencés par les évolutions en cours du capitalisme « anglo-américain », effectuées sous la pression des marchés financiers (Dore, 2000 et 2002). Les capitalismes pour lesquels les institutions disposent d'une faible capacité à contrecarrer le changement sont particulièrement affectés. Cependant, l'analyse de Dore n'exclut pas l'existence d'autres modèles de capitalisme. Dans la même perspective, Aglietta perçoit dans les investisseurs institutionnels un intermédiaire pouvant conduire au développement de l'actionnariat salarié et débouchant ainsi sur un modèle de capitalisme différent du modèle anglo-saxon. Le développement des fonds salariaux représente pour Aglietta la médiation primordiale pour que le capitalisme d'Europe continentale demeure une variété distincte du capitalisme anglo-saxon. L'analyse d'Aglietta comprend donc un aspect normatif quant aux possibles évolutions du modèle européen et le capitalisme anglo-saxon sert toujours de référence à l'analyse.

Alors que certaines évolutions poussent à la convergence, comme les évolutions du droit boursier<sup>83</sup> ou du droit des sociétés, d'autres au contraire constituent de puissants facteurs de résistance voir de divergence<sup>84</sup>. Le développement des marchés financiers à l'échelle internationale n'implique alors pas la convergence vers un modèle unique de capitalisme. Aglietta et Berrebi (2007) insistent également sur l'importance des choix institutionnels effectués au niveau national :

*« Les rapports qui structurent le capitalisme sont inscrits dans des territoires soumis à des souverainetés politiques. Le droit social qui régit les rapports du capital et du travail n'est légal que sous l'autorité d'un Etat ; il codifie les compromis entre les groupes sociaux, lesquels dépendent eux-mêmes des conflits et de leurs résolutions propres aux institutions de chaque pays<sup>85</sup>. »*

---

<sup>83</sup> Renforcement de la transparence des marchés de capitaux qui va dans le sens d'une affirmation du pouvoir actionnarial, centralisation des autorités de réglementation des marchés financiers, etc.

<sup>84</sup> Il s'agit des institutions du rapport salarial pour Aglietta et Rebérioux (2004), des systèmes nationaux de protection sociale pour Boyer (2004a) et Amable (2005), qui distingue cinq types de capitalisme, ou des institutions de l'Etat social pour Ramaux (2006).

<sup>85</sup> Aglietta et Berrebi (2007), p.133.

Le mouvement de financiarisation engendre donc une tendance à la convergence des types de capitalisme, notamment au niveau des institutions financières. Cependant, des différences importantes subsistent entre pays et différents modèles se distinguent, du fait de l'histoire institutionnelle propre à chaque pays et de choix démocratiques différents.

La section 4.1 nous a donc permis de dégager des hypothèses et résultats qui semblent nécessaires à l'analyse de la financiarisation. Principalement, il ressort de l'étude des transformations institutionnelles le rôle important du rapport financier. Plus précisément, les évolutions des institutions financières et monétaires expliquent la financiarisation et il est nécessaire de les intégrer de façon précise afin de comprendre les dynamiques du régime économique contemporain. Par ailleurs, il ressort également de cette section que les évolutions de la répartition ne peuvent se comprendre sans prendre en compte les conflits sociaux. Nous rejoignons donc ici certains résultats issus de la présentation des analyses marxistes. La section suivante a pour objectif de comprendre comment les institutions financières s'articulent avec les autres, notamment le rapport salarial, et de préciser comment les variables de la financiarisation peuvent être modélisées.

#### **4.2 L'instauration d'un régime d'accumulation financiarisé : les conséquences institutionnelles et macroéconomiques de la financiarisation**

La section précédente a montré que les institutions financières occupent une place première dans la hiérarchie institutionnelle et la nécessité de les introduire dans la modélisation. Cette section analyse comment ces institutions s'articulent avec les autres formes institutionnelles et quelles sont les fonctions de comportements modifiées par la financiarisation. L'objectif est d'étudier les principaux effets induits de la financiarisation, notamment sur l'accumulation, la répartition et la croissance.

Le courant régulationniste est certainement celui qui a proposé les analyses les plus abouties sur les conséquences de la financiarisation au niveau institutionnel mais également, au niveau macroéconomique. Une place importante dans l'analyse est notamment accordée aux évolutions des modalités de gestion des entreprises engendrées par la financiarisation

(4.2.1). Ces nouvelles pratiques de gestion qui accompagnent la réorientation des objectifs se traduisent par un recul de l'accumulation, comme nous avons pu l'analyser dans le second chapitre. Plusieurs explications sont fournies au ralentissement de l'accumulation du capital par les auteurs régulationnistes (4.2.2), allant de la sélectivité croissante des projets d'investissement au choix des entreprises en matière d'endettement et de distribution des dividendes. Devant la tendance au recul de la part salariale et au développement des revenus du patrimoine d'une partie de la population, certains auteurs régulationnistes se sont interrogés sur les conditions de l'instauration d'un régime de croissance cohérent qui serait alors « tiré par la finance » (4.2.3). Cette position a été notamment critiquée par les auteurs marxistes. Enfin, un des objectifs des analyses régulationnistes est d'étudier les mutations subies par le rapport salarial (4.2.4). Ce dernier occupe donc dorénavant une place secondaire dans la hiérarchie institutionnelle pour la majorité des auteurs régulationnistes.

#### **4.2.1 Vers un nouveau modèle d'entreprise**

Les mutations de la sphère financière se sont répercutées sur les modalités de gestion des entreprises. La montée en puissance des investisseurs institutionnels, analysée entre autres par Plihon (2003), s'est accompagnée de la propagation d'une nouvelle forme de gouvernance, qui repose sur le contrôle direct par les actionnaires. L'accroissement du pouvoir des actionnaires est alors lié au développement d'un « marché du contrôle » des entreprises, via l'essor de nouveaux instruments financiers facilitant les prises de contrôle hostiles, ainsi qu'aux modifications à l'œuvre dans la rémunération des managers<sup>86</sup>. Par ailleurs, le développement de la gestion collective de l'épargne contribue à renforcer l'influence des investisseurs institutionnels<sup>87</sup>. Le capital des entreprises se concentre de ce fait entre les mains d'un petit nombre d'investisseurs institutionnels (Plihon, 2003).

Ces évolutions ont conduit à l'émergence de la « gouvernance d'entreprise », l'une des institutions centrales du capitalisme contemporain selon Aglietta (1998) et Aglietta et Berrebi

---

<sup>86</sup> Elle est dorénavant orientée vers la « performance » financière, comme avec les stock-options par exemple et le critère de l'EVA (Economic Value Added) est introduit dans les méthodes de management dans le but d'imposer une politique financière entièrement axée sur la valeur actionnariale (voir pour une analyse de ce critère Aglietta et Rebérioux, 2004).

<sup>87</sup> En effet, les actifs financiers détenus par les particuliers sont dans ce régime majoritairement gérés par des investisseurs institutionnels (fonds de pension par exemple).

(2007), qui a pour but d'inciter les managers à gérer l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires, afin de faire monter la valeur des actions. Pour Aglietta et Berrebi (2007), l'exclusivité de la valeur pour l'actionnaire en tant que norme de gestion des entreprises les soumet entièrement à la « dictature » des marchés boursiers<sup>88</sup>. La valeur actionnariale est l'institution qui établit le lien le plus étroit entre la finance et l'économie. Ainsi, le « *retour de l'actionnaire* » selon Cordonnier, correspond alors à « *l'ensemble des transformations institutionnelles qui ont contribué à rendre la propriété effective des entreprises aux actionnaires, après qu'elle leur eut échappé durant la période fordiste. Le propriétaire effectif étant repéré par le fait qu'il exerce le « droit de contrôle résiduel* »<sup>89</sup>. En d'autres termes, la financiarisation désigne l'accroissement du pouvoir des rentiers et plus spécifiquement, l'orientation de la gestion vers la création de valeur pour l'actionnaire (Aglietta et Reberioux, 2004 et Plihon, 2002), via la distribution de dividendes et le dégagement de plus-value<sup>90</sup>.

Cette réorientation des objectifs a provoqué une évolution des stratégies des entreprises vers quatre directions (Plihon, 2003) :

- les fusions - acquisitions : l'objectif est de réaliser des gains de productivité par la réduction des effectifs salariés (objectif principal des fusions), des économies d'échelle et la course à la taille critique pour donner au nouveau groupe un pouvoir de marché plus grand face à la concurrence mondiale.
- le recentrage sur les métiers de base de l'entreprise (Batsch, 2002), où elle détient un avantage comparatif, qui doit se traduire par un accroissement de la rentabilité. Ceci provoque des licenciements boursiers en abandonnant les activités où la rentabilité est inférieure aux normes internationales exigées par les investisseurs. Les investisseurs incitent à ce genre de recentrage car les groupes de type congloméral sont peu transparents et donc peu propices aux contrôles par les actionnaires. De plus, les investisseurs estiment qu'il leur revient de mener la politique de diversification en jouant sur la composition de leurs portefeuilles. Les

---

<sup>88</sup> Cf. également Gréau (2005) pour une analyse de la prise de pouvoir des actionnaires dans les entreprises.

<sup>89</sup> Cordonnier 2006, p.82.

<sup>90</sup> Ces objectifs tendent à se substituer au développement de l'activité et de l'emploi prévalant sous la période fordiste.

questions de diversification sont donc menées par les acteurs financiers et non plus industriels. Une étude de Goyer (2002) montre que les entreprises françaises ont réduit de façon significative leur degré de diversification.

- le « re-engineering », afin de concentrer l'activité de l'entreprise sur les segments les plus rentables, principalement par l'externalisation de la production des produits pouvant être fabriqués dans de meilleures conditions de rentabilité par d'autres entreprises. La spécialisation intra-branche s'intensifie donc et la gestion de l'entreprise est de plus en plus confiée à des sous-traitants extérieurs.
- la réduction de l'intensité capitaliste : la réduction de la taille des capitaux propres a pour objectif d'accroître la rentabilité. L'un des moyens est le rachat par l'entreprise de ses propres actions dans le cadre de la procédure d'offre publique de rachat d'actions.

Pour résumer, les critères de gestion sont réorientés vers une norme de rentabilité financière élevée et une incitation à la croissance externe. La réorientation des objectifs et stratégies des entreprises entraîne l'émergence d'un modèle d'entreprise de type « shareholder », ou actionnarial<sup>91</sup>. Cette vision de l'entreprise s'oppose à l'approche néo-institutionnelle, qui conçoit l'entreprise comme une entité gérée selon une logique de compromis entre les différents intérêts présents : principalement les actionnaires, dirigeants et salariés, mais également les clients, fournisseurs, banques... Ce modèle est qualifié de modèle « stakeholder », parties prenantes. L'approche standard considère l'entreprise de type « stakeholder » comme caractéristique des Trente Glorieuses et l'entreprise « shareholder » comme typique du nouveau régime de croissance. Cependant, cette approche est critiquée pour différentes raisons.

Déjà, comme le montrent Aglietta et Breton (2001), l'entreprise ne peut jamais être assimilée à un simple actif financier ou à un nœud de contrats, et cela quel que soit le régime de croissance, ce qui diffère notamment de l'approche de Williamson (1985). L'entreprise est une organisation économique autonome capable de définir les règles qui régissent les relations

---

<sup>91</sup> Cf. Plihon (2002).

entre les partenaires internes et externes. Par ailleurs, les caractéristiques du système financier influencent directement la nature des interactions stratégiques de l'entreprise avec ses partenaires. Logiques financière et bancaire coexistent même si l'une domine l'autre en fonction du type de régime et il convient de distinguer trois acteurs financiers qui suivent des objectifs et détiennent des moyens d'action différents (Aglietta et Breton, 2001). Nous reviendrons plus loin sur cette analyse.

Enfin, le développement des marchés financiers ne s'accompagne pas d'une convergence vers un modèle unique d'entreprise mais plutôt d'un processus d'hybridation des différents modèles. Le développement des marchés financiers s'accompagne de celui du contrôle externe qu'ils exercent sur les dirigeants, sous l'impulsion des actionnaires minoritaires, ce qui crée un mouvement de convergence vers le modèle « shareholder ».

Cependant, les règles juridiques ou de bonne conduite, ainsi que la présence de fonds éthiques, conduisent les dirigeants à prendre les intérêts de l'ensemble des partenaires de l'entreprise, ce qui tend vers le modèle « stakeholder », même si les objectifs diffèrent. De plus, l'histoire institutionnelle de chaque pays conduit à une adaptation différente de l'entreprise au nouveau régime de croissance, qui est progressive voire partielle. En outre, dans la pratique, les normes de rendement et les nouvelles modalités de gestion ne recouvrent qu'un caractère purement conventionnel du fait de l'incertitude qui entoure le coût du capital et la croissance anticipée des profits (Plihon, 2002). Enfin, la mise en œuvre, d'une entreprise à l'autre, de ces nouvelles techniques de gestion est très inégale, ce qui en atténue l'impact. En effet, la plus ou moins grande indépendance des dirigeants par rapport aux actionnaires en fonction des pays, ainsi que l'existence d'entreprises non cotées ou publiques limitent le champ de ces nouvelles pratiques<sup>92</sup>. Cependant, pour les entreprises non cotées, l'existence de relations de sous-traitance avec des entreprises cotées tend à leur imposer les mêmes critères de gestion, du fait des pressions exercées par les entreprises donneurs d'ordre sur leurs sous-traitants et fournisseurs et des liens financiers qu'elles entretiennent avec les entreprises cotées, via les participations<sup>93</sup>.

---

<sup>92</sup> Cf. Aglietta et Rebérioux (2004) et Plihon (2003).

<sup>93</sup> Les entreprises françaises se rapprochent des principes de « gouvernance d'entreprise », comme l'ont montré les chapitres précédents.

Nous avons mis l'accent sur ces évolutions car la réorientation des objectifs de gestion des entreprises vers la création de valeur pour l'actionnaire engendre à la fois des effets sur l'investissement et sur le rapport salarial. Cette section renforce également l'hypothèse du caractère central de la gouvernance d'entreprise et de la valeur actionnariale, qui apparaissent comme les institutions centrales du régime financiarisé. Les sections suivantes vont analyser les effets de la financiarisation sur l'accumulation du capital et la répartition des revenus.

#### **4.2.2 Financiarisation et ralentissement de l'accumulation du capital**

Cette section est centrale pour la suite de l'analyse, elle a pour objectif de préciser comment la financiarisation tend à réduire l'accumulation du capital. Les résultats seront donc utilisés pour spécifier les variables rendant compte de la financiarisation dans la fonction d'accumulation du cinquième chapitre. Deux principales explications structurent l'analyse régulationniste sur les liens entre financiarisation et investissement. La première met l'accent sur la sélectivité croissante des projets d'investissement qui découle des exigences élevées de rentabilité financière (4.2.2.1). La seconde analyse l'impact de la financiarisation sur les capacités d'endettement des entreprises (4.2.2.2).

##### **4.2.2.1 Sélectivité croissante des projets d'investissement et contrainte de rentabilité**

Dans la même perspective que des auteurs marxistes<sup>94</sup> ou postkeynésiens<sup>95</sup>, Boyer (2000) accorde une importance particulière à la sélectivité croissante des projets d'investissement, qui suit la hausse des normes de rendement issue de la financiarisation. C'est donc par les contraintes de rendement imposées aux entreprises que passent les interactions entre marchés financiers et investissement.

Le modèle proposé par Boyer (2000) se situe dans le cadre d'une économie fermée complètement financiarisée. L'un des canaux par lesquels la financiarisation affecte l'économie passe pour Boyer par la détermination de l'investissement.

---

<sup>94</sup> Husson (2005) par exemple.

<sup>95</sup> Cordonnier (2006) par exemple.

Les marchés financiers fixent en effet une norme de rentabilité élevée qui a pour conséquence de réduire l'investissement, via une sélection plus restrictive des projets<sup>96</sup>. Dans le modèle de Boyer (2000) la fonction d'investissement dépend donc de façon négative des normes de rentabilité financière ( $\rho$ ) comparée au taux de profit ( $r$ ) et de façon positive de l'accroissement de la demande ( $Y$ ) :

$$I = a \bullet K_{-1} \bullet (r - \rho) + b \bullet (Y - Y_{-1}) + i_0$$

Un accroissement des normes de rentabilité financière exerce donc un impact négatif sur l'accumulation en dévalorisant les projets d'investissement qui ne sont pas suffisamment rentables par rapport à ces exigences<sup>97</sup>. Compte tenu de ce que nous avons présenté précédemment et de l'analyse des comportements des SNF, cette formalisation de l'impact de la financiarisation sur l'accumulation nous semble particulièrement intéressante.

#### 4.2.2.2 Financiarisation, contrainte d'endettement et menace de prise de contrôle

Pour certains auteurs régulationnistes, la réduction de l'investissement ne s'explique pas principalement par une hausse des normes de rendement exigées, mais surtout par une réorientation des objectifs des entreprises, via les décisions des managers, qui a suivi la libéralisation financière et la transformation du système financier<sup>98</sup> (Aglietta et Breton, 2001 ; Aglietta et Rebérioux, 2004). Deux contraintes pèsent sur les entreprises dans un régime où les marchés financiers occupent un rôle majeur. La première est une contrainte de crédit déterminée à la fois par les banques et les actionnaires majoritaires. La seconde est une menace de prise de contrôle qui provient des actionnaires minoritaires et qui influe sur la

---

<sup>96</sup> Cet effet restrictif sur l'investissement a lieu même si l'accès plus aisé aux marchés financiers peut créer initialement une expansion rapide de l'investissement.

<sup>97</sup> Nous verrons dans le chapitre suivant comment se détermine la demande dans ce modèle ainsi que la dynamique macroéconomique d'ensemble. La réduction des débouchés représente en effet une autre contrainte pesant sur l'investissement dans un régime financiarisé. Le déplacement de la consommation des salariés vers les classes possédant des titres s'accompagne d'un ralentissement de celle-ci (Husson, 2005).

<sup>98</sup> Ces objectifs dépendent des intérêts divergents des trois agents financiers : les banques, les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires.

politique de versement des dividendes. Ces deux contraintes se répercutent sur le niveau de l'investissement.

La première contrainte concerne le financement de l'investissement, qui reste pour Aglietta et Breton (2001) financé majoritairement par l'autofinancement et l'endettement, y compris dans un régime dominé par les marchés financiers<sup>99</sup>. Le niveau du crédit reste donc central dans la détermination de l'investissement. Des divergences d'intérêts entre actionnaires majoritaires et banques apparaissent à ce niveau. Alors que les actionnaires majoritaires incitent les entreprises à recourir à l'endettement afin d'accroître la rentabilité financière<sup>100</sup>, les banques au contraire tendent à limiter les crédits accordés en fixant une contrainte de solvabilité. Le taux d'intérêt occupe donc toujours une place centrale dans le régime financiarisé en déterminant le niveau du crédit contracté par les entreprises<sup>101</sup>. Ce modèle s'écarte de celui de Boyer (2000) qui place les normes de rentabilité financière, et non pas les taux d'intérêt, comme principale contrainte pesant sur l'investissement.

La seconde variable sur laquelle les managers peuvent agir est le montant des dividendes distribués. Cependant, leurs décisions sont ici déterminées pour partie par la menace d'une prise de contrôle hostile exercée par les actionnaires minoritaires. Un accroissement des dividendes versés contribue à la hausse du cours des titres et réduit les menaces de prise de contrôle. Par contre, les dividendes constituent un coût qui influence directement et de façon négative l'investissement<sup>102</sup>. Par conséquent, plus le marché du contrôle est actif, c'est-à-dire plus l'influence des actionnaires minoritaires est importante<sup>103</sup>, plus les gestionnaires sont incités à verser des dividendes, ce qui ralentit l'accumulation du capital.

Aglietta et Breton (2001) et Aglietta et Rebérioux (2004) mettent ainsi en avant les contraintes de crédit et les menaces de prise de contrôle qui caractérisent un système financier dominé par les marchés et qui se traduisent par une modification du niveau de croissance désiré. Le taux d'intérêt y joue donc toujours un rôle important. Au-delà des modifications

---

<sup>99</sup> En d'autres termes, le marché des titres ne joue alors qu'un rôle mineur en matière de financement.

<sup>100</sup> L'endettement permet d'accroître l'investissement et donc la rentabilité économique, qui détermine avec le levier d'endettement la rentabilité financière.

<sup>101</sup> Si le rendement exigé par les actionnaires majoritaires se fixe à un niveau trop élevé, le ratio d'endettement augmente, ce qui conduit le régime vers la limite imposée par les banques.

<sup>102</sup> C'est le cas dans les modèles d'Aglietta et Breton (2001) et Aglietta et Rebérioux (2004).

<sup>103</sup> La possibilité d'une attaque liée à la revente de leurs titres représente une mesure préventive qui se traduit par un type particulier de gouvernance et de stratégie d'entreprise.

des objectifs de gestion, ce sont donc surtout les contraintes auxquelles font face les entreprises qui sont développées. Contraintes qui se résument principalement par le niveau d'endettement acceptable pour les agents financiers et plus généralement par les ressources financières disponibles.

Dans ce cadre, les dividendes sont essentiellement analysés comme un frein à l'investissement et donc dans une dimension de coût, ce qui rapproche pour partie ces auteurs des analyses marxistes. Ces articles ne prennent pas en compte les aspects de demande, à la différence de Cordonnier (2006) ou Boyer (2000) par exemple, ce qui explique le rôle négatif des dividendes sur l'investissement. Pour ces raisons, nous ne retiendrons pas les résultats de ces analyses pour la construction du modèle du cinquième chapitre. En revanche, la modélisation de la fonction d'accumulation effectuée par Boyer (2000) nous semble rendre compte de façon cohérente des principales évolutions institutionnelles<sup>104</sup>. Nous retiendrons ainsi par la suite l'hypothèse d'une norme de rentabilité financière exogène qui influe de façon négative sur l'investissement.

### **4.2.3 Vers un régime de croissance cohérent ?**

Pour les auteurs régulationnistes, la financiarisation peut déboucher sur un régime de croissance cohérent qui reposerait sur la consommation de la richesse financière (4.2.3.1). Au contraire, pour les auteurs marxistes, l'instabilité propre au capitalisme et plus particulièrement à la période contemporaine ne permet pas de parler de régime de croissance (4.2.3.2).

#### **4.2.3.1 Un régime reposant sur la consommation des actionnaires**

Le ralentissement de l'investissement qui semble suivre le processus de financiarisation pose donc la question de l'éventuelle instauration d'un régime de croissance cohérent, qui serait alors dominé par les institutions financières. Ce régime est parfois qualifié de

---

<sup>104</sup> Plus précisément, elle rend compte de l'importance première de la « gouvernance d'entreprise » et de son impact sur les décisions de gestion.

patrimonial ou financier (Aglietta, 2001, Aglietta et Reberioux, 2004), de capitalisme actionnarial (Plihon, 2003), ou de régime financiarisé ou tiré par la finance (Boyer, 2000). Le terme de régime patrimonial renvoie à l'extension de l'actionnariat salarié, à l'importance des investisseurs institutionnels dans la gouvernance des entreprises et au rôle des marchés financiers dans les ajustements macroéconomiques (Aglietta, 1998). Les analyses menées dressent une sorte d'idéal-type d'un régime financiarisé, sa forme pure n'existant pas réellement du fait notamment, comme nous l'avons développé précédemment, de l'héritage institutionnel propre à chaque pays<sup>105</sup>.

Dans ce type de régime, la création de richesse financière par les entreprises occupe une place centrale<sup>106</sup> et l'interaction entre globalisation et progrès technique constitue le moteur de ce nouveau régime de croissance. Ici encore, le progrès technique, et notamment le développement des nouvelles technologies de l'information et de la communication, occupe une place centrale pour expliquer les évolutions en cours et une partie de la dynamique du nouveau régime d'accumulation. La cohérence de ce régime s'articule autour de la gouvernance d'entreprise, qui découle de l'influence croissante des actionnaires, institution première dans la hiérarchie institutionnelle, comme nous l'avons vu dans ce chapitre.

Un régime de croissance stable peut émerger pour Boyer (2000) et Aglietta (1998) à condition que la consommation des ménages soit suffisante. Cependant, la consommation ne reposerait plus dans ce régime sur la croissance de la masse salariale, comme lors de la période fordiste, mais sur la richesse financière<sup>107</sup> et les profits distribués sous forme de dividendes selon les deux auteurs. La valorisation des actifs financiers permettrait également un accès au crédit<sup>108</sup>. La consommation des actionnaires est dès lors primordiale pour la stabilité du régime de croissance. Elle vient soutenir l'investissement qui subit les contraintes liées à la diffusion des normes financières. Par conséquent, dans ce régime, l'accroissement de la richesse des ménages constituerait le régulateur qui soutient la demande et valide ainsi le

---

<sup>105</sup> Selon Boyer (2000), les pays anglo-saxons seraient ceux qui se rapprochent le plus de cette forme pure.

<sup>106</sup> Cf. Plihon (2003) et Aglietta (1998).

<sup>107</sup> Les salariés disposent d'un accès aux gains financiers par la détention directe de titres ou par l'intermédiaire de fonds de pension.

<sup>108</sup> Dans le modèle de Bhaduri, Laski et Riese (2006), un accroissement de la richesse financière incite les banques à accroître les prêts accordés aux ménages, ce qui soutient la consommation. Cependant, l'accroissement du paiement des intérêts par rapport au revenu au fur et à mesure que la dette croît tend à terme à augmenter l'épargne.

rendement financier du capital<sup>109</sup>. Ce régime reposerait donc sur un nouveau partage des richesses au sein des entreprises<sup>110</sup>. Pour Boyer (2000), ce système peut être qualifié de fondé sur la richesse, de patrimonial, car la richesse mesurée par les marchés financiers tend à devenir une composante influente de la consommation et de l'endettement bancaire.

Cependant, l'insuffisance de la demande peut constituer une source d'instabilité du régime financiarisé. Pour Aglietta et Berrebi (2007), la résilience de normes sociales typiques du régime fordiste<sup>111</sup> peut contrecarrer la réalisation de la valeur actionnariale et aboutir à un ralentissement de la croissance en modifiant les choix des entreprises. En effet, afin de satisfaire les impératifs de la valeur actionnariale, les entreprises risquent dans ce cas de mener des opérations de croissance externe pour réaliser les profits à l'étranger, ce qui conduirait au sous-investissement sur le territoire national et au sous-emploi pour améliorer le rendement du capital. Dans une telle configuration, le chômage permanent déséquilibre le financement du système de protection sociale. L'économie se retrouve dans une situation où les investissements productifs sont insuffisants alors que les profits des entreprises sont élevés. La masse globale des revenus distribués aux actionnaires est dès lors insuffisante pour soutenir la demande et la croissance devient peu soutenue. Pour les deux auteurs, ces déséquilibres se retrouveraient dans le cadre de la zone euro et particulièrement en France.

#### 4.2.3.2 La critique marxiste

La perspective de l'instauration d'un régime de croissance stable n'a donc rien d'automatique et les auteurs marxistes ont particulièrement critiqué une telle possibilité. Les analyses que nous avons présentées s'articulent autour des concepts de financiarisation, de valeur actionnariale ou de gouvernance d'entreprise. Or pour Froud *et al.* (2002), ces termes sont trop restrictifs pour traiter du rôle des marchés financiers dans le capitalisme contemporain. Le capitalisme à caractère financier existe lorsque les marchés financiers ne jouent plus seulement le rôle d'un simple intermédiaire entre l'épargne des ménages et

---

<sup>109</sup> De plus pour Aglietta, la globalisation provoquerait, via l'intensification de la concurrence et les mesures de restructuration qu'elle entraîne, une réduction du prix des biens qui stimulerait également la consommation.

<sup>110</sup> Cf. Plihon (2003).

<sup>111</sup> Ce sont par exemple les syndicats, les transferts sociaux, le droit du travail, la cogestion en Allemagne ou le salaire minimum.

l'investissement des entreprises, mais lorsqu'ils interviennent de façon dynamique dans la formation et la régulation des comportements des entreprises et des ménages ainsi que dans la détermination de la trajectoire macroéconomique. Les auteurs qualifient alors ce type de capitalisme de « Coupon pool capitalism », en opposition au capitalisme productif. Celui-là est marqué par une profonde instabilité et des inégalités croissantes qui ne permettent pas de parler d'un régime de croissance. Les auteurs critiquent donc ici directement Boyer (2000) ou Aglietta (1998). L'une des critiques adressées aux analyses traitant de logique macroéconomique de la financiarisation repose sur le fait qu'elles ne peuvent déterminer les calculs et actions de management à l'échelle de l'entreprise<sup>112</sup>. De plus, ces analyses donnent une vue mécanique du régime, reposant sur un modèle de croissance, alors que l'instabilité en constitue la première caractéristique pour Froud *et al.* (2000a).

Morin (2006) dresse également une critique des différentes approches du capitalisme contemporain, et notamment l'approche en termes de capitalisme actionnarial, qui succède au capitalisme fordiste. L'auteur qualifie le capitalisme comme un mode de rapport particulier entre les détenteurs de capitaux et le travail salarié. Ce modèle est particulier dans le sens où il implique la subordination du travail salarié au capital dans la figure de l'entreprise capitaliste, qui prend la forme d'une société de capitaux (ou d'un groupe de sociétés de capitaux). Il est alors possible d'examiner ce rapport de subordination soit du point de vue du salarié, c'est le rapport salarial, soit du point de vue des propriétaires de capitaux, c'est le rapport capitaliste ou actionnarial. Les conflits et compromis sont permanents dans ces rapports. Le capitalisme étant un rapport asymétrique où les propriétaires de capitaux dominent, le terme de « capitalisme actionnarial » est donc tautologique pour l'auteur. La notion de « capitalisme patrimonial » peut également être critiquée. La notion de patrimoine est censée refléter le changement de nature de la propriété du capital lié à « l'actionnariat salarié ». Les salariés pourraient dans ces approches se constituer un patrimoine financier via les investisseurs institutionnels et plus particulièrement les fonds de pension. Cependant, l'épargne salariale et l'actionnariat salarié concernent principalement les cadres. De plus, les fonds collectés sont le plus souvent mutualisés chez les investisseurs institutionnels et leur gestion collective échappe ainsi aux salariés. Le système d'actionnariat salarié ne modifie donc pas fondamentalement le rapport entre détenteurs de capitaux et salariés puisque les décisions

---

<sup>112</sup> Voir pour une analyse des évolutions des modalités de gestion au sein des entreprises Froud *et al.* (2000b).

d'allocation des capitaux qui font partie du rapport de subordination leur échappent totalement. Nous rejoignons sur ce point les critiques de Morin.

Ces critiques<sup>113</sup> amènent à relativiser le rôle important accordé par les auteurs régulationnistes à la consommation de la richesse. Les dynamiques salariales semblent ainsi toujours occuper un rôle central dans la détermination de la consommation, ce que soulève Coletis (2004)<sup>114</sup>. La cohérence de ce régime peut donc être discutée, ce qui renvoie à l'analyse des conséquences de la financiarisation sur la répartition des revenus et donc sur le rapport salarial.

#### 4.2.4 Financiarisation et répartition : les effets induits sur le rapport salarial

Le régime patrimonial présenté par Aglietta (1998)<sup>115</sup> repose sur une configuration particulière du rapport salarial<sup>116</sup>. Les salariés détiennent dans ce modèle un patrimoine financier qui modifie leur comportement de consommation. Or, nous avons vu dans le deuxième chapitre que la détention de titres financiers par les ménages français demeure modeste. Le rapport salarial qui caractérise le capitalisme patrimonial décrit par Aglietta ne semble donc pas s'être imposé en France. Il se pose alors la question du type de rapport salarial qui s'y est instauré suite à la financiarisation.

Les transformations des modalités de gestion des entreprises qui ont suivi la financiarisation se répercutent de façon directe sur les formes d'emploi et le niveau des salaires. En effet, Plihon (2003) montre que les grandes entreprises en voie de financiarisation exercent un rôle structurant sur la demande de travail. Les auteurs régulationnistes ont dressé une typologie du rapport salarial sous un régime de croissance financiarisé, qui peut-être plus ou moins observée en fonction du degré de conformité de chaque pays à l'objectif de

---

<sup>113</sup> Et l'étude des évolutions macroéconomiques de la France effectuée dans le chapitre précédent.

<sup>114</sup> Cependant, nous nous éloignons des positions de cet auteur pour qui le rapport salarial se situe toujours au sommet de la hiérarchie institutionnelle. Par ailleurs, son analyse comporte une forte dimension normative. L'auteur place en effet au centre le rapport salarial pour insister sur la nécessaire recherche d'un nouvel équilibre d'ensemble entre « *l'économique, le social et le financier* » afin de replacer le travail et la création de richesse au centre des stratégies des entreprises, à la place de la rentabilité financière.

<sup>115</sup> Cf. la section précédente.

<sup>116</sup> La croissance s'appuie, entre autres, sur la consommation par les salariés, devenus également actionnaires, d'une partie de leur patrimoine financier, ou du moins des revenus qui en sont tirés.

maximisation de la valeur actionnariale. Rebérioux (2002) et Beffa, Boyer et Touffut (1999) relèvent ainsi trois types de transformation du rapport salarial qui dépendent des stratégies mises en place par les entreprises<sup>117</sup>. La prédominance de l'une ou l'autre de ces stratégies peut conduire à l'instauration d'un type particulier de relation salariale. Cette analyse, au regard des résultats du chapitre précédent, nous permettra de spécifier le rapport salarial qui s'instaure en France.

#### **4.2.4.1 Polyvalence et « horizontalisation » du travail**

L'une des principales évolutions sur les marchés internes concerne le renforcement du principe de coordination horizontale, qui repose sur une relation de stabilité polyvalente (Beffa, Boyer et Touffut, 1999). Pour Rebérioux (2002), cette stratégie repose sur une diminution du poids de la hiérarchie au profit d'un degré plus élevé d'indépendance entre les salariés. Il s'agit donc d'un mode d'organisation plus flexible favorisant la polyvalence et l'autonomie dans le travail. L'objectif est d'impliquer les salariés aux compétences spécifiques, ce qui se matérialise par la constitution d'un noyau dur de travailleurs qualifiés et polyvalents sur les marchés internes. Pour Beffa, Boyer et Touffut (1999), cette forme d'organisation du travail incorpore les investissements spécifiques en capital humain et les gains de productivité par apprentissage collectif. Ce principe se diffuse en France, mais ne concerne pas la majorité des entreprises.

#### **4.2.4.2 La « verticalisation » des incitations**

Le second type de relations salariales repose sur l'individualisation des rémunérations<sup>118</sup>, favorisée par l'existence de compétences professionnelles non spécifiques pour Beffa, Boyer et Touffut (1999). Ce principe renvoie à un déplacement des références externes (conventions collectives) à des références internes, la part statutaire des salaires est considérablement réduite et les minima de branche perdent leur rôle moteur dans la fixation des rémunérations

---

<sup>117</sup> Nous allons présenter chacune de ces stratégies dans les sous-sections suivantes.

<sup>118</sup> En d'autres termes, les règles générales sont modulées systématiquement en fonction des situations individuelles.

(Rebérioux, 2002)<sup>119</sup>. De plus, le rejet des équivalences externes dans la qualification du travail accroît la marge de manœuvre de la hiérarchie et favorise un report partiel du risque sur les salariés. L'individualisation conduit ainsi à un renforcement du rôle de la hiérarchie qui devient directement impliquée dans la détermination des rémunérations et des promotions, qui s'effectuent sur la base d'une évaluation discrétionnaire<sup>120</sup>.

La promotion de l'actionnariat salarié rentre également dans ce type de pratique. Il s'agit de provoquer l'identification des salariés aux objectifs de l'entreprise, réduits à ceux des actionnaires. L'une des composantes du revenu salarial devient alors variable, via l'introduction de formules de participation et d'intéressement<sup>121</sup>. La relation capital-travail se trouve alors modifiée, le travailleur devenant à la fois salarié et actionnaire. Les incitations concernent également les managers, par les stock-options. Leur autonomie est considérée comme occasionnant des erreurs de gestion voire des manipulations comptables. De plus, le contrôle des actionnaires sur les gestionnaires est renforcé par la promotion des règles de transparence dans le cadre de la bonne gouvernance<sup>122</sup>. Le chapitre précédent a montré que ce type de relation constitue une faible part de l'emploi salarié. Cependant, pour Beffa, Boyer et Touffut (1999), elle est très déstabilisante pour la cohérence fondée sur la stabilité polyvalente.

L'actionnariat salarié restant peu développé au regard des taux de détention de titres des ménages et les formules de participation ne concernant que moins de la moitié des salariés, et représentant une faible part du revenu, nous n'intégrerons pas ces formes de rémunération dans la modélisation de la rémunération des ménages salariés.

#### **4.2.4.3 Redéfinition de la politique contractuelle et flexibilisation de l'emploi**

Ce type de pratique constitue pour Rebérioux (2002) un deuxième outil de répartition du risque. Le revenu d'un individu peut ainsi fluctuer par sa nature même, ou par la nature de son

---

<sup>119</sup> Dans la pratique, plus aucune branche ne négocie directement sur les salaires réels.

<sup>120</sup> Par exemple après un entretien individuel.

<sup>121</sup> Le chapitre précédent a montré que ces formes de rémunération ne représentaient qu'une faible part du revenu.

<sup>122</sup> Cependant, l'autonomie des managers n'est pas supprimée.

contrat. Deux formes de flexibilisation sont employées. La première concerne la flexibilité externe, ou filialisation. Il s'agit de substituer des contrats commerciaux aux contrats de travail. Cette pratique permet de faire échapper des pans entiers d'activité à des conventions collectives avantageuses pour les salariés. Le recours à la sous-traitance en représente un exemple. Il permet de maintenir une forme de subordination sur les prestataires, tout en leur reportant sur eux une partie du risque<sup>123</sup> :

*« Dans cette logique, les responsables gestionnaires des entreprises subissent des pressions de la part de leurs maisons mères ou de leurs actionnaires pour respecter des taux de rentabilité de plus en plus élevés qui mettent en cause l'emploi permanent (indicateurs du type chiffre d'affaires par tête) et pousse à l'externalisation (...) L'externalisation des emplois par le recours à la sous-traitance permet d'améliorer le ratio productivité/emploi scruté par les investisseurs...<sup>124</sup> ».*

Le second type de flexibilisation est interne et repose sur l'usage de formes particulières d'emploi (CDD, contrats d'intérim...). Il s'agit d'une stratégie de dualisation de la gestion de la main-d'œuvre qui repose sur l'accroissement du secteur secondaire au sein d'entreprises appliquant des règles de type marché interne.

Par conséquent, la financiarisation s'accompagne d'une nouvelle segmentation du marché du travail. L'extension du marché secondaire sous l'effet de l'externalisation du capital humain non spécifique des grandes entreprises devient l'un des principaux faits stylisés de ce régime. La prise de risque se retrouve presque entièrement à la charge des salariés, avec une absence de stabilité de l'emploi<sup>125</sup>. Ainsi, pour Gréau (2005), le travail externalisé par les entreprises est considéré comme un service externe et non plus comme une source de valeur ajoutée. Le travail devient alors assimilé à un simple intrant de la production, à un coût à l'état pur. Cette stratégie s'inscrit donc dans une approche conflictuelle de l'organisation du travail.

---

<sup>123</sup> Le deuxième chapitre a montré que le taux de sous-traitance augmente en France depuis les années 1980.

<sup>124</sup> Thévenot et Valentin (2003, p.10).

<sup>125</sup> Le type de mobilité de l'emploi se modifie, avec un rejet de l'insécurité sur les salariés par le développement de la flexibilité et de la précarité sur le segment non qualifié, ainsi que par une dégradation des conditions de travail. En outre, sur ce segment, la continuité de l'accès au salaire, qui conditionne les droits sociaux, n'y est plus assurée.

Dans cette perspective, le recul de la part salariale qui découle de la propagation des principes de création de valeur pour l'actionnaire est renforcé par la dégradation du pouvoir de négociation des syndicats, la montée du chômage créant en effet un rapport de forces favorable aux employeurs (Aglietta et Berrebi, 2007)<sup>126</sup>. Ces questions des liens entre chômage et évolution des salaires réels se situent au centre de certaines analyses macroéconomiques (Goodwin, 1967 ; Kalecki, 1971). Compte tenu des évolutions en France, elles apparaissent comme centrales. Nous les analyserons au travers des principaux modèles kaleckiens dans le chapitre suivant.

Compte tenu des résultats du deuxième chapitre sur les évolutions de la part salariale et des formes de l'emploi, ce type de stratégie semble être celle qui s'impose et qui structure le rapport salarial en France, bien que les deux autres orientations se retrouvent également. Cette conclusion va nous permettre de spécifier l'impact de la financiarisation sur la formation de la répartition des revenus. Bien que les dividendes et revenus distribués par les entreprises augmentent, ils ne concernent toujours qu'une faible proportion des ménages. Aglietta et Berrebi (2007) soulignent ainsi que la structure de la gouvernance a joué un rôle significatif dans l'accroissement des inégalités de revenu<sup>127</sup>. Ces résultats nous conduisent à séparer les ménages en deux catégories sociales distinctes dans le modèle du chapitre 5 : des ménages salariés dont les revenus ne sont composés que par les salaires et des ménages actionnaires, dont les revenus sont issus du capital.

Par ailleurs, cette section et les résultats du chapitre précédent aboutissent à la conclusion d'un impact négatif de la gouvernance d'entreprise sur la part salariale. Ainsi, l'emploi et les salaires semblent constituer les variables d'ajustement de ce régime<sup>128</sup>. Nous chercherons par la suite à tester la validité de cette hypothèse et ses conséquences. Il se pose alors la question des relations entre répartition, consommation et accumulation et donc de la dynamique macroéconomique d'un tel régime, c'est-à-dire de la possibilité ou non d'aboutir à une croissance stable. Ces questions seront analysées dans les chapitres suivants.

---

<sup>126</sup> L'entrée sur le marché international de pays comme la Chine ou l'Inde contribue également à réduire le pouvoir de négociation des syndicats pour Aglietta et Berrebi (2007), cf. le deuxième chapitre.

<sup>127</sup> Elle a permis à une élite financière, au sommet de la hiérarchie professionnelle des grandes entreprises et des professions juridiques et financières associées, de capturer la plus grande partie des gains de productivité. Les dirigeants ont cumulé des augmentations de rémunération très élevées et des gains annexes (stock-options, gratifications de départ...).

<sup>128</sup> Au lieu de l'inflation dans le régime précédent.

## CONCLUSION

Il ressort donc de ce chapitre que les principaux courants théoriques ont évolué afin d'intégrer dans leur cadre d'analyse les transformations institutionnelles qui ont eu lieu à partir de la fin des années 1970, et plus particulièrement les transformations des institutions financières et monétaires. Alors que les débats entre les néo-institutionnalistes se situent au niveau microéconomique, les auteurs postkeynésiens, marxistes et régulationnistes ont quant à eux orienté les discussions sur la dimension macroéconomique.

La financiarisation ne représente pas nécessairement un objet d'étude en tant que tel, comme le montre l'évolution des courants néo-institutionnalistes et postkeynésiens, bien que certains auteurs de ce dernier aient explicitement analysé ses conséquences. Les analyses postkeynésiennes portant sur l'impact de la financiarisation à la fois sur la répartition et l'investissement demeurent cependant très peu nombreuses.

Au regard de la présentation de ces courants théoriques, ce chapitre nous a permis de spécifier les fonctions de comportement qui sont modifiées par la financiarisation et par quels biais. L'analyse développée repose sur l'hypothèse de la primauté des institutions financières et monétaires dans la hiérarchie institutionnelle, et cela y compris sous le régime fordiste. La gouvernance d'entreprise représente l'institution centrale de la financiarisation. En effet, la réorientation des modalités de gestion des entreprises vers la création de valeur actionnariale a provoqué une mutation des autres formes institutionnelles et donc une évolution des comportements macroéconomiques.

A partir de l'analyse des trois premiers chapitres, nous pouvons définir la financiarisation comme l'imposition de nouvelles normes de rentabilité et de gestion via la propagation des principes de la « gouvernance d'entreprise » et de la « valeur actionnariale ». Celle-ci a provoqué une adaptation endogène du rapport salarial et donc de la répartition, avec un recul de la part des salaires et un accroissement des dividendes distribués dans un contexte d'inégalités croissantes. Ce chapitre a également montré que les conflits et compromis sociaux occupaient une place déterminante dans l'explication des évolutions de la répartition

des revenus, ce que nous devons également introduire dans l'analyse et donc la modélisation. Ces résultats nous conduiront à spécifier deux catégories de ménages. L'articulation entre financiarisation et répartition constitue ainsi l'un des pivots de l'analyse que nous mènerons dans les chapitres suivants.

L'un des principaux résultats de ce chapitre concerne également l'impact de la financiarisation sur les comportements d'investissement. De la confrontation entre explications marxistes, régulationnistes et keynésiennes, nous retiendrons, à l'issue de la comparaison avec les évolutions empiriques, l'influence des normes de rentabilité financière exigées par les actionnaires comme facteur de ralentissement de l'accumulation<sup>129</sup>.

Pour résumer, ce chapitre nous a permis de spécifier le cadre institutionnel qui caractérise l'économie française depuis les années 1980 et dans lequel s'insérera le modèle que nous présenterons dans le cinquième chapitre. Plus précisément, l'influence croissante des actionnaires en représente le cœur. Nous retiendrons donc comme principale variable exogène représentant la financiarisation les normes exigées de rentabilité financière, qui tendent à la fois à réduire la part salariale et l'accumulation du capital.

Il existe peu de modèles macroéconomiques abordant directement la question de la répartition et de ses implications macroéconomiques dans le cadre d'une économie financiarisée. A plusieurs reprises dans ces trois premiers chapitres, nous avons mentionné les analyses postkeynésiennes. Les interactions entre répartition des revenus et croissance constituent en effet le cœur de nombreux modèles postkeynésiens. Le quatrième chapitre présentera donc ces modèles de répartition dans le cadre des économies monétaires de production ainsi que leurs prolongements concernant spécifiquement les économies financiarisées. La présentation de ces analyses permettra de compléter les hypothèses théoriques retenues dans le cadre du modèle présenté dans le cinquième chapitre et de spécifier les déterminants des fonctions de comportement. Nous pourrions ainsi approfondir l'analyse des conséquences de la financiarisation au niveau macroéconomique abordée par les auteurs régulationnistes et fournir une interprétation cohérente de la situation française au regard des éléments apportés par les théories postkeynésiennes.

---

<sup>129</sup> Cette explication est celle de Boyer (2000) mais elle est également proche de celle des postkeynésiens. L'analyse marxiste ne nous a par contre pas semblé pertinente.

## **CHAPITRE IV**

### **FINANCIARISATION, RÉPARTITION ET CROISSANCE DANS LES ANALYSES POSTKEYNÉSIENNES**

---

Nous avons à plusieurs reprises dans le chapitre précédent insisté sur l'importance occupée par la répartition des revenus dans l'explication des dynamiques macroéconomiques. Plus particulièrement, nous avons vu que la majorité des auteurs régulationnistes plaçaient le recul de la part des profits au centre de l'analyse de la crise du fordisme. De même, les conséquences de la financiarisation sur la répartition des revenus ont plusieurs fois été évoquées. Le deuxième chapitre a également mis en avant le recul de la part salariale depuis le milieu des années 1980, qui s'effectue en parallèle à un ralentissement de l'accumulation du capital. Les chapitres précédents ont donc fait ressortir une tendance à la financiarisation s'accompagnant d'un recul de la part salariale et d'un ralentissement de l'accumulation. Nous avons particulièrement analysé, au regard d'une présentation de la littérature, les liens directs entre financiarisation et recul de l'investissement, ainsi que l'impact négatif de la financiarisation sur la part salariale. Cependant, la dynamique qui relie les évolutions de la répartition, la financiarisation et le ralentissement de l'accumulation n'a été pour le moment que très peu abordée.

L'un des principaux objectifs de ce chapitre est de comprendre comment s'articulent les évolutions de la répartition et de la croissance dans un régime financiarisé. Cette analyse nous permettra de poser les hypothèses sur la forme des fonctions de comportement et de déterminer le cadre théorique dans lequel s'insérera le modèle du chapitre suivant.

Pour cela, il est nécessaire de resituer dans un cadre théorique cohérent les éléments que nous avons dégagés des chapitres précédents : le recul de la part salariale, de l'investissement, l'influence croissante des actionnaires dans les décisions de gestion et la hausse des dividendes distribués. Nous nous intéressons donc particulièrement aux déterminants de la demande globale adressée à l'économie. Or, la question de la détermination de cette demande constitue le dénominateur commun des théories postkeynésiennes. Dans les différentes formalisations, la répartition affecte l'arbitrage entre consommation et épargne. La comparaison entre ces différents modèles : cambridgiens, kaleckiens ou *wage-led* - *profit-led* nous permettra de retenir les hypothèses les plus appropriées dans la perspective du modèle que nous élaborerons et présenterons dans le chapitre suivant.

Pour en arriver là, il convient d'abord de présenter les modèles « traditionnels » qui analysent des économies de type managérial, où les acteurs financiers occupent une faible place. Dans ces modèles, la répartition occupe un rôle premier, la fonction d'investissement est indépendante et la fonction d'épargne reprend celle développée par Kaldor, où les propensions à épargner diffèrent entre les classes de revenus<sup>1</sup>. Cependant, de nombreuses divergences entre les courants apparaissent.

Pour plusieurs auteurs (Allain 2006, Lavoie 1998, Stockhammer 1999), deux principaux cadres d'analyse émergent : le cadre cambridgien (Kaldor et Robinson notamment) et le cadre kaleckien. Alors que la croissance s'accompagne d'une augmentation de la part des profits dans le modèle cambridgien, elle ne peut se produire sans hausse de la part salariale pour Kalecki. Lavoie (1998) distingue deux principales sources d'ajustement du taux de profit à sa valeur d'équilibre<sup>2</sup>, ce qui permet de distinguer les types de modèles. Soit le taux de profit s'ajuste par une variation de la part des profits, ce qui est le cas dans les modèles cambridgiens, soit il s'ajuste via le taux d'utilisation des capacités productives, ce qui renvoie aux modèles kaleckiens. Dans les modèles cambridgiens, un accroissement de la demande est suivi d'une hausse des prix<sup>3</sup> et donc d'une augmentation des taux de marge. Dans le cas où le taux d'utilisation est endogène, le redressement de la croissance s'accompagne d'une hausse des taux d'utilisation et ainsi des taux de profit, sans que le taux de marge ne se soit modifié.

---

<sup>1</sup> Ces points communs sont entre autres soulevés par Stockhammer (1999).

<sup>2</sup> Ce qui correspond à deux mécanismes stabilisateurs différents.

<sup>3</sup> Cette hausse des prix est liée à l'hypothèse d'un taux d'utilisation des capacités productives constant.

Enfin, un troisième type de modèle se dégage, il s'agit des modèles *wage-led* - *profit-led*, développés entre autre par Bhaduri et Marglin (1990). Dans ces modèles, le taux d'utilisation est endogène et les capacités productives sont sous-utilisées. Cependant, à la différence des modèles développés par Kalecki, une hausse de la part des profits peut être nécessaire pour relancer l'investissement selon la valeur des paramètres. Il est alors possible de dresser la classification suivante :

**Tableau 4. 1** : Typologie des modèles postkeynésiens de répartition

	Pleine utilisation des capacités productives	Capacités productives endogènes
Lien positif investissement / part des profits	Modèles cambridgiens	Modèles <i>profit-led</i>
Lien négatif investissement / part des profits		Modèles kaleckiens, modèles <i>wage-led</i>

Les différences principales entre ces modèles proviennent des variables qui s'ajustent pour assurer l'égalité entre l'épargne et l'investissement, et donc la stabilité, et des déterminants de la fonction d'accumulation. La répartition et donc la propension à épargner de l'économie constituent le facteur d'ajustement des modèles cambridgiens. La financiarisation modifie dans ce cadre les déterminants de la répartition des revenus (1). Pour Kalecki, l'ajustement s'effectue par contre par les variations du taux d'accumulation, la répartition étant déterminée de façon exogène. Les modèles kaleckiens analysant l'impact de la financiarisation s'intéressent ainsi à l'impact de celle-ci sur l'investissement et sur les comportements de consommation (2). Enfin, les modèles *wage-led* – *profit-led* qui prennent en compte la financiarisation cherchent les conditions assurant une croissance tirée par la richesse financière (3).

## **1 Financiarisation, répartition et comportement d'épargne dans les modèles cambridgiens**

Le modèle développé par Commendatore (2003) prolonge les modèles développés par Kaldor en y introduisant la financiarisation. Afin de comprendre en quoi la financiarisation modifie l'équilibre et la stabilité de la croissance dans ce modèle, il convient d'abord de présenter le modèle de Kaldor (1956) ainsi que les critiques apportées par Pasinetti (1.1). Kaldor a répondu à ces critiques en introduisant notamment l'émission de titres<sup>4</sup>, ce qui constitue une première étape vers l'analyse des conséquences de la financiarisation (1.2). Commendatore a ensuite prolongé ce modèle, en intégrant l'influence des actionnaires sur les décisions de gestion des entreprises et plus généralement l'impact de la financiarisation sur la répartition (1.3).

### **1.1 Les déterminants traditionnels de la répartition dans les modèles de Kaldor (1956) et Pasinetti (1962)**

Le modèle de Kaldor (1955-56) a pour objectif de proposer une théorie postkeynésienne de la répartition qui représente une alternative aux théories classiques. Le modèle de Kaldor présente ce qui est « *maintenant connu sous le nom de théorie postkeynésienne de la croissance et de la répartition*<sup>5</sup> ». Au-delà d'une alternative à la théorie néoclassique, le modèle de Kaldor se veut une réponse au problème d'instabilité soulevé par Harrod (1948) et Domar (1947).

La croissance est en effet instable pour Harrod et Domar. La cause de cette instabilité réside dans la double caractéristique de l'investissement. Ce dernier est à la fois un déterminant de la demande (via l'effet multiplicateur) mais également un facteur d'accroissement des capacités de production. Pour ces auteurs, la décision d'investissement repose (en partie) sur les anticipations des entreprises quant à la demande future. Or, rien n'assure que l'effet multiplicateur qui découle de cette décision soit compatible avec la pleine

---

<sup>4</sup> Il a également introduit l'existence de grandes entreprises détenues par les actionnaires.

<sup>5</sup> Lavoie (1987), p.50.

utilisation de leur capacité de production. En cas de sous-utilisation, les entreprises ralentissent leurs investissements, ce qui entraîne (via l'effet multiplicateur) un ralentissement de l'activité et donc une nouvelle baisse du taux d'utilisation, etc. L'économie s'installe dans la dépression. Le mécanisme est symétrique en cas de sur-utilisation des capacités de production. En d'autres termes, la croissance économique est instable. On sait que le raisonnement de Harrod et Domar repose sur l'hypothèse d'une propension à épargner donnée.

L'apport de Kaldor consiste à supposer que la propension à épargner varie avec la répartition fonctionnelle des revenus puisque la propension à épargner les salaires est inférieure à la propension à épargner les profits. Dans les modèles cambridgiens, les rendements d'échelle sont constants et les coefficients techniques sont fixes. De plus, est également retenue une hypothèse de pleine utilisation des capacités de production, qui est centrale dans l'obtention des résultats du modèle.

La relation élaborée par Kaldor relie le taux de profit et la répartition des revenus au taux de croissance économique, via l'interaction des différentes propensions à consommer. Kaldor part donc du revenu national pour déterminer la répartition qui assure l'équilibre entre épargne et investissement (Marchal et Lecaillon, 1970). L'économie étant à la limite de ses capacités de production, toute hausse de l'investissement implique un accroissement du rapport investissement sur revenu ( $I/Y$ ). Le rapport de l'épargne au revenu doit donc s'ajuster à l'investissement dans la même proportion pour que l'équilibre soit maintenu.

Dans le modèle de Kaldor, l'épargne s'égalise à l'investissement par la variation des profits globaux et implique donc une redistribution du revenu vers les classes qui ont la plus forte propension à épargner. Le mécanisme de retour à l'équilibre repose sur la flexibilité des prix qui apurent les excès d'offre ou de demande sur le marché des biens. Un accroissement de la demande d'investissement provoque une hausse des prix, car l'offre est rigide. Comme les salaires sont fixes et le niveau de la production rigide, les profits s'accroissent. La part des profits augmente donc et, compte tenu des hypothèses sur les propensions à épargner, le montant de l'épargne s'accroît. Parallèlement, l'accroissement des prix réduit les salaires réels

et donc la consommation<sup>6</sup>. Cette baisse de la consommation vient ainsi compenser l'accroissement de l'investissement. Le processus se poursuit jusqu'à ce que l'égalité entre épargne et investissement soit retrouvée. Le même mécanisme s'applique dans le cas où l'investissement diminue et devient inférieur à l'épargne. En outre, nous pouvons noter que plus l'écart entre les propensions à épargner est faible et plus une variation de la part de l'investissement provoque une modification importante de la répartition.

L'un des principaux résultats de ce modèle est la détermination de la répartition, et donc du taux de profit, indépendamment de toute fonction de production. Le taux de profit dépend en effet de la part des profits ( $\pi$ ), du taux d'utilisation des capacités productives ( $u$ ) et du coefficient de capital ( $k$ ) avec  $F_T$  les profits,  $K$  le capital et  $\bar{Y}$  la capacité totale de production :

$$\frac{F_T}{K} = \frac{F_T}{Y} \frac{Y}{\bar{Y}} \frac{\bar{Y}}{K} = \frac{\pi u}{k}$$

Le taux d'utilisation des capacités de production et le coefficient de capital étant exogènes, il existe une relation positive entre le taux de profit et la part des profits ( $\frac{\partial r}{\partial \pi} > 0$  avec  $r$  le taux de profit). Dans le modèle de Kaldor, la répartition ne dépend que d'une relation purement macroéconomique. Elle dépend du taux d'accumulation ( $g$ ) et de la propension à épargner des capitalistes ( $s_\pi$ ), c'est ce qui a été appelé la « relation de Cambridge<sup>7</sup> ». Le taux de profit peut alors s'écrire de la façon suivante :

$$r = \frac{g}{s_\pi}$$

Cette relation fait ressortir un résultat commun à l'ensemble des modèles postkeynésiens et qui prend de l'importance dans le cadre de la financiarisation : la consommation des capitalistes joue un rôle important comme soutien des profits. Kaldor rejoint ici la formule de Kalecki (1942) : « les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent, les travailleurs dépensent ce

---

<sup>6</sup> Comme le souligne Lavoie (1992), dans le modèle de Kaldor, un niveau plus élevé de demande est alors absorbé par une croissance des prix. La redistribution des salaires vers l'épargne s'effectue donc par le biais de l'inflation.

<sup>7</sup> Lavoie (1987), p.52.

qu'ils gagnent ». Cette formule illustre le paradoxe de l'épargne. Une diminution de la propension à épargner se traduit par une augmentation des profits.

Par contre, il ressort du modèle de Kaldor une relation inverse entre taux de profit et taux de salaire réel, comme le montre le mécanisme de retour à l'équilibre exposé précédemment. Il s'agit de la frontière salaire / profit. A partir de ce raisonnement Robinson (1962) en conclut que la croissance requiert des mesures d'austérité concernant les salaires<sup>8</sup>. Robinson a étudié les relations croisées entre taux de profit et taux de croissance. Dans ce modèle, le taux de croissance décidé par les entrepreneurs dépend du taux de profit anticipé sur l'investissement futur. A la différence du modèle de Kaldor, le taux d'accumulation est endogène et il est déterminé par le taux de profit anticipé, à un taux décroissant.

En suivant l'analyse de Stockhammer (1999) plusieurs critiques peuvent être adressées aux modèles cambridgiens. Dans le modèle de Kaldor, l'investissement ne détermine pas le niveau de la production mais uniquement la répartition des revenus. En d'autres termes, le mécanisme de la demande effective ne détermine pas le niveau de la production, qui est fixé. Un accroissement de la part de l'investissement s'accompagne d'une hausse de celle des profits et donc d'une baisse des salaires. Par contre, la causalité ne va pas de la profitabilité vers l'investissement mais bien de l'investissement vers la répartition. Si les capitalistes investissent plus, ils reçoivent des profits plus importants. Stockhammer relève également l'importance de l'hypothèse de pleine utilisation des capacités productives dans les modèles cambridgiens. L'économie se trouvant à la frontière des possibilités de production et l'épargne ne provenant que des profits, ces derniers doivent s'accroître pour permettre une plus forte accumulation. Cela provient de l'équation d'épargne. Pour une propension à épargner donnée, l'accroissement des profits accompagne la hausse de la croissance et pour un niveau donné de croissance, plus la propension à épargner est faible et plus le taux de profit est élevé. Les modifications du taux de profit constituent le mécanisme par lequel l'épargne s'ajuste à l'investissement.

---

<sup>8</sup> Le modèle de Robinson (1962) se distingue notamment de celui de Kaldor concernant l'hypothèse de plein-emploi. Kaldor utilise une hypothèse de plein-emploi, ce qui n'est pas le cas dans le modèle de Robinson. Toutefois, ces modèles aboutissent aux mêmes conclusions en ce qui nous concerne. Kaldor lève cette hypothèse dans le modèle de 1964 et aboutit à une remise en cause de la relation inverse entre taux des salaires réels et taux de croissance.

Pasinetti (1962) cherche à généraliser le modèle de Kaldor en supposant que la propension à épargner des salariés est positive. Ce faisant, il tient compte du fait que les salariés perçoivent une partie des profits via la rémunération de l'épargne. En effet, il reproche au modèle de Kaldor de ne pas diviser le profit total entre les différents détenteurs du capital. Il découle de cette distinction, selon Pasinetti, deux types de répartition, entre salaire et profit et entre salariés et capitalistes<sup>9</sup>. Ces deux concepts ne coïncident que lorsque la propension à épargner des salariés est nulle. La répartition s'effectue sur une base sociale, et non plus factorielle. Il reformule alors le modèle de Kaldor en fonction de ces deux types de répartition. Cette reformulation ne modifie pas les résultats obtenus par Kaldor, seules la propension à épargner des capitalistes et les décisions d'investissement déterminent la répartition et donc l'équilibre. Le modèle de Pasinetti généralise ainsi les résultats du modèle de Kaldor à une économie où la propension à épargner sur les salaires est non nulle. Pour l'école cambridgienne, les variations endogènes de la répartition engendrent une variation du montant de l'épargne qui permet un retour à l'équilibre.

## **1.2 L'introduction des marchés financiers et du financement par émission de titres**

Les modèles présentés dans la section précédente se situent dans une économie de type managérial, où les marchés financiers ne sont pas explicitement pris en compte. Or, les économies capitalistes modernes sont caractérisées par la distinction entre propriétaires et gestionnaires de l'entreprise. L'introduction de ces variables tend à modifier les déterminants de la répartition primaire des revenus. Kaldor (1966) introduit les marchés financiers et la présence de grandes entreprises détenues par des actionnaires. La structure institutionnelle du modèle présenté par Kaldor diffère de celle de Pasinetti. La distinction des agents ne repose pas sur une différence sociale, entre capitalistes et salariés, mais sur une distinction entre entreprises et ménages<sup>10</sup>. La propension à épargner des ménages n'a donc aucune raison d'être équivalente à celle des entreprises.

---

<sup>9</sup> Il y a dans ce cas une propension à épargner des capitalistes sur les revenus du capital leur revenant et une propension à épargner des salariés qui porte à la fois sur les salaires et sur le montant des profits qu'ils touchent.

<sup>10</sup> La propension à épargner des entreprises correspond dans ce contexte institutionnel au taux de rétention des profits et les ménages ont une propension à épargner différente sur les salaires et les gains en capitaux.

De même que dans Kaldor (1956), Kaldor (1966) suppose que le taux d'accumulation et le taux d'utilisation sont exogènes. Par contre, l'investissement est financé à la fois par l'émission de titres et par les profits non redistribués des entreprises, en fonction de leur taux de rétention. Les titres sont achetés par les ménages, qui reçoivent en contrepartie des dividendes et bénéficient de gains en capitaux. L'épargne des ménages provient à la fois des salaires et du rendement des titres<sup>11</sup>. Nous reprenons ici la présentation de Commendatore (2003), car celle-ci met l'accent sur les variables financières du modèle.

L'équilibre entre épargne et investissement n'est plus dans ce modèle assuré par les variations de la répartition mais par la variation du ratio d'évaluation qui rapporte la valeur des titres cotés au stock de capital physique. Deux conditions d'équilibre émergent : la première entre l'accroissement de la richesse des ménages, constituée uniquement de titres, et de leur épargne ; la seconde entre l'accumulation du capital et son financement. Si ces deux conditions sont respectées, l'équilibre est atteint à la fois sur le marché des biens et sur le marché financier. Dans ce cadre Kaldor montre que le taux de profit ( $r$ ) dépend du taux d'accumulation (comme dans le modèle de 1956), du taux de rétention des profits ( $s_f$ ) et de la part de l'investissement financée par émission de titres ( $x$ ) :

$$r = \frac{g(1-x)}{s_f}$$

Il dépend donc uniquement des décisions des entreprises, qui sont des variables exogènes. L'introduction des marchés financiers conduit ainsi à modifier la détermination de la répartition. Un accroissement de la part de l'investissement financée par émission de titres ou du taux de rétention des profits diminue le taux de profit. Le taux de profit est ainsi déterminé en dehors du marché des biens. Il devient alors nécessaire d'introduire un autre mécanisme d'ajustement, qui ne peut plus reposer sur la répartition des revenus et ses évolutions. Ce mécanisme va se situer sur les marchés financiers : la variation du prix des titres assure que

---

<sup>11</sup> Ce rendement est constitué des dividendes et des gains en capitaux, qui dépendent des évolutions de la réévaluation du prix des titres minorés de la valeur des nouveaux titres acquis.

l'épargne nette<sup>12</sup> soit nulle et qu'elle s'ajuste au montant de l'investissement. Si l'investissement s'accroît, l'émission de titres par les entreprises va déprécier le cours des titres, c'est-à-dire le ratio d'évaluation, ce qui va réduire les ventes de titres des ménages jusqu'à ce que l'épargne nette soit suffisante pour acquérir les nouveaux titres. En conséquence, l'épargne nette des ménages dépend également des comportements des entreprises en termes de nouvelles émissions de titres.

La part de l'investissement financée par émissions de titres, le taux d'accumulation du capital et le taux de rétention étant exogènes, l'équilibre sur le marché des biens s'effectue alors par les variations du ratio d'évaluation ( $v$ ), qui dépend en dernier ressort des évolutions du taux de rendement sur les titres ( $r_e$ ) :

$$v = \frac{r - g}{r_e - g}$$

Les gestionnaires peuvent donc toujours, dans ce modèle, obtenir les ressources dont ils ont besoin pour financer l'investissement, l'ajustement s'effectuant par le ratio d'évaluation des titres.

Le comportement des ménages n'influe donc pas sur le taux de profit et la répartition. Plus précisément, les différentes propensions à épargner sur les salaires et les gains en capitaux ne modifient pas le taux de profit. Le taux d'épargne des ménages ne fait que déterminer la répartition des revenus de la propriété entre les rentiers et les salariés-actionnaires (Moss, 1978). Ce résultat est proche de l'équation de Cambridge, sans qu'il soit nécessaire de supposer l'existence de deux classes sociales à long terme. La part des profits est croissante avec l'investissement et le comportement des salariés n'influe pas sur la répartition<sup>13</sup>.

L'introduction des marchés financiers a eu pour principale conséquence de modifier les déterminants de la répartition. Celle-ci n'est plus uniquement déterminée sur le marché des biens, mais également par les décisions des entreprises en matière de financement de

---

<sup>12</sup> Elle correspond dans ce modèle à la différence entre l'achat et la vente de titres par les ménages, plus les profits retenus par les entreprises pour financer l'investissement.

<sup>13</sup> Pour une généralisation du résultat de Pasinetti quelle que soit la structure institutionnelle de l'économie, voir le modèle de Moss (1978).

l'investissement. Le mécanisme d'ajustement de l'épargne à l'investissement ne repose alors plus sur la répartition des revenus mais sur l'ajustement du ratio d'évaluation<sup>14</sup>. L'un des principaux intérêts de cette analyse repose sur l'introduction des marchés financiers et des grandes entreprises détenues par des actionnaires. La structure institutionnelle se rapproche par ce biais de celle des économies que nous cherchons à analyser. Cependant, les actionnaires n'influencent pas les décisions de gestion des entreprises dans le modèle de Kaldor. Les décisions d'investissement et de stratégies financières demeurent sous le contrôle des gestionnaires.

### **1.3 Une reformulation du modèle de Kaldor (1966)**

L'objectif du modèle de Commendatore (2003) est d'approfondir l'analyse des conséquences de la financiarisation sur les déterminants de la répartition des revenus et les mécanismes de stabilisation de la croissance. Pour cela, l'auteur propose une reformulation du modèle de Kaldor (1966) ayant pour objectif de le rendre cohérent avec les analyses cambridgiennes qui placent la répartition au centre des mécanismes d'ajustement.

Le ratio d'évaluation devient exogène, ce qui nécessite de trouver un autre mécanisme de retour à l'équilibre. En contrepartie, la part de l'investissement financée par émission de titres devient endogène. L'émission de titres finance la part de l'investissement qui n'est pas financée de façon interne, par la rétention des profits. La variation du financement par émission de titres replace la détermination de l'équilibre entre épargne et investissement sur le marché des biens. La répartition récupère alors son statut de mécanisme de retour à l'équilibre. Un accroissement du taux d'accumulation engendre une hausse de la part des profits<sup>15</sup> et par ce biais de l'épargne des entreprises, qui augmentent également leur émission de titres. L'équilibre entre épargne et investissement est ainsi rétabli. Par ailleurs, l'accroissement du taux de profit s'accompagne d'une hausse des dividendes distribués et ainsi du taux de rendement des titres. La hausse de ce dernier accroît l'épargne des ménages et leur détention de titres, ce qui rétablit l'équilibre sur le marché des titres.

---

<sup>14</sup> Pour une discussion critique sur le rôle du ratio d'évaluation comme mécanisme de retour à l'équilibre, voir Davidson (1968), Moore (1975) et Charles (2003).

<sup>15</sup> Via le même mécanisme de prix que dans Kaldor (1955).

Il s'agit maintenant de voir dans quelle mesure la financiarisation affecte la répartition des revenus.

Le taux de profit est déterminé par la propension à épargner les profits<sup>16</sup> ( $s_p$ ) et les gains en capitaux ( $s_{cg}$ ) et par le ratio d'évaluation et le coefficient de capital ( $k$ ), en plus des variables traditionnelles, comme la propension à épargner des ménages ( $s_h$ ) ou l'accumulation du capital<sup>17</sup> :

$$r = \frac{g}{s_p - s_h} \left[ v - s_{cg}(v-1) - \frac{s_h}{gk} \right]$$

Le ratio d'évaluation ne constitue donc plus le mécanisme de retour à l'équilibre mais devient un déterminant de la répartition. Un accroissement de ce ratio provoque une hausse de la part des profits. Comme dans les modèles analysant les économies managériales, un accroissement du taux d'accumulation s'accompagne d'une augmentation de la part des profits dans la mesure où le taux d'utilisation et le coefficient de capital sont exogènes. La répartition est également déterminée par les comportements des entreprises (via le taux de rétention des profits) et des ménages (par leur propension à épargner, y compris sur les gains en capitaux). Un accroissement de la valeur de ces variables exogènes engendre une baisse de la part des profits.

Pour que le modèle soit stable, il faut que la propension des actionnaires à épargner les gains en capitaux soit strictement supérieure à la propension à épargner les dividendes. Commendatore apporte trois justifications théoriques à cette condition de stabilité. La première est la nature incertaine des gains en capitaux. En conséquence, les actionnaires ne les considèrent que partiellement comme des revenus, ce qui explique leur plus forte propension à épargner sur les gains en capitaux. La deuxième provient de la structure de la propriété des entreprises. Si la propriété est très concentrée, les groupes majoritaires peuvent

---

<sup>16</sup> La propension à épargner les profits dépend de la propension à épargner des ménages et du taux de rétention des profits par les entreprises.

<sup>17</sup> Commendatore introduit des propensions à consommer les dividendes et les gains en capitaux différentes et la propension à épargner les dividendes est considérée comme égale à la propension à épargner les salaires.

préférer consommer une large fraction de leurs dividendes plutôt que de vendre leurs parts de façon à conserver leur position de contrôle. Enfin, il existe également des facteurs institutionnels qui justifient cette différence. La majorité des parts émises par les entreprises sont gérées par des intermédiaires financiers et seule une petite partie des actionnaires gère son portefeuille directement. Il en résulte une propension à consommer sur les gains en capital plus faible que celle sur les dividendes.

Commendatore cherche ensuite à prolonger le modèle de façon à analyser la répartition des revenus entre classe sociale dans une économie financiarisée. Pour cela, il divise les ménages en deux classes sociales : les salariés et les capitalistes, tout en conservant les entreprises dans le modèle. Une distinction est ainsi établie entre les ménages et les entreprises, comme dans le modèle de Kaldor (1966) et au sein des ménages entre les classes sociales, ce qui rejoint l'analyse de Pasinetti (1962). La propension à épargner des capitalistes<sup>18</sup> est supposée supérieure à celle des salariés. En outre, par rapport aux salariés, les capitalistes ont une préférence accrue pour l'épargne sur les capitaux plutôt que sur les dividendes.

Pour que le marché des biens soit équilibré il faut que la richesse des capitalistes et des salariés croisse au même rythme. L'épargne des salariés est égale à la croissance du stock de capital détenu par ces derniers, et l'épargne des capitalistes est également égale à la croissance du stock de capital qu'ils détiennent. Le taux de profit est déterminé par la propension à épargner des capitalistes sur le montant total des profits ( $s_{pc}$ ) et sur les gains en capitaux ( $s_{cgc}$ ) :

$$r = \frac{g[v - s_{cgc}(v-1)]}{s_{pc}}$$

Un accroissement du ratio d'évaluation ou du taux d'accumulation du capital augmente la part des profits alors qu'un accroissement de la propension à épargner des capitalistes, sur les gains en capitaux comme sur les profits, réduit le taux de profit. Commendatore rejoint ici les conclusions de Pasinetti (1962) mais dans le cadre d'une économie financiarisée : les comportements des salariés n'influencent par la répartition des revenus entre salaires et

---

<sup>18</sup> Les capitalistes correspondent aux ménages qui ne reçoivent pas de salaire et qui ne disposent donc que de revenus du capital.

profits. Pour résumer, le taux de profit et la répartition primaire sont déterminés par la structure du marché des capitaux (via le ratio d'évaluation), par les stratégies financières des entreprises (via l'investissement et sa part financée par ressources internes) et par les décisions d'épargne des capitalistes. Les aspects institutionnels occupent donc une place importante, notamment la structure de contrôle et de propriété des entreprises. Les rigidités institutionnelles sur le marché des actifs et des biens affectent la valeur du marché du capital réel.

Ces modèles reposent sur l'hypothèse d'un taux d'accumulation exogène. Ils permettent de montrer comment la financiarisation modifie la répartition et mettent en avant l'importance de distinguer des propensions à épargner différentes, entre classes sociales comme entre ménages et entreprises. Alors que la financiarisation tend à réduire la part des profits dans la modélisation de Kaldor, elle exerce l'effet inverse dans celle de Commendatore. Cependant, il n'est pas possible, compte tenu des hypothèses, d'analyser l'influence de la financiarisation sur les décisions d'investissement.

## **2 Financiarisation, comportement d'accumulation et de consommation : les modèles kaleckiens**

Pour Kalecki, les déterminants de la répartition sont exogènes et celle-ci joue un rôle central dans la dynamique macroéconomique. Ainsi, la détermination du taux d'utilisation et du taux d'accumulation est étroitement liée aux évolutions de la répartition (2.1). L'introduction de la financiarisation dans ce cadre renvoie alors à l'analyse de son impact sur les comportements de consommation et d'investissement (2.2).

### **2.1 Une répartition exogène au centre de la dynamique économique**

Alors que pour Kaldor la répartition est endogène, elle est au contraire exogène pour Kalecki. Elle est déterminée par deux éléments :

- Le premier est la structure du marché des biens, qui découle de la nature imparfaite et oligopolistique de la concurrence (Kalecki, 1990). Dans le cadre d'une économie fermée où les salariés dépensent l'intégralité de leur salaire et où il existe des capacités excédentaires de production, un accroissement général des salaires ne se traduit pas par une modification de la répartition des revenus. Les entreprises répercuteraient en effet ces hausses salariales sur les prix dans la mesure où la structure du marché n'est pas modifiée. Les entreprises fixent leur prix par *mark-up* sur les coûts, qui sont les salaires et les matières premières. Ce *mark-up* dépend de la structure de la concurrence et donc du pouvoir de marché de chaque entreprise. En d'autres termes, le degré de monopole constitue l'un des principaux déterminants de la répartition primaire (Kalecki, 1938 et 1939)<sup>19</sup>.
- Le conflit distributif constitue le second déterminant de la répartition (Kalecki, 1971). Il dépend du pouvoir de négociation des syndicats. Un accroissement de ce dernier se traduit par un recul du taux de marge et la répartition se déplace alors en faveur des salariés. Une réduction du pouvoir de négociation des syndicats se traduit par des effets exactement inverses<sup>20</sup>.

L'hypothèse d'une répartition exogène renvoie donc aux comportements de taux de marge des entreprises, qui sont déterminés par le degré de monopole et le conflit distributif. La répartition ne dépend donc pas de variables macroéconomiques comme pour les modèles cambridgiens. Par contre, elle est déterminante pour la dynamique de croissance de l'économie. Compte tenu de ces hypothèses, à l'inverse des modèles cambridgiens, ce n'est pas une modification de l'investissement qui conduit à une évolution de la répartition. Par ailleurs, le taux d'utilisation est dans les modèles kaleckiens une variable endogène. Cette hypothèse se justifie théoriquement par le besoin des entreprises de conserver une marge de manœuvre en cas de hausse de la demande. Nous retrouvons également des hypothèses communes aux modèles cambridgiens : propension à épargner sur les salaires inférieure à

---

<sup>19</sup> Pour une présentation détaillée de l'influence du degré de monopole sur la part des profits, voir Assous (2003).

<sup>20</sup> Dans des perspectives théoriques et analytiques différentes, plusieurs modèles ont introduit le conflit distributif comme déterminant de la répartition, voir par exemple (Canry, 2005 ; Goodwin, 1967 ; Skott, 1989).

celle sur les profits et coût marginal constant. Une modification de la répartition se répercute donc sur l'épargne, comme dans les modèles cambridgiens.

A partir de ces hypothèses, il est possible de formuler un modèle de type kaleckien, ce que fait Allain (2006)<sup>21</sup>. Il s'agit de formaliser les liens entre la part des profits et le taux d'accumulation, le taux d'utilisation et le taux de profit et donc de comprendre la dynamique existant entre répartition et croissance.

Dans ce modèle, le niveau de la production ( $Y$ ) dépend du volume de travail ( $L$ ) et de sa productivité ( $\mu$ ) :

$$Y = \mu L$$

Les entreprises fixent leur prix ( $p$ ) par *mark-up* sur le coût variable unitaire ( $\frac{w}{\mu}$ ), avec  $\theta$  le taux de *mark-up* :

$$p = (1 + \theta) \frac{w}{\mu}$$

A partir de ces deux équations, il est possible de formaliser la part des profits ( $\pi$ ) :

$$\pi = \frac{\theta}{1 + \theta}$$

La part des profits est donc une fonction croissante du taux de marge. En notant  $u$  le taux d'utilisation ( $u = Y/\bar{Y}$ ) et  $k$  le coefficient de capital lorsque les entreprises produisent à pleine capacité ( $k = K/\bar{Y}$ ), le salaire réel ( $\omega$ ) et le taux de profit sont donnés par :

$$\omega = \frac{w}{p} = \mu (1 - \pi)$$

$$r = \frac{\pi \cdot u}{k}$$

---

<sup>21</sup> Voir également pour d'autres formalisations Dutt (1984), Lavoie (1992 et 1995), Rowthorn (1981).

L'impact de la répartition sur la croissance, comme nous l'avons souligné plus haut, est dû aux différences de propension à consommer entre salariés et capitalistes. Afin de simplifier, dans la suite du raisonnement, nous prenons comme hypothèse une propension à épargner sur les salaires égale à zéro. La fonction d'épargne exprimée en proportion du stock de capital (K) s'écrit, avec  $s_\pi$  la propension à épargner les profits :

$$g^s = \frac{s_\pi \pi u}{k}$$

Un accroissement du taux de marge, qui modifie la répartition à l'avantage des profits, engendre une hausse de l'épargne, pour un taux d'utilisation des capacités productives inchangé.

La fonction d'accumulation dépend du taux d'utilisation des capacités productives et du taux de profit courant ( $r$ )<sup>22</sup> :

$$g^I = \bar{\gamma} + \gamma_u u + \gamma_r r$$

Les paramètres sont tous positifs. En remplaçant  $r$  par sa valeur, l'accumulation est exprimée en fonction de la part des profits :

$$g^I = \bar{\gamma} + \left( \gamma_u + \frac{\gamma_r}{k} \cdot \pi \right) \cdot u$$

L'égalisation de l'épargne et de l'investissement permet de donner la valeur du taux d'utilisation des capacités productives :

$$u^* = \frac{k \cdot \bar{\gamma}}{(s_\pi - \gamma_r) \cdot \pi - k \cdot \gamma_u}$$

Afin que le modèle soit stable, il faut que  $\partial g^s / \partial u > \partial g^I / \partial u$ , ce qui implique que le dénominateur de l'équation précédente soit positif<sup>23</sup>. Le respect de cette condition de stabilité

---

<sup>22</sup> Cette formulation est également présente dans le modèle de Lavoie (2006), qui introduit une distinction entre rémunération des managers et des salariés.

<sup>23</sup> Il est donc nécessaire que  $s_\pi > \gamma_r$ .

assure que la valeur de  $u^*$  est positive. A partir de cette équation il est possible d'obtenir le taux de profit courant :

$$r^* = \frac{\pi \cdot \bar{\gamma}}{(s_\pi - \gamma_r) \cdot \pi - k \cdot \gamma_u}$$

Ainsi que le taux de croissance de l'économie :

$$g^* = \frac{s_\pi \pi \cdot \bar{\gamma}}{(s_\pi - \gamma_r) \cdot \pi - k \cdot \gamma_u}$$

Un accroissement de la propension à épargner provoque donc une réduction de ces trois variables. Une hausse de la part des profits se répercute de façon négative sur la croissance. Bien qu'elle accroisse la profitabilité à taux d'utilisation donné, elle se traduit par une réduction de la consommation qui vient réduire le taux d'utilisation. Cette baisse du taux d'utilisation fait plus que compenser l'accroissement de la profitabilité. Le taux de profit diminue malgré la hausse de la part des profits<sup>24</sup>. Les résultats divergent donc sur ce point des analyses cambridgiennes. Principalement, la relation entre part des profits et accumulation est inversée.

Deux principales conclusions se dégagent :

- On retrouve le paradoxe de l'épargne commun aux modèles postkeynésiens :

$$\frac{\partial u^*}{\partial (s_\pi \pi)} < 0. \text{ L'accroissement de la demande engendré par exemple par une réduction}$$

de la propension à épargner des capitalistes augmente le taux d'utilisation et par conséquent l'investissement. Les profits s'accroissent et engendrent une augmentation à la fois de l'investissement et de l'épargne. Une réduction de la propension à épargner conduit donc à un montant total d'épargne plus important.

- Si l'économie se trouve en situation de sous-utilisation des capacités productives, alors un accroissement des coûts réels de production réduira le montant des profits gagnés au

---

<sup>24</sup> Les effets de la hausse de la part des profits sur le taux d'utilisation des capacités productives sont, entre autres, analysés par Lavoie (1992), qui propose également une présentation étendue des modèles kaleckiens.

niveau actuel du taux d'utilisation des capacités productives, mais est également suivi par un accroissement des taux d'utilisation. L'effet lié à l'accroissement du taux d'utilisation fait plus que compenser l'effet de la hausse des coûts. Il en résulte un taux d'accumulation et de profit plus élevé. Les résultats des modèles kaleckiens s'opposent sur ce point à ceux des modèles cambridgiens, où un accroissement du taux de profit ne peut avoir lieu que dans une situation de recul de la part salariale. L'accroissement du taux d'accumulation et du taux de profit est lié dans les modèles kaleckiens à la hausse de la part salariale, qui influe de façon positive sur le taux d'utilisation des capacités productives.

Les modèles kaleckiens établissent donc une relation croissante entre part salariale et taux d'accumulation. De même, il ressort de ces modèles qu'une hausse des taux de profit survient lors d'une hausse de la part salariale. Il s'agit donc de modèle « coopératif ». Partant de ces modèles de base, nous allons analyser les conséquences de la financiarisation.

## **2.1 Financiarisation et croissance dans les modèles kaleckiens**

Les modèles kaleckiens analysant l'impact de la financiarisation se centrent sur deux questions particulières. La première concerne l'impact du renforcement du pouvoir des actionnaires sur l'investissement ainsi que sur le revenu d'équilibre (2.2.1). La seconde porte sur l'impact de la distribution des dividendes sur la consommation (2.2.2).

### **2.1.1 Renforcement du pouvoir des actionnaires et accumulation**

Le modèle présenté par Stockhammer (2005-2006) se situe dans un cadre kaleckien, où un accroissement de la part des profits ou de la propension à épargner se traduit par un ralentissement de la croissance. Les entreprises ne sont pas contraintes par leur accès au financement, mais la croissance ne constitue pas leur unique objectif. Le modèle analyse les effets d'un renforcement du pouvoir des actionnaires sur le revenu d'équilibre et l'investissement.

Afin d'étudier l'influence des actionnaires sur les décisions d'investissement, Stockhammer propose une analyse microéconomique portant sur les décisions des gestionnaires et des actionnaires. Les décisions de l'entreprise en matière d'investissement reposent sur le résultat de la confrontation entre les intérêts des actionnaires et des gestionnaires. Les gestionnaires ne sont intéressés que par la croissance de l'entreprise et les actionnaires que par les profits. Les décisions quant à l'investissement engagé résultent ainsi d'un marchandage à la Nash qui dépend du pouvoir relatif des actionnaires par rapport aux gestionnaires. Plus celui-ci sera élevé, moins l'investissement désiré par l'entreprise sera important. L'objectif de l'entreprise devient alors plutôt la création de valeur pour l'actionnaire et donc l'accroissement du prix des titres.

Au niveau macroéconomique, la détermination du revenu d'équilibre dans une économie financiarisée dépend de la fonction d'investissement, qui est définie par le nombre d'entreprises ( $n$ ), le pouvoir des actionnaires ( $\beta$ ), la demande agrégée ( $Y$ ), l'élasticité de l'investissement à cette demande ( $\gamma$ ), et ( $t$ ) l'arbitrage entre profit et investissement<sup>25</sup>:

$$I = n \frac{1 - \beta}{t} \gamma Y$$

L'introduction de la financiarisation ne se limite cependant pas à l'influence négative des actionnaires sur l'investissement, et donc sur le revenu d'équilibre. Le financement de l'investissement par les marchés financiers trouve sa contrepartie dans la détention de titres par les ménages. La richesse des ménages est dans ce modèle constituée uniquement des titres, dont les prix sont une fonction linéaire des profits. L'accroissement du prix des titres qui suit celui des profits crée un effet richesse. Une partie de la richesse est consommée par les ménages, selon une propension à consommer qui est différente de celle sur les profits.

---

<sup>25</sup> Cet arbitrage est issu d'une fonction microéconomique déterminant les objectifs des entreprises, constitués à la fois par les profits et la croissance. Stockhammer raisonne sous hypothèse d'une fonction de profit concave. Il n'existe dès lors qu'un seul niveau de production qui maximise les profits. Au-delà de ce niveau, les entreprises arbitrent entre profit et croissance. Pour Stockhammer, les entreprises surinvestissent toujours par rapport au niveau d'investissement qui maximise les profits. Elles opèrent donc dans la zone d'arbitrage entre croissance et profit, ce que représente la variable  $t$ . Voir également, pour une analyse microéconomique sur la frontière profit-croissance, Stockhammer (2004b) et le chapitre précédent.

L'introduction de la financiarisation ne modifie pas les résultats fondamentaux de l'analyse kaleckienne portant sur les économies managériales : un accroissement de la propension à épargner sur les profits réduit l'investissement. De même un accroissement de la part des profits s'accompagne d'un ralentissement de l'accumulation et donc du taux de profit.

L'introduction de l'influence des actionnaires engendre cependant des effets ambigus. D'un côté, comme le montre la fonction d'investissement, le pouvoir croissant des actionnaires exerce une influence négative sur l'accumulation qui ralentit la demande effective par le biais du multiplicateur. De l'autre, il affecte l'épargne via le prix des titres. Il peut alors se produire un effet positif sur la consommation (via l'effet richesse) et donc sur l'investissement (via l'effet accélérateur). En conséquence, cet effet positif peut venir compenser l'effet négatif direct sur l'investissement. En pratique, Stockhammer souligne que cette compensation demeure peu probable, différentes études<sup>26</sup> concluant à la faiblesse de l'effet richesse (environ 5 % de la richesse est consommée aux Etats-Unis et ce montant est inférieur dans les autres pays de l'OCDE). Nous reviendrons sur les débats concernant l'effet richesse dans la section suivante.

Enfin, l'un des derniers effets de l'accroissement du pouvoir des actionnaires concerne le ratio investissement sur profit, qui tend à se réduire. Le montant des profits résulte de la confrontation des objectifs des managers et des actionnaires. L'influence croissante des actionnaires engendre une réduction de l'investissement par rapport au montant des profits, dont l'ampleur dépend de la confrontation entre les deux. Dans un contexte de ralentissement de l'investissement, les résultats de ce modèle conduisent à s'interroger sur les facteurs de la hausse des profits. Or, le modèle de Stockhammer analyse l'influence de la consommation de la richesse mais ne prend pas en compte le versement des dividendes et l'effet de leur consommation.

---

<sup>26</sup> Voir par exemple Poterba (2000), Boyer (2000) et Case *et al.* (2001).

### 2.1.2 La consommation des dividendes comme source de profits

Le maintien, ou l'accroissement, du niveau des profits dans un contexte de faible accumulation pose la question des autres déterminants des profits. Dans cette perspective, Cordonnier (2006) analyse le rôle de la consommation des dividendes lorsque l'accumulation du capital est faible. L'objectif de l'article n'est pas de proposer une formalisation du fonctionnement macroéconomique du régime financiarisé, mais de comprendre le rôle de la consommation des dividendes dans la formation des profits. Par l'utilisation d'une loi de Kalecki « étendue<sup>27</sup> », Cordonnier cherche à montrer que la distribution des dividendes aux actionnaires, source de leur consommation, assure un accroissement des profits alors que l'investissement stagne. En d'autres termes, pour l'auteur, la consommation des profits est à l'origine de la formation des profits elle-même. « *La distribution des dividendes génère des profits dans la mesure exacte où ils sont consommés*<sup>28</sup> ».

Les versements de dividendes représentent une dépense pour les entreprises mais non un coût de production. Il s'agit d'une sortie de liquidités qui n'affecte pas les profits au moment où ils sont versés mais uniquement la trésorerie des entreprises. Cette sortie de liquidités vient accroître les recettes au moment où les dividendes sont consommés. Le montant des dividendes épargnés se traduit par un accroissement de l'endettement des entreprises. Le montant des recettes récupéré via leur consommation ne compense donc pas les dépenses en dividendes. La consommation des profits permet donc leur accroissement et la rentabilité des entreprises peut alors être supérieure à l'accumulation du capital, en fonction de la valeur d'un « multiplicateur de profit », qui dépend positivement de la propension à consommer sur les dividendes ( $c_a$ ) et du taux de distribution des dividendes ( $d$ ) :

$$r = \frac{1}{1 - c_a d} \cdot g$$

La consommation des actionnaires apporte donc des débouchés aux entreprises, leur permettant ainsi de réaliser des profits, alors même que les ventes de biens d'investissement

---

<sup>27</sup> Selon Cordonnier, la loi de Kalecki « restreinte » pose l'égalité entre profit et investissement et surtout la causalité entre les deux variables : l'investissement étant la source des profits.

<sup>28</sup> Cordonnier 2006, p.56.

diminuent<sup>29</sup>. Il se crée alors pour les propriétaires du capital une substitution entre accumulation et consommation<sup>30</sup>. L'influence des actionnaires tend à réduire l'investissement, mais engendre une distribution croissante de dividendes qui vient soutenir la consommation. Dans cet article, les déterminants de l'investissement ne sont qu'évoqués, mais non formalisés, tout comme la dynamique macroéconomique d'ensemble (formation des salaires, dynamique de croissance...).

Van Treeck (2007a et b) insiste lui aussi sur le rôle de la consommation des dividendes comme facteur de soutien du taux de profit dans un contexte de ralentissement du taux d'accumulation lié à l'influence croissante des actionnaires. Nous avons vu dans le chapitre précédent que l'auteur introduisait les dividendes de façon négative dans la fonction d'accumulation<sup>31</sup>. Cependant, l'accroissement des dividendes versés par rapport au stock de capital engendre également une réduction du taux d'épargne. En effet, il réduit l'épargne des entreprises et une partie des dividendes est consommée par les rentiers. La financiarisation modifie donc à la fois la fonction d'accumulation et la fonction d'épargne<sup>32</sup> : elle tend à réduire l'accumulation, mais, en contrepartie, elle a un effet positif sur la consommation<sup>33</sup>. Hein et Van Treeck (2007) montrent également que l'impact de la distribution des dividendes est ambigu. L'influence d'un accroissement des dividendes distribués sur la consommation et l'accumulation dépend de la propension à épargner les dividendes des rentiers, de leur taux de détention de titres et de la sensibilité de l'accumulation au taux de profit retenu et à la valeur actionnariale<sup>34</sup>. Si l'investissement est sensible à la création de valeur pour l'actionnaire et la propension à épargner les dividendes est importante, alors un accroissement du taux de

---

<sup>29</sup> Les comportements d'accumulation ne sont pas formalisés.

<sup>30</sup> Ces conclusions rejoignent celles de Skott et Ryoo (2007), où une réduction du taux de rétention des profits a un impact positif sur le taux d'utilisation dans le cadre d'un modèle kaleckien.

<sup>31</sup> Les dividendes représentent un coût qui vient réduire les ressources disponibles pour financer l'investissement, ce qui crée donc un impact négatif sur l'accumulation du capital.

<sup>32</sup> L'influence de la distribution des profits sur la consommation a également été étudiée dans une perspective marxienne, par Husson (2005). Les conclusions sont proches de celles des auteurs kaleckiens. La distribution de revenus financiers se traduit par la consommation d'une partie de la plus-value. Un accroissement du taux de plus-value, à taux d'investissement constant, s'accompagne donc d'une augmentation de la consommation de la plus-value. En d'autres termes, la consommation des revenus financiers distribués représente la contrepartie d'une augmentation durable du taux de plus-value. Les phénomènes d'exploitation et de financiarisation sont ainsi les deux faces du capitalisme contemporain pour Husson.

<sup>33</sup> Les variations du taux de profit compte tenu de ces deux tendances contradictoires dépendent de la propension à consommer les dividendes et des paramètres de la fonction d'accumulation.

<sup>34</sup> Dans la fonction d'accumulation proposée par les auteurs, les dividendes jouent un rôle négatif deux fois : en réduisant les profits retenus et, de façon directe, en tant qu'indicateur de l'orientation de la gestion des entreprises vers la création de valeur actionnariale.

distribution des dividendes risque de ralentir la croissance. Trois cas peuvent émerger : dans le cas « normal » taux d'utilisation et taux de croissance diminuent suite à un accroissement du taux de distribution des dividendes ; un cas « puzzling » où une hausse des dividendes distribués exerce au contraire un effet positif ; un cas « intermédiaire » où l'effet est positif sur le taux d'utilisation et le taux de profit, mais où le taux d'accumulation recule. Cependant, la fonction d'accumulation formulée par les auteurs est discutable<sup>35</sup>.

Les analyses de Stockhammer (2005-6), Cordonnier (2006) et Van Treeck (2007 a et b) soulèvent la question de l'évolution des déterminants de la demande face à la financiarisation et de l'impact de la répartition des revenus sur la croissance. Il s'agit surtout de voir dans quelle mesure les effets de l'augmentation de la richesse ou des revenus des ménages (via la hausse du prix des titres ou la distribution de dividendes) peuvent compenser ceux de la réduction des salaires et l'influence croissante des actionnaires. Le principal aspect de la « révolution des actionnaires » porte en effet pour Stockhammer sur la répartition des revenus plus que sur les questions d'efficience, à l'inverse de l'argumentation des théories néo-institutionnalistes. La financiarisation engendre un recul de l'investissement au profit d'un accroissement des dividendes distribués. Les revenus des rentiers, constitués des dividendes et intérêts, ont augmenté dans un contexte de croissance plus faible mais de profits plus élevés. Cordonnier montre ainsi que la consommation des dividendes est source d'accroissement des profits dans le cadre d'un ralentissement de l'investissement, ce qui rejoint certains résultats des analyses de Van Treeck et de Hein et Van Treeck (2007), bien que ces auteurs conditionnent ces effets positifs à la valeur des paramètres des fonctions d'accumulation et d'épargne.

### **3 Des modèles *wage-led* – *profit led* à un possible régime de croissance tiré par la finance**

Pour certains modèles, les variations de la répartition des revenus ont un effet *a priori* indéterminé sur la croissance. Le modèle développé par Bhaduri et Marglin (1990) se situe

---

<sup>35</sup> Cf. les critiques élaborées par Cordonnier (2006).

dans cette perspective. Il reprend le cadre kaleckien en ne modifiant que la fonction d'accumulation. Leur modèle aboutit à la présentation de deux régimes de croissance reposant sur la sensibilité de la fonction d'accumulation à ces déterminants (3.1). Le prolongement de ces modèles dans le cadre de l'analyse de la financiarisation repose sur l'introduction de la consommation de la richesse, susceptible de faire émerger un régime tiré par la finance (3.2).

### **3.1 De la relation entre profits et accumulation aux modèles *wage-led* / *profit-led***

Le modèle de Bhaduri et Marglin repose sur les mêmes hypothèses que dans les modèles kaleckiens : taux d'utilisation et taux d'accumulation endogènes ; répartition déterminée de façon exogène<sup>36</sup>. Cependant, selon Bhaduri et Marglin, les analyses kaleckiennes n'ont pas intégré les effets dépressifs d'un accroissement des salaires sur l'activité économique. Pour les auteurs, la fonction d'accumulation kaleckienne fait apparaître deux fois le taux d'utilisation : au sein du taux de profit et en tant que tel. Par conséquent, les effets d'une variation du taux d'utilisation seraient surreprésentés. Ainsi, pour les auteurs, une baisse de la part des profits compensée par un accroissement du taux d'utilisation doit pouvoir aboutir à une accumulation plus faible, à la différence des modèles kaleckiens. Un accroissement du taux de profit peut être lié soit à une hausse du taux d'utilisation des capacités productives soit à un accroissement dans la marge de profit.

C'est pour cela qu'ils distinguent dans la fonction d'accumulation le taux d'utilisation de la part des profits. Le modèle repose ainsi sur l'idée que les entrepreneurs ne réagissent pas à une augmentation du taux de profit de la même façon selon qu'elle découle d'une hausse du taux d'utilisation (effet accélérateur), ou d'une hausse de la part des profits (effet profitabilité) :

$$\frac{I}{K} = \bar{g} + g_{\pi}\pi + g_u u$$

---

<sup>36</sup> Les variations du taux de salaire réel sont supposées exogènes afin d'analyser les interactions entre variation des salaires réels et chômage, en d'autres termes entre répartition des revenus et production par une méthode de statique comparative.

Un accroissement des salaires réels diminue la part des profits, ce qui accroît la consommation. Cependant, la demande agrégée peut s'accroître ou diminuer en fonction de l'impact de la plus faible part des profits sur l'investissement. Un accroissement exogène des salaires réels provoque à la fois un accroissement du taux d'utilisation et un recul de la profitabilité, toute chose égale par ailleurs. L'effet global dépend alors de la sensibilité de l'accumulation à ces deux déterminants. L'équation précédente a ainsi pour objectif de séparer l'impact côté « demande » sur l'investissement, via le taux d'utilisation, de l'impact côté « offre », qui passe par la baisse des coûts qui suit un salaire réel plus faible et une part des profits plus élevée.

Le type de régime est déterminé par la sensibilité de l'épargne et de l'investissement à la part des profits et au taux d'utilisation, l'équilibre entre l'épargne et l'investissement est :

$$\frac{s\pi u}{k} = \bar{g} + g_{\pi}\pi + g_u u$$

A partir de cet équilibre il est possible d'étudier la variation relative du taux d'utilisation par rapport à la part des profits, ce qui permet de spécifier le type de régime :

$$\partial u / \partial \pi = (g_{\pi} k - su) / (s\pi - g_u k)$$

Pour que le modèle soit stable, il faut que :

$$s\pi - g_u k > 0$$

La détermination du type de régime économique dépend des effets de la répartition des revenus sur l'investissement, ce qui renvoie au signe de  $(g_{\pi} k - su)$ . Une hausse de la part des profits peut s'accompagner d'un recul de l'investissement, si celui-ci dépend surtout du taux d'utilisation. Si la réduction des salaires s'accompagne de celle de la demande agrégée  $(g_{\pi} k < su)$ , l'économie est *wage-led* ou « sous-consommatrice<sup>37</sup> ». Dans ce régime, la réduction de la consommation due au recul des salaires réels n'est pas compensée par le redressement de la profitabilité et l'investissement recule. Une relation inverse existe donc dans ce cas entre part des profits et taux d'utilisation. Une hausse de la part des salaires peut

---

<sup>37</sup> « *under-consumptionist* ».

au contraire exercer des effets récessifs via la baisse de la part des profits, qui tend à réduire l'investissement ( $g_{\pi}k > su$ ). L'économie se situe alors dans une configuration *profit-led*. Ce type de résultat est opposé à ceux des modèles kaleckiens, où une baisse de la part des salaires s'accompagne toujours d'une réduction du taux d'utilisation des capacités productives et du taux de profit.

La configuration du régime dépend de la sensibilité de l'investissement et de l'épargne à la profitabilité. Le régime « coopératif », où les salariés voient la part des salaires s'accroître et où les ventes supplémentaires apportent un profit plus important malgré la baisse de la part des profits, est valide si :

$$g_u u \geq g_{\pi} \pi$$

Il faut que les capitalistes répondent de façon plus forte à la hausse des taux d'utilisation qu'à la baisse de la part des profits. Il existe un risque de sous-accumulation qui peut conduire à un accroissement du chômage. De ce fait, la part des salaires ne peut croître indéfiniment<sup>38</sup>.

Les auteurs kaleckiens ont critiqué le modèle proposé par Bhaduri et Marglin<sup>39</sup>. Les critiques portent essentiellement sur les déterminants de la fonction d'investissement, qui sont à l'origine des conclusions divergentes quant aux relations de long terme entre part des salaires et accumulation (Lavoie, Rodríguez et Seccareccia, 2004).

La première critique repose sur l'aspect peu réaliste du « *puissant effet de la part des profits* » sur l'investissement (Blecker, 2002, p.137). L'incitation à investir consécutive à une hausse de la part des profits doit être suffisante pour entraîner une hausse de la demande effective afin que le régime soit *profit-led*. En d'autres termes, il faut que l'investissement augmente et que cette hausse fasse plus que compenser le recul de la consommation. Blecker montre que l'existence d'un régime *profit-led* dans le cadre des hypothèses posées par

---

<sup>38</sup> Taylor (2004) insiste également sur le fait qu'il existe une sorte de limite aux effets positifs d'une hausse de la part salariale dans un régime *wage-led*. Dans le cas où l'économie est tirée par les profits, il existe au contraire un risque de suraccumulation.

<sup>39</sup> Pour une critique de ces modèles à partir d'une reformulation kaleckienne, voir Lavoie (1995).

Bhaduri et Marglin ne peut se produire qu'avec des valeurs de paramètres peu réalistes<sup>40</sup>. L'élasticité de l'investissement désiré par rapport à la part des profits doit ainsi excéder l'unité. Une autre critique, formulée par Mott et Slattery (1994), concerne la spécification de la fonction d'investissement. Les décisions des entrepreneurs n'ont aucune raison de reposer sur la part des profits, elles reposent principalement sur le taux d'utilisation, car les entrepreneurs ne souhaitent pas qu'il soit trop élevé ou trop faible, et sur le taux de profit qui conditionne dans ces modèles l'accès au financement en constituant un indicateur des possibilités d'emprunt des entreprises. Dans une perspective proche, pour Stockhammer (1999), une réduction de la part des profits ne peut affecter l'investissement que si elle est suivie d'un recul du taux de profit. Nous nous rallions globalement à ces critiques, ce qui nous conduira à ne pas retenir l'introduction de la part des profits dans la fonction d'accumulation et à utiliser le taux de profit. Néanmoins, ces modèles ont fait l'objet de prolongements afin d'analyser les conséquences de la financiarisation.

### **3.2 L'introduction des variables financières dans les modèles *wage-led* - *profit-led* : vers un régime *finance-led***

Dans le cadre de ces modèles, la financiarisation modifie à la fois les comportements d'investissement et de consommation. La nature du régime de croissance peut s'en trouver modifiée et de nouvelles configurations émergent. Pour Boyer (2000), le régime de croissance peut être tiré par la consommation issue de la richesse des ménages et donc par la part des profits. L'un des intérêts de ce modèle concerne la détermination endogène des salaires, dans le cadre d'un régime financiarisé. Cependant, à la différence du modèle de Bhaduri et Marglin (1990), la détermination du régime ne s'effectue pas uniquement en fonction des paramètres de la fonction d'investissement. La financiarisation modifie les décisions d'investissement via les normes de rentabilité financière exigée, qui sont exogènes et fixées par les marchés financiers, qui tendent à diminuer l'investissement<sup>41</sup>. Les paramètres qui caractérisent

---

<sup>40</sup> A partir d'une étude empirique, Bowles et Boyer (1995) ont montré que les différences de propension à épargner sur les profits et les salaires sont suffisamment importantes pour compenser les effets positifs des profits sur l'investissement. Seule l'ouverture internationale est susceptible pour ces auteurs de faire basculer les économies dans des régimes *profit-led*. Cependant, cette question s'éloigne de notre cadre d'analyse.

<sup>41</sup> L'investissement dépend de la différence entre le taux de profit et les normes de rentabilité financière, ainsi que de la croissance de la demande, cf. le chapitre précédent pour une présentation plus détaillée.

l'importance relative de chaque déterminant de l'investissement occupent toujours une place importante dans la détermination du régime et les évolutions de la part des profits exercent un impact *a priori* indéterminé sur l'accumulation. Par conséquent, ce modèle s'inscrit dans le cadre de celui de Bhaduri et Marglin<sup>42</sup>.

Cependant, cette détermination passe également par les comportements de consommation, qui dépendent à la fois des salaires ( $W$ ) et de la richesse des ménages ( $V$ ) dans un régime financiarisé, ainsi que d'une composante autonome ( $c_0$ ) :

$$C = \alpha W + \beta V + c_0$$

La richesse des ménages dépend de façon négative des salaires, ce qui diffère des modèles de Stockhammer et Cordonnier, du ratio d'évaluation (le  $q$  de Tobin dans ce modèle, qui est considéré comme exogène<sup>43</sup>) et par le taux d'intérêt<sup>44</sup> ( $i$ ):

$$V = q \cdot \frac{Y - W}{i}$$

Selon la sensibilité de la fonction de consommation à la richesse, donc au profit, ou aux salaires, apparaissent différents régimes de croissance. L'introduction de ces comportements tend à élargir la zone où les profits peuvent avoir un effet positif sur la demande, par rapport aux modèles qui analysent les économies managériales.

La dynamique du modèle repose en grande partie sur la différence existant entre la propension à consommer sur les salaires et sur la richesse. L'accroissement des normes de rentabilité financière tend en effet à réduire l'investissement ainsi que la masse salariale réelle, mais exerce un impact positif sur la richesse des ménages, lié au recul des salaires. Les entreprises ont ainsi tendance à réduire leur masse salariale pour atteindre les normes de

---

<sup>42</sup> Hein et Van Treeck (2007) ont également proposé une variante de leur modèle avec une fonction d'investissement incorporant la part des profits. Cependant, les résultats obtenus ne sont pas véritablement différents de ceux de l'analyse présentée dans la section 2.2.2. Les effets d'un accroissement du taux de distribution des dividendes dépendent toujours des mêmes variables. Une part des profits élevée tend juste à déplacer l'économie vers le cas « intermédiaire ».

<sup>43</sup> Il est fixé comme égal à l'unité, ce qui pose problème, comme le soulignent Skott et Ryoo (2007), d'autant que ce ratio est particulièrement affecté par la financiarisation et que cette variable est centrale dans le modèle en influençant la consommation des ménages.

<sup>44</sup> Il est fixé dans ce modèle par la banque centrale afin d'éviter la formation de bulles spéculatives.

rentabilité financière ( $\rho$ ). Les salaires dépendent également de la demande et d'une composant autonome ( $w_0$ ) :

$$W = f Y - e \rho + w_0$$

Un accroissement de la masse salariale réelle peut réduire la consommation si les ménages ont complètement intégré les revenus issus des actifs financiers<sup>45</sup>. La dynamique de la répartition des revenus interagit donc avec la croissance et les effets d'une réduction de la part des salaires sont *a priori* indéterminés et dépendent de la configuration du régime. Ce résultat diffère de ceux des modèles kaleckiens que nous avons présentés précédemment, où un recul de la part salariale s'accompagne d'un ralentissement de l'accumulation et de la croissance, y compris dans un régime financiarisé.

Deux principaux effets vont déterminer les configurations du régime de croissance. Le premier est l'effet profit. L'accroissement des profits peut, dans certains cas, exercer un effet positif sur la demande lorsque l'effet richesse est significatif. Le second effet est l'effet accélérateur, qui mesure l'effet de l'accroissement de la demande sur l'investissement. En outre, afin de déterminer les configurations possibles, il est nécessaire de prendre en compte l'effet négatif d'un accroissement des normes de rentabilité financière sur les salaires, qui constituent toujours l'un des déterminants de la demande.

Quatre régimes de demande émergent en fonction de l'ampleur de l'effet profit et de l'effet accélérateur. Boyer résume ces quatre régimes dans le tableau suivant (Boyer 2000, p.126) :

---

<sup>45</sup> C'est le cas lorsque la propension à consommer la richesse est supérieure la propension à consommer les salaires.

**Tableau 4. 2 :** Typologie des régimes de demande d'une économie financiarisée

	L'effet profit domine l'effet sur les salaires	L'effet sur les salaires domine l'effet profit
Faible effet accélérateur	<p><b>CAS 3</b></p> <p>La demande diminue avec les salaires des employés</p> <p>Un accroissement des normes de rentabilité exerce un impact négatif</p> <p><i>Déséquilibre entre l'effet titre et la nature de l'investissement</i></p>	<p><b>CAS 1</b></p> <p>Demande décroissante (cas fordiste)</p> <p>L'accroissement des normes de rentabilité exerce un impact négatif</p> <p><i>Effet dépressif des exigences de rentabilité sur le cercle vertueux fordiste</i></p>
Fort effet accélérateur	<p><b>CAS 2</b></p> <p>Accroissement de la demande (effet du marché financier)</p> <p>Accroissement des normes de rentabilité exerce un impact positif</p> <p><i>Cas vertueux de la nouvelle finance : les intérêts des employés sont compatibles avec ceux des entreprises</i></p>	<p><b>CAS 4</b></p> <p>Demande décroissante</p> <p>Accroissement des normes exerce un impact positif</p> <p><i>Restriction salariale est favorable aux employés en dépit de la faiblesse de l'effet titre</i></p>

L'un des régimes possibles est un cercle vertueux de croissance financière (cas 2). Il peut apparaître à condition que l'effet richesse soit relativement développé et que les marchés financiers aient conduit à une généralisation des comportements d'investissement déterminés par la profitabilité. Dans ce cas, un accroissement des normes de rentabilité financière exerce un effet favorable sur la demande même si l'effet accélérateur occupe toujours une place

importante. L'effet profit domine dans ce cas les effets sur les salaires. Les salariés peuvent bénéficier de la croissance de la demande mais peuvent également être pénalisés suite à l'accroissement des normes de rentabilité financière. Les intérêts des employés peuvent apparaître dans ce cas compatibles avec ceux de l'entreprise, mais ils peuvent également être les perdants de la financiarisation alors que l'économie dans son ensemble atteint un équilibre plus élevé. En d'autres termes, dans un régime totalement financiarisé, l'accroissement de la demande peut s'accompagner d'une réduction des salaires.

Dans le second régime (cas 1), un accroissement des normes de rentabilité financière se traduit par contre par un effet négatif. C'est le cas lorsque l'économie est toujours dominée par des relations de type salarial, c'est-à-dire, lorsque les salaires demeurent le principal déterminant de la consommation. Dans ce cas, l'effet richesse est de faible ampleur, ainsi que l'effet accélérateur. Ce type de régime est proche du modèle fordiste et un accroissement des normes de rentabilité financière se traduit par le déplacement vers un point d'équilibre plus bas pour les salaires et la demande.

La troisième configuration (cas 3) correspond à celle d'un système financier « hybride ». L'effet accélérateur n'est pas suffisant pour accroître la demande mais la financiarisation joue son rôle en termes de modification des comportements de consommation. Un accroissement des normes de rentabilité financière conduit à une réduction des salaires et exerce un effet ambigu sur l'activité économique.

Enfin, dans le dernier régime du modèle (cas 4), le « régime salarial paradoxal », l'effet accélérateur est fort. Un accroissement des normes de rentabilité financière est suivi d'un accroissement de la demande, mais les effets sur les salaires sont ambigus.

Les valeurs des paramètres de l'équation des salaires sont importantes pour la stabilité de chacune de ces configurations. Les salaires ne doivent pas dépendre trop fortement des évolutions de la demande, sinon, le modèle devient instable. En d'autres termes, toutes ces configurations ne sont stables que si la relation salariale, les modalités de fixation des salaires, n'est pas trop compétitive. Ce résultat s'applique également pour le régime reposant sur la richesse financière. Dans chaque cas, il existe également un seuil pour les normes de

rentabilité exigées par les marchés financiers. La limite est élevée si les effets accélérateurs sur l'investissement sont faibles et elle est basse si ces effets sont forts. Si cette limite n'est pas respectée, le modèle tend vers l'instabilité. Enfin, un accroissement exogène des salaires exerce un impact macroéconomique positif seulement si le régime se situe dans une configuration fordiste ou dans une configuration de « régime salarial paradoxal ». Le dernier résultat du modèle concerne le développement des différents régimes et leur stabilité compte tenu de l'état de la financiarisation. Le développement des marchés financiers étend mécaniquement la zone reposant sur la richesse, mais, dans le même temps rapproche l'économie de la zone d'instabilité structurelle. Il existe donc un seuil au-dessus duquel la financiarisation déstabilise l'équilibre macroéconomique.

La répartition des revenus et le régime de demande sont donc directement affectés par la financiarisation. Il se dégage un régime de croissance stable si certaines conditions sont respectées. L'analyse de Stockhammer (2004) rejoint sur le rôle de l'effet richesse celle de Boyer. En effet, pour Stockhammer, l'effet richesse qui suit l'accroissement des prix des titres est susceptible de permettre un accroissement de la consommation comme nous l'avons évoqué précédemment, même si cet effet reste globalement de faible ampleur pour l'auteur. De même, pour Boyer, l'effet richesse existe probablement aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne mais il est loin d'exercer un impact dans d'autres pays tels que le Japon, l'Allemagne ou la France.

L'effet richesse est également analysé par Poterba (2000) au niveau empirique. L'auteur souligne dans un premier temps que l'impact sur l'ensemble de l'économie de cet effet demeure très faible. Cela est dû principalement à la concentration de la majorité du stock de titres au sein d'une petite fraction des ménages. Les inégalités de détention de la richesse produisent des conséquences importantes sur l'évaluation de l'effet richesse. En effet, pour la plupart des ménages, l'accroissement de la valeur des actifs n'exerce qu'un effet modeste. De plus, l'auteur souligne l'importance des décalages temporels qui peuvent exister entre l'accroissement de la richesse et celui de la consommation. Si ce décalage atteint plusieurs années, les fluctuations du marché des actifs n'exercent qu'un faible impact sur la consommation. Par contre, si ce lien est immédiat, la variation de la valeur des actifs s'accompagne de celle de la consommation. Cependant, pour l'auteur, la propension à

consommer liée à un changement de la valeur des titres s'avère inférieure à celle des autres composantes de la richesse. Il se dégage donc un problème de mesure de la propension à consommer à partir de la richesse. En effet, celle-ci varie à travers le temps surtout du fait des modifications de sa composition. L'accroissement de la part des titres tend, chez Poterba à réduire la propension à consommer sur la richesse. L'auteur évalue la proportion dans laquelle les gains sur les marchés financiers affectent la consommation entre 0,01 et 0,05 en fonction des pays. Le boom du marché des actifs dans les années 1990 a ainsi principalement exercé un effet sur la demande des produits de luxe, du fait de la concentration de la richesse, ce qui provoque des effets macroéconomiques de faible ampleur. Cependant, il est possible que des changements dans les prix des actifs affectent les ménages qui ne détiennent pas de titres via les effets sur la confiance des consommateurs ou l'incertitude que les consommateurs perçoivent sur les conditions économiques futures. Toutefois, ce canal de la confiance ne doit pas être contraint par la logique des contraintes budgétaires qui peuvent limiter les effets de richesse plus traditionnels. Cet effet est peu quantifié dans la littérature. De plus, il existe un autre problème lié à l'effet richesse. Il s'agit de l'asymétrie potentielle avec laquelle les changements dans la richesse affectent la consommation. Il existe une possibilité que les consommateurs réagissent plus rapidement à une contraction de leur richesse qu'à son expansion. De ce fait, il n'apparaît pas possible pour l'auteur de définir un effet richesse.

L'analyse de Poterba rejoint sur ce point les critiques de Froud *et al.* (2002). Pour ces auteurs, la financiarisation et la cohérence macroéconomique de ce régime connaissent des limites qui reposent sur trois principaux facteurs. Tout d'abord, pour la majorité des ménages, la financiarisation ne supprime pas les effets monétaires et macroéconomiques de la relation d'emploi. Une spirale baissière des salaires ne peut être contrecarrée par l'effet richesse. Les auteurs critiquent ici le modèle de Boyer et notamment les éventuels effets positifs d'une réduction de la part des salaires du fait de l'effet richesse. Une majorité de la population n'a pas accès à l'épargne et la consommation reste donc très dépendante des salaires. Une baisse de ces derniers provoque alors un accroissement des inégalités et une réduction de la consommation qui ne peut être compensée par l'effet richesse. Ce régime est en effet porteur d'inégalités du fait qu'une partie seulement de la population bénéficie des dividendes et intérêts ainsi que de l'accroissement du prix des titres. De plus, une partie du régime demeure non financiarisée, ce qui limite les effets des secteurs financiarisés. Ces logiques non

financières entretiennent un certain pouvoir de résistance au régime tiré par la finance, surtout lorsque le processus de financiarisation n'en est qu'au commencement.

## CONCLUSION

Ce chapitre a permis de montrer les principales conséquences de la financiarisation sur la dynamique entre répartition et déterminants de la demande. Afin de comprendre les différences de résultats entre auteurs, il est apparu nécessaire de présenter les cadres d'analyse portant sur les économies managériales. En effet, le statut accordé à la répartition varie en fonction des modèles. Alors que dans les modèles kaleckiens et *wage-led – profit-led*, la répartition est déterminée de façon autonome par la fixation du taux de marge, souvent exogène, elle dépend de facteurs macroéconomiques dans les modèles cambridgiens, et notamment du taux d'accumulation et de croissance qui sont des variables exogènes. Les analyses kaleckiennes et *wage-led – profit-led* étudient l'impact d'une variation de la répartition sur la croissance alors que pour les modèles cambridgiens, la croissance est indépendante de la répartition, dont les variations assurent l'équilibre entre épargne et investissement.

Les auteurs cambridgiens ont analysé l'impact de la financiarisation sur la détermination de l'équilibre macroéconomique. Des divergences apparaissent entre les auteurs, alors que pour Kaldor le ratio d'évaluation devient le mécanisme par lequel s'opère l'ajustement dans une économie financiarisée, ce ratio ne constitue qu'un déterminant de la répartition pour Commendatore. La financiarisation réduit la part des profits dans le modèle de Kaldor (1966) : un accroissement de l'émission de titres diminue le taux de profit. Au contraire pour Commendatore (2003), la financiarisation déplace la répartition des revenus en faveur des profits : une hausse du ratio d'évaluation accroît le taux de profit.

Les modèles kaleckiens mettent en avant le ralentissement de l'accumulation qui provient de la prise de contrôle croissante des actionnaires sur la gestion des entreprises. Il s'agit ensuite pour ces modèles d'expliquer comment les profits peuvent se maintenir dans ce contexte. L'effet richesse, mais surtout la consommation des dividendes, apparaissent alors comme les moteurs de la croissance des profits. Globalement, tout accroissement de la part

des profits provoque un ralentissement de la croissance, ce qui rejoint les résultats des modèles traitant des économies managériales.

Enfin, les modèles *wage-led* – *profi-led* ont également été utilisés pour traiter des économies financiarisées. Plusieurs régimes de demande émergent en fonction des paramètres des fonctions de consommation et d'investissement. La croissance peut être soit tirée par la richesse financière des ménages, soit, au contraire, ralentie par les pressions à la baisse exercées par les actionnaires sur la part salariale. L'accroissement des normes de rentabilité financière est ainsi susceptible de ralentir l'accumulation tout comme de relancer la demande par le biais de l'effet richesse. A l'image du modèle de Bhaduri et Marglin, les intérêts des salariés peuvent être contradictoires avec ceux des entreprises. L'un des principaux apports de ces modèles concerne l'analyse des déterminants de la fonction d'accumulation du capital (notamment l'influence négative des actionnaires) et l'impact de la financiarisation sur la dynamique macroéconomique d'ensemble. Même si l'effet richesse est de faible ampleur, il est intéressant de l'introduire, afin entre autres de discuter de la pertinence d'un possible régime tiré par la consommation sur la richesse financière.

Le modèle que nous développerons dans le chapitre suivant reprendra certaines des hypothèses présentées ici. Entre autres, nous adopterons l'hypothèse de normes de rentabilité financière imposées par les acteurs financiers. Cette hypothèse renvoie à l'idée de conflit distributif et d'une répartition des revenus qui repose en partie sur le rapport de forces entre les acteurs et de facteurs institutionnels tels que ceux décrits dans le troisième chapitre (comme le type de gouvernance d'entreprise par exemple). A l'image des modèles cambridgiens, la prise en compte de facteurs macroéconomiques semble nécessaire afin de déterminer la répartition des revenus. Le taux de croissance économique notamment se répercute sur le taux de chômage, ce qui contribue à faire évoluer le pouvoir de négociation des salariés. La croissance du chômage qui accompagne le recul de la part salariale dans la valeur ajoutée en France renforce ce type d'approche. Nous reprenons également l'hypothèse d'un taux d'utilisation des capacités productives endogène (comme dans les modèles kaleckiens et *wage-led* – *profit-led*). Nous développerons plus en détail dans le chapitre suivant l'ensemble des hypothèses retenues et le cadre dans lequel va s'inscrire le modèle proposé.

Ce chapitre a donc permis à la fois de situer les différentes analyses portant sur les liens entre financiarisation et répartition, mais également de poser les bases, et notamment les hypothèses, qui vont être utilisées dans la construction du modèle du cinquième chapitre. Nous utiliserons également ces résultats afin de les comparer à ceux issus du modèle du chapitre suivant.



## CHAPITRE V

### FINANCIARISATION ET RÉPARTITION : UN MODÈLE

---

Nous avons vu au chapitre précédent qu'il existe peu de modèles analysant à la fois les déterminants de la répartition, la formation des fonctions de comportement et la dynamique macroéconomique d'ensemble dans une économie financiarisée. Cependant, les modèles postkeynésiens fournissent un cadre d'analyse particulièrement adapté à l'intégration des variables monétaires, financières et réelles, comme le montrent les prolongements des modèles cambridgiens, kaleckiens ou *wage-led – profit-led*, effectués afin d'analyser la financiarisation. L'analyse postkeynésienne situe en effet d'emblée l'économie comme une économie monétaire de production<sup>1</sup>. La production est rendue possible par les avances accordées par les banques sous forme de crédits et les entreprises s'endettent avant de recouvrer ces avances monétaires par les profits issus de la production. Les ménages détiennent également des actifs monétaires et financiers. La monnaie n'est donc pas neutre, elle peut être conservée pour elle-même et l'épargne ne constitue pas nécessairement une consommation future.

Nous retenons de ces modèles certaines hypothèses et résultats qui vont servir de cadre à l'analyse menée dans ce chapitre. Le taux d'utilisation des capacités productives est inférieur à l'unité, ce qui est une hypothèse clé des modèles kaleckiens. De plus, le modèle construit ici repose sur une fonction de production à rendement constant et à facteurs complémentaires, à l'image des trois séries de modèles présentées dans le chapitre précédent. De même, nous reprenons l'hypothèse de propensions à épargner différentes entre classes sociales et secteurs institutionnels. Toujours à l'image de ces modèles, la répartition des revenus ne dépend pas

---

<sup>1</sup> Cf. Van de Velde (2005).

d'une fonction de production, de facteurs technologiques, mais dépend à la fois de facteurs macroéconomiques, comme dans les modèles cambridgiens, et de déterminants autonomes relevant du conflit distributif, à l'image des modèles kaleckiens et *wage-led / profit-led*. La part des profits est donc déterminée par le taux de marge<sup>2</sup>, qui sera ici endogène alors qu'il est souvent exogène dans les modèles kaleckiens. De même, les résultats du troisième chapitre nous permettent de spécifier les fonctions de comportement qui sont modifiées par la financiarisation.

L'objectif de ce chapitre est de proposer un modèle analysant les interactions entre financiarisation, répartition et dynamique macroéconomique. Il s'agit en d'autres termes d'étudier l'impact d'un renforcement du rôle des agents financiers sur les comportements macroéconomiques des entreprises dans un premier temps puis des ménages ensuite.

Ce chapitre constitue le cœur de notre démarche théorique et a pour objectif de fournir un cadre d'analyse des évolutions de la situation française, compte tenu des transformations institutionnelles en cours, que nous avons présentées dans les deux premiers chapitres, au regard des analyses postkeynésiennes du chapitre précédent et de l'introduction de variables de financiarisation issues des résultats du troisième chapitre. Notre démarche peut ainsi être qualifiée de macroéconomique ; cette macroéconomie n'est toutefois pas aprioriste comme c'est le cas dans les approches dominantes, mais ouverte sur l'histoire. Celle-ci est mobilisée à travers l'analyse des mutations institutionnelles (essentiellement dans le domaine financier) pour spécifier certaines équations de comportement qui jouent ici un rôle central<sup>3</sup>.

Godley et Lavoie (2001-2 et 2007) ont développé une méthodologie reposant sur un cadre comptable cohérent, intégrant à la fois les stocks et les flux, qui s'avère particulièrement adaptée à l'étude des transformations liées à la financiarisation. Cette méthode, que nous faisons nôtre, permet en effet de prendre en compte de façon complète les interactions financières entre secteurs institutionnels, et ainsi d'apporter les modifications nécessaires aux fonctions de comportement sans laisser de variables inexplicées. La construction d'un modèle stock-flux repose sur quatre étapes :

---

<sup>2</sup> Le taux de marge est appliqué sur les coûts unitaires de production, qui sont dans ce modèle uniquement salariaux.

<sup>3</sup> Cette ouverture sur l'histoire élimine la présomption d'ad hocité que ne manquerait pas de brandir l'orthodoxie.

1. l'écriture des matrices comptables
2. le décompte des variables et identités comptables issues des matrices
3. la définition de chaque variable par une équation (identité comptable ou équation de comportement)
4. l'analyse des propriétés du modèle par la simulation informatique

Ce chapitre présente les trois premières étapes. Avant de commencer la construction du modèle, il convient dans un premier temps de présenter la méthodologie que nous utilisons ici ainsi que les principales hypothèses du modèle et les questions théoriques soulevées (1). Ensuite, nous présenterons les matrices de comptabilité ainsi que les variables et identités comptables (2). Il est alors possible à partir de définir ces variables par une équation (3)<sup>4</sup>. La quatrième étape sera présentée dans le chapitre suivant.

## 1 Présentation de la méthodologie et des hypothèses

Le modèle que nous élaborons dans ce chapitre est construit à partir de la méthodologie des modèles « stock-flux cohérent » (1.1). Il repose pour partie sur les hypothèses présentées dans le chapitre précédent (1.2).

### 1.1 Présentation de la méthodologie

Le modèle présenté dans cette section est donc un modèle « stocks-flux cohérent » (SFC), qui reprend la méthodologie développée entre autres par Godley et Lavoie (2001-2 et 2007), ainsi que par Mouakil (2006). La méthode de comptabilité matricielle a été élaborée à Cambridge et à Yale dans les années 1970 et 1980. Tobin (1982, p.172-173) a résumé les principales caractéristiques de la méthode *Stock-Flow Consistent* :

- la précision temporelle
- le suivi de l'évolution des stocks qui renvoie à la dynamique entre les flux et les stocks

---

<sup>4</sup> Le modèle comporte 34 équations, cf. l'annexe 1 pour un rappel de ces équations et leur présentation sous Eviews.

- la présence de plusieurs actifs et taux de rendement
- la modélisation des opérations financières et de politique monétaire
- la loi de Walras qui implique de respecter les contraintes de budget et les contraintes d'addition concernant les demandes d'actifs financiers et monétaires.

La logique temporelle est particulièrement importante dans les modèles SFC. Dans ces modèles, les opérations ne surviennent pas toutes en même temps et suivent une chronologie précise spécifiée par l'usage de variables retardées. Les retards permettent de comprendre les processus à l'œuvre et d'assurer que les causes précèdent les effets, évitant ainsi des télescopages temporels (Godley et Lavoie, 2007). La présence de plusieurs actifs et taux de rendement permet de construire une structure financière élaborée qui est utile dans le cadre de notre recherche afin de prendre en compte les évolutions des comportements de financement de l'investissement et d'épargne des ménages qui caractérisent le processus de financiarisation. Ces modèles donnent également un rôle central au comportement du système bancaire hiérarchisé et des marchés financiers (Godley 1996 par exemple), ce dernier point étant également central pour la problématique développée ici. En d'autres termes, la monnaie, et plus précisément la monnaie de crédit, est centrale dans ces modèles. La présence d'incertitude ainsi que du délai nécessaire aux processus d'investissement, de production et de répartition nécessite l'introduction de la monnaie, notamment pour besoin de financement (Godley, 1996, 1999). L'un des principaux intérêts de cette méthodologie repose donc ici sur la modélisation cohérente des relations entre sphère financière et sphère réelle.

L'articulation cohérente des stocks et des flux est notamment permise par la construction des matrices de comptabilité. La structure comptable du modèle repose ainsi sur l'élaboration des matrices de transactions et de bilans, qui représentent le squelette du modèle (Taylor, 2004 p.1) ainsi que la première étape de sa construction. La complexité de ces matrices va dépendre de celle de la maquette de l'économie que décrit le modèle. Comme le remarquent Dos Santos et Zezza (2004), avec cette méthodologie, le cadre comptable est spécifié de façon rigoureuse et intègre les flux et stocks financiers, avec des bilans complets : les flux viennent augmenter les stocks et chaque stock est associé aux flux par une équation dynamique reliant le présent au passé. Chaque actif financier détient une contrepartie au passif. « *Les contraintes budgétaires de chaque secteur décrivent comment la balance entre les flux de dépenses, le revenu des facteurs et les transferts génèrent en contrepartie des changements dans les stocks*

*d'actifs et de passifs*<sup>5</sup> ». En d'autres termes, les flux et les gains et pertes en capital doivent nécessairement accroître ou décroître les stocks qui, à leur tour, influencent les flux futurs (Dos Santos et Zezza, 2004b). Ce cadre permet une description complète du modèle mais également une vérification des hypothèses théoriques : il assure que chaque flux provient de quelque part et arrive quelque part et l'épargne ainsi que les emprunts s'ajoutent au stock de richesse ou d'endettement. Les implications sur l'ensemble du système liées aux choix des hypothèses peuvent ainsi être pleinement analysées.

Trois éléments théoriques de l'analyse postkeynésienne sont particulièrement mis en avant par cette méthodologie (Dos Santos et Zezza, 2004). Il s'agit de l'importance de la production, de la circulation financière entre secteurs et de l'interdépendance des bilans. Les matrices qui présentent le cadre comptable permettent d'identifier avec précision les interrelations entre les transactions inter-secteurs, à la fois pour une période donnée comme entre les périodes. De plus, un tel cadre permet également d'analyser de façon cohérente les implications endogènes des évolutions de la répartition primaire des revenus.

Enfin, la dernière caractéristique de ces modèles concerne le comportement de chaque secteur institutionnel, modélisé de façon à ce qu'il respecte sa contrainte budgétaire ainsi que les autres contraintes comptables issues des matrices de stocks et de flux. Le respect de la contrainte budgétaire passe par le fait que pour chaque période comptable, les décisions des agents économiques sont contraintes par ce qu'ils détiennent en début de période, par ce qu'ils gagnent durant la période et par leur accès au crédit.

Selon la logique comptable, dans une économie à N secteurs, les flux de transactions d'un secteur donné sont déterminés par les transactions des N-1 autres secteurs. De ce fait, si les contraintes budgétaires sont respectées pour N-1 secteurs, alors la contrainte budgétaire du N<sup>e</sup> secteur est forcément vérifiée et peut être laissée en dehors de l'analyse (Backus *et al.*, 1980). Ce principe est donc proche de celui de la loi de Walras, cependant, il ne repose sur aucun mécanisme d'équilibre par les prix et traduit la cohérence comptable, l'absence de « trou noir » (Godley, 1996, p. 7). Il exprime simplement le fait que ce que les secteurs 1 à N-1 payent au secteur N est égal à ce que le secteur N reçoit de ces secteurs, et vice-versa.

---

<sup>5</sup> Lavoie et Godley (2001-2), p. 102 et Lavoie 2001, p. 2.

Concernant les actifs monétaires et financiers, les contraintes comptables et d'addition impliquent que lorsque la demande d'un actif s'accroît, pour une richesse donnée, elle doit être compensée par une variation de même montant mais de signe opposé de la demande des autres actifs, de façon à ce que la contrainte de budget soit respectée. Les identités comptables impliquent donc que la totalité doit nécessairement être égale aux sommes des parties et certaines combinaisons de flux et stocks doivent nécessairement être égales à d'autres (Dos Santos et Zezza, 2004). De ce fait, les sommes des lignes et colonnes de la matrice de flux sont égales à zéro. Les bilans des agents sont ainsi interdépendants.

L'utilisation de ce cadre comptable implique un nombre donné de degrés de liberté du système et ceci limite le nombre de possibles « fermetures » ou « bouclages » du modèle. La combinaison entre la théorie du portefeuille et la matrice des flux de transactions, ainsi que d'autres comportements keynésiens standards où les flux dépendent des stocks des périodes précédentes, est ce qui fournit un modèle macroéconomique entièrement cohérent (Lavoie, 2001).

Une fois les matrices construites, la seconde étape consiste à dresser la liste des variables présentes dans la matrice des flux puis à recenser les identités comptables nécessaires à la bonne retranscription du modèle. Enfin, chaque variable est définie par une fonction de comportement ou une identité comptable. Le modèle est ensuite étudié par simulations numériques<sup>6</sup>. Une fois que celui-ci converge vers un état stationnaire d'équilibre, les propriétés du modèle sont analysées en introduisant un choc sur l'un des paramètres ou l'une des variables exogènes, en réalisant des simulations numériques.

## **1.2 Les principales questions théoriques et les hypothèses du modèle**

Au regard des analyses que nous avons présentées dans les chapitres précédents, trois liens théoriques principaux méritent d'être développés ou précisés dans le modèle construit dans ce chapitre. Nous retenons ici une perspective kaleckienne. En effet, le deuxième chapitre a permis de montrer la tendance baissière de la part des salaires dans l'économie française, sans

---

<sup>6</sup> Cette résolution sera présentée dans le chapitre suivant.

que l'investissement ne se redresse, au contraire. Ces éléments constituent, comme nous l'avons vu au chapitre 4, l'un des résultats centraux des modèles kaleckiens, y compris dans les économies financiarisées. Ceci aura des implications dans la spécification de la fonction d'accumulation.

Dans cette perspective, il est intéressant de s'interroger sur les canaux par lesquels la financiarisation modifie la répartition primaire des revenus. Pour cela, la prise en compte du conflit distributif est essentielle, ce qui constitue un autre élément des modèles kaleckiens. Le modèle de Boyer (2000), comme nous l'avons vu au chapitre précédent, représente l'un des seuls à avoir formalisé une détermination endogène des salaires dans un régime d'accumulation financiarisé, en introduisant une notion de conflit distributif. En effet, les modèles d'inspiration kaldorienne font dépendre la répartition des revenus de variables macroéconomiques et de comportement (Commendatore, 2003). Les modèles kaleckiens présentent quant à eux en général le taux de marge comme une variable exogène (Stockhammer, 2005-6). Cependant, de nombreuses études s'accordent sur la tendance à la baisse de la part salariale dans la valeur ajoutée, dans un contexte de financiarisation (chapitres 2 et 3). Dans le cadre d'une analyse kaleckienne, il convient alors d'introduire l'influence des actionnaires dans le conflit distributif afin d'analyser les évolutions de la détermination de la répartition dans une économie financiarisée. Pour cela, les classes sociales doivent être intégrées dans le modèle, en plus de la distinction entre ménages et entreprises, à l'image du modèle de Commendatore (2003). La détermination du taux de marge devient donc endogène.

Par ailleurs, il existe peu de modèles macroéconomiques intégrant à la fois la dynamique de formation des revenus et ses évolutions, son impact sur la croissance et la modification des fonctions de comportement liée à la financiarisation. Il est alors intéressant de chercher à analyser comment évolue l'investissement suite au processus de financiarisation et dans quelle mesure les évolutions de la répartition exercent également une influence sur l'investissement dans ce contexte institutionnel. De même, peu de modèles introduisent les modalités de financement de l'investissement. Dans le modèle de Boyer, un accroissement de la part des profits est susceptible de relancer l'investissement. Il convient de nuancer cette idée si l'on se place dans une perspective kaleckienne. Nous avons vu précédemment que, dans le modèle de Stockhammer (2005-6), un accroissement de la part des profits

s'accompagnait d'un ralentissement de l'investissement et de l'activité économique. En d'autres termes, il s'agit d'analyser dans quelle mesure un redressement de la part des profits s'accompagne ou pas d'une hausse du taux de profit.

Compte tenu des éventuels effets richesse liés à l'essor de la détention d'actifs par les ménages, il convient donc de voir dans quelle mesure le résultat kaleckien d'un effet dépressif d'une baisse de la part des salaires se maintient dans une économie financiarisée. L'analyse de la financiarisation renvoie ainsi à l'étude de l'impact des transformations à l'œuvre au niveau des modalités de financement de l'investissement sur la détermination de celui-ci<sup>7</sup> et, au-delà, sur la modification de la plupart des fonctions de comportement et ainsi de la dynamique macroéconomique. L'accent sera mis sur les liens pouvant exister entre évolution des modalités de financement de l'investissement et détermination de la répartition des revenus.

Enfin, toujours dans une perspective kaleckienne, il convient d'approfondir le lien développé entre autres par Cordonnier (2006) et Van Treeck (2007a et b) entre consommation des dividendes et effets sur la croissance et le taux de profit. Notamment, il est intéressant d'analyser dans quelle mesure ces comportements peuvent influencer sur la répartition des revenus en instaurant une dynamique macroéconomique particulière.

Afin d'apporter des réponses à ces problématiques, plusieurs hypothèses sont posées. Une hypothèse importante concerne la détermination du comportement des agents, qui répond surtout à une rationalité de type procédural, développée par Simon (1976) en opposition au concept de rationalité absolue de la théorie néoclassique. Cette hypothèse est présente dans le modèle de Godley et Lavoie (2001-2). Les agents ont donc des capacités limitées pour traiter l'information, qui est souvent insuffisante dans un contexte d'incertitude. Comme le souligne Lavoie (2004), les décisions des agents sont d'autant plus difficiles à prendre qu'elles reposent sur des anticipations du futur qui pourrait changer lui-même à la suite des décisions entérinées par les décideurs. L'agent ne recherche donc qu'une solution satisfaisante, la solution optimale n'est pas connue, voire n'existe pas :

---

<sup>7</sup> Cette question du financement de l'investissement n'est par exemple pas présente dans les modèles de Boyer (2000) et Stockhammer (2005-6).

« Dans un tel monde, les gens se fixent des normes, des conventions, des règles de comportement, des habitudes ou ils se fient aux acteurs dominants de leur entourage qu'ils supposent mieux informés ; ou encore ils créent des institutions qui permettent de mieux maîtriser les conséquences de l'incertitude. Les règles de comportement que se donnent les consommateurs ou les entrepreneurs ne sont pas ad hoc ; elles sont une réponse rationnelle à un environnement incertain et complexe » (Lavoie, 2004 p.14).

Les comportements ne changeront donc pas indéfiniment et s'établissent par rapport au ratio des variables de stocks (Cripps et Godley, 1983). Les anticipations des agents seront, comme pour les autres modèles stocks-flux, adaptatives. Mais, dans notre modèle, ce point n'est pas central dans la mesure où les agents raisonnent à partir de ratios comptables<sup>8</sup>.

Ensuite, l'économie décrite ici est une économie fermée sans secteur public (ni Etat ni banque centrale). Les banques ne détiennent pas de richesse nette car nous posons que les taux d'intérêts sur les dépôts sont égaux aux taux sur les prêts et sont considérés comme exogènes. Leurs actifs sont donc égaux à leurs passifs. Les entreprises n'émettent que des actions et ne détiennent pas de liquidités monétaires, ce point étant identique au modèle de Godley et Lavoie (2001-02). Les prêts sont uniquement octroyés aux entreprises et il n'y a pas d'inflation. La monnaie est donc endogène et suit la demande pour motif de financement des entreprises (Keynes, 1937). L'offre de crédit ne peut donc jamais excéder la demande et il n'y a pas non plus de contrainte de rationnement du crédit dans ce modèle. L'économie est ainsi d'emblée monétaire, l'épargne des agents ne représente en aucun cas une consommation future et trouve sa contrepartie dans les différents actifs financiers et monétaires. Les taux de rendement de ces actifs sont distincts. Cette prise en compte de la monnaie constitue l'un des principaux points de divergence entre analyses keynésienne et néoclassique, comme le souligne Van de Velde (2005). Les entreprises peuvent également posséder des capacités de production excédentaires mais il n'y a pas de stocks d'inventaire<sup>9</sup>. L'hypothèse d'un taux d'utilisation des capacités productives endogène peut se justifier de façon empirique, au regard des statistiques de la comptabilité nationale que nous avons présentées dans le

---

<sup>8</sup> Si nous avons utilisé des « anticipations rationnelles », le résultat n'aurait sans doute pas été modifié fondamentalement.

<sup>9</sup> Des capacités de production excédentaires existent afin de faire face à l'incertitude caractérisant le futur (Steindl, 1952), par exemple liée aux erreurs d'anticipation de la demande future, ainsi qu'aux barrières à l'entrée, à la minimisation des coûts, au temps que prend la production, etc.

deuxième chapitre. Le secteur des entreprises utilise deux facteurs de production, le capital et le travail, mais il est verticalement intégré, c'est-à-dire que les consommations intermédiaires ne sont pas prises en compte.

Les ménages et les entreprises sont distingués, ainsi que les classes sociales, en fonction des revenus qu'ils reçoivent. Nous nous éloignons donc ici du modèle de Godley et Lavoie (2001-2), où seulement les entreprises et les ménages sont distingués, à l'image de Kaldor (1966). La distinction entre classes sociales est effectuée non pas par le niveau du revenu mais par le type de revenu.

L'économie est ici composée de quatre secteurs institutionnels : les ménages salariés, les ménages actionnaires, les entreprises et les banques et de trois marchés : le marché des biens et services contre monnaie, le marché des titres contre monnaie, le marché du crédit contre monnaie. Il est à noter, comme le souligne Van de Velde (2005), qu'il n'existe pas véritablement de marché de la monnaie, la monnaie représentant la contrepartie des crédits étant endogène. L'offre globale suit la demande globale, composée de l'investissement et de la consommation, et les ajustements s'effectuent par les quantités. Compte tenu du principe de la demande effective, le seul véritable marché est celui des titres. C'est le seul pour lequel les fluctuations des prix assurent l'équilibre. L'économie est donc une économie de sous-emploi où le niveau de la production détermine celui de l'emploi, et la fonction de production est à facteurs complémentaires et rendements d'échelle constants. En d'autres termes, les montants en valeur de la consommation et de l'investissement vont déterminer le montant de la production ( $Y^s$ ), ce qui reprend le principe de la demande effective développé par Keynes (1936) :

$$Y^s \equiv I^d + C^d \quad (5.1)$$

Une fois ces hypothèses posées, il est possible d'écrire les matrices de transactions et de bilans. Les exposants sur les variables représentent la demande (d) ou l'offre (s) et les indices les secteurs institutionnels (a pour les ménages actionnaires, w pour les ménages salariés, f pour les entreprises, b pour les banques). L'indice (-1) représente la période de référence, par exemple pour des intérêts portant sur des dépôts détenus à l'année n-1.

## 2 L'écriture des matrices et le décompte des variables et identités comptables

La première étape de la construction d'un modèle stocks-flux cohérent est donc l'écriture des matrices comptables. Le cadre comptable du modèle peut être présenté à partir de deux matrices, qui permettent d'intégrer les stocks et les flux et rendent leur comptabilité cohérente. La première matrice présente les flux de revenus et dépenses des différents secteurs institutionnels composant l'économie (2.1) et la seconde les bilans (2.2). La lecture en ligne donne l'équilibre sur chaque marché et en colonne les contraintes budgétaires des agents. Ces matrices sont utilisées de façon à s'assurer que chaque flux et stock sont cohérents les uns envers les autres et que les dynamiques des bilans des secteurs institutionnels reposent sur une modélisation cohérente intégrant les liens entre les flux et les stocks du capital réel, des actifs financiers et des dettes, avec leurs taux de rendement associés. De ce fait, les interdépendances qui relient les flux de revenu aux changements dans la détention d'actifs financiers ou monétaires sont prises en compte. En d'autres termes, chaque stock dépend des flux et chaque flux provient d'un agent, d'une opération, et fournit les revenus ou dépenses d'un autre agent, de sorte qu'il n'y ait pas de « trou noir ». Ces matrices permettent de présenter les variables et identités comptables du modèle (2.3).

### 2.1 La matrice des flux

La matrice des flux est une représentation croisée des comptes d'opération et des comptes de secteur, ce qui est proche du tableau économique d'ensemble de la comptabilité nationale.

Dans la matrice de flux, toutes les lignes se somment à zéro. Elles représentent le flux de transactions pour chaque actif ou type de flux, c'est-à-dire les flux qui sont échangés entre deux secteurs institutionnels et qui disposent donc de contrepartie. Les variables avec un signe plus représentent les sources de fonds et celles avec un signe moins représentent l'utilisation de ces fonds. Cette égalité repose sur l'une des trois raisons suivantes : l'offre s'ajuste à la demande, la demande est rationnée, les prix de marché ajustent instantanément l'offre et la demande. De même, toutes les colonnes doivent avoir pour somme zéro, ce qui représente la contrainte budgétaire de chaque secteur et les modalités de financement des dépenses. Dans ce cadre, la contrainte de budget pour chaque secteur décrit comment la balance entre les flux

de dépenses et de revenus génère en contrepartie des changements dans les stocks d'actifs et de passifs. Comme la matrice des flux est composée de dix lignes, il n'y a que neuf équations indépendantes. La dixième peut être laissée en dehors de l'analyse.

Les comptes de secteur sont présentés en colonnes. Ils regroupent toutes les opérations du secteur au cours de la période de temps étudiée. Les flux monétaires reçus par le secteur sont représentés par un signe positif alors que les flux monétaires versés sont représentés par un signe négatif. L'équilibre global d'un compte de secteur doit nécessairement être vérifié. Dans le cas contraire, cela signifierait que certains flux versés ou reçus ne disposent pas de contrepartie, ce qui relèverait d'un manque de cohérence du modèle. Chaque compte de secteur peut être divisé en différents sous-comptes qui regroupent, chacun, un ensemble d'opérations homogènes. La somme de chaque colonne est égale à zéro, puisque chaque compte ou sous-compte doit être équilibré. La division retenue ici comprend un compte courant et un compte d'accumulation. Le compte courant comprend les opérations de production, de répartition des revenus et de l'utilisation de ces revenus en consommation finale. Les flux monétaires versés sont les emplois et les flux monétaires reçus sont les ressources. Le solde de ce premier sous-compte représente une épargne qui est reportée comme un emploi de façon à obtenir un équilibre comptable et il établit le lien avec le compte de capital, où il prend un signe positif. Le compte d'accumulation présente les opérations sur les passifs et les actifs, financiers et non financiers, de chaque secteur institutionnel. Ces opérations sont celles qui font évaluer le compte de patrimoine de ces secteurs. Les flux monétaires versés représentent les variations d'actifs et les flux monétaires reçus représentent les variations de passifs. Tous les comptes doivent être équilibrés et les colonnes doivent donc avoir pour somme zéro, signifiant que chaque transaction correspond simultanément à un emploi et une ressource. De même que pour les lignes, l'une des colonnes de la matrice des flux est logiquement déterminée par la somme des cinq autres colonnes.

Les lignes de la matrice présentent les comptes d'opération. Ces comptes représentent tous les secteurs institutionnels impliqués dans une opération donnée. Dans la comptabilité nationale, quatre catégories d'opérations sont distinguées (Mouakil, 2006). Il s'agit des *opérations sur produits* qui sont constituées de l'ensemble des opérations économiques génératrices et utilisatrices des produits. Les *opérations de répartition* retracent les flux de revenus entre les secteurs institutionnels et les *opérations financières*, les opérations entre

actifs et passifs financiers des secteurs institutionnels. Les *autres flux* représentent quant à eux la consommation de capital fixe et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits (brevets, fonds de commerce, terrains...). Chaque ligne doit avoir zéro pour somme car chaque opération est simultanément un emploi pour un secteur et une ressource pour un autre ou alors une variation d'actifs et une variation de passifs.

La matrice présentée ne prend en compte que des flux nets. L'amortissement du capital et le remboursement des prêts n'y sont pas explicites. L'investissement qui apparaît dans la matrice est égal à l'investissement entrepris par les entreprises diminué de la consommation de capital fixe. Le taux de dépréciation du capital ( $\delta$ ) relie la dépréciation du capital au stock de capital (K) de la période précédente :

$$K_t = K_{(t-1)}(1 - \delta) + I_t$$

Les flux versés ou reçus liés à un stock (par exemple les intérêts sur les prêts ou les dépôts, les dividendes) dépendent des stocks de la période précédente. Ajouté à la combinaison entre théorie du portefeuille et matrice de flux, cela fournit un modèle macroéconomique cohérent.

Le secteur des entreprises utilise deux facteurs de production, le capital et le travail. Il est intégré verticalement de sorte que les consommations intermédiaires ne sont pas prises en compte. Le secteur des entreprises est subdivisé entre un compte courant et un compte de capital, tout comme celui des banques. Dans le compte courant, les flux de revenus proviennent de la vente des biens d'investissement et de consommation. Les entreprises reçoivent donc ce qui compose la demande agrégée, c'est-à-dire l'investissement (I) et la consommation (C) des ménages salariés et actionnaires (tableau 5.1).

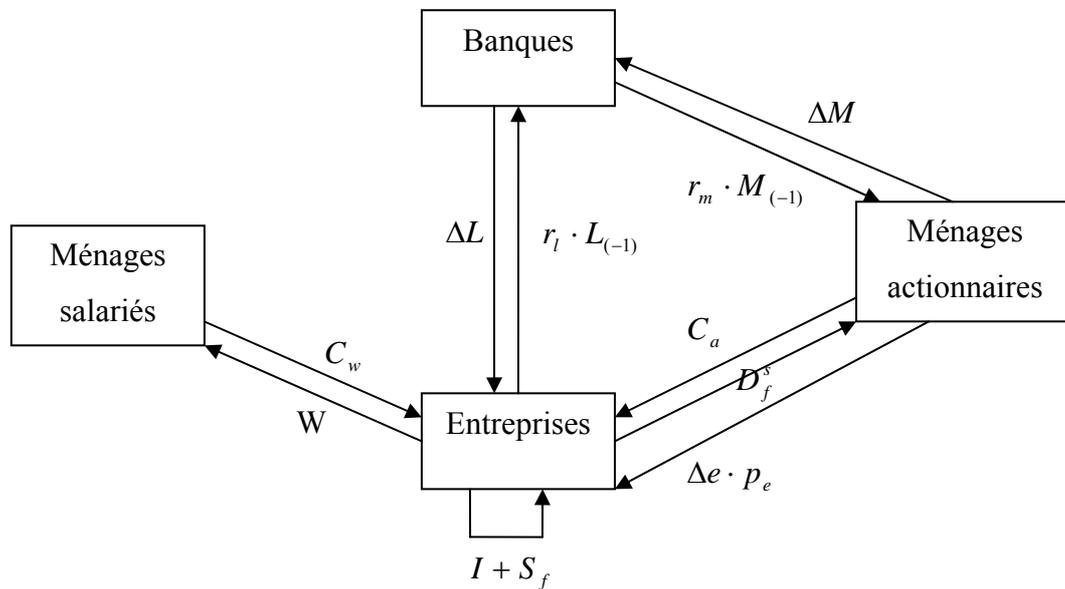
Tableau 5.1 : Matrice des flux

Opérations \ Secteurs	Ménages	Ménages	Entreprises		Banques		$\Sigma$
	salariés	actionnaires	Courant	Accumulation	Courant	Accumulation	
Consommation	- CW	- Ca	+ C <sup>s</sup>				0
Investissement			+ I <sup>s</sup>	- I <sup>d</sup>			0
Salaires	+ W		- W				0
Profits non distribués			- S <sub>f</sub>	+ S <sub>f</sub>			0
Intérêts sur les prêts			- r <sub>l</sub> · L <sub>(-1)</sub>		+ r <sub>l</sub> · L <sub>(-1)</sub>		0
Intérêts sur les dépôts		+ r <sub>m</sub> · M <sub>a(-1)</sub>			- r <sub>m</sub> · M <sub>(-1)</sub>		0
Dividendes		+ D <sup>d</sup> <sub>a</sub>	- D <sup>s</sup> <sub>f</sub>				0
Δ Prêts				+ Δ L		- Δ L	0
Δ Dépôts monétaires		- Δ M <sub>a</sub>				+ Δ M	0
Emission de titres		- Δ e <sup>d</sup> <sub>a</sub> · p <sub>e</sub>		+ Δ e <sup>s</sup> <sub>f</sub> · p <sub>e</sub>			0
$\Sigma$	0	0	0	0	0	0	0

Le seul marché « véritable » est celui des titres<sup>10</sup>. A partir de cette matrice il est donc possible de faire ressortir certaines caractéristiques propres aux modèles postkeynésiens. La principale repose sur le caractère endogène de la monnaie. La demande de prêts et l'offre de prêts sont égales, de telle sorte qu'il ne peut jamais y avoir de création monétaire supérieure à la demande. Ensuite, dans un modèle simplifié comme celui-ci, le montant des prêts fournis par les banques aux entreprises est nécessairement égal au montant des dépôts détenus par les ménages. De ce fait, la décision de détention d'une plus ou moins grande quantité de monnaie par les ménages se répercute sur les prêts demandés, alors que les décisions de détention et d'offre de monnaie sont apparemment déterminées par deux mécanismes indépendants. Cependant, les contraintes d'un cadre macroéconomique cohérent rendent dépendants le processus d'offre de crédit et le processus de détention de monnaie (Godley, 1999 et Lavoie, 2001). Les flux de cette matrice peuvent être représentés sous forme graphique, ce qui permet de faire ressortir le circuit monétaire sous-jacent (schéma 5.1).

<sup>10</sup> C'est-à-dire où les quantités offertes et demandées s'équilibrent par une variation des prix.

Schéma 5.1 : Matrice des flux



La matrice des flux est associée à la matrice des stocks, qui reprend les bilans des différents secteurs en fin de période, où les stocks de début de période sont augmentés ou diminués par les flux de la période.

## 2.2 La matrice des bilans

Dans la matrice des stocks, chaque colonne correspond au bilan d'un secteur institutionnel et chaque ligne à une catégorie d'actifs. Les actifs prennent un signe positif et les passifs un signe négatif. Les actifs financiers et non financiers sont distingués, tout comme les comptes de patrimoine de la comptabilité nationale. Les actifs financiers détenus par un secteur doivent nécessairement être présents sous forme de passifs dans un autre secteur. Ainsi, les lignes des actifs financiers ont pour somme zéro. Pour que chaque secteur soit équilibré, le solde est inscrit comme un passif (son signe est donc opposé) afin de respecter l'usage comptable. Ce solde représente la différence entre l'actif et le passif, c'est la valeur nette du patrimoine du secteur (V).

Dans la matrice des bilans, le total des lignes et des colonnes est égal à la valeur du capital productif. Les actifs tangibles ne recouvrent pas forcément de contrepartie. Par contre, les

actifs financiers ou les créances ont forcément une contrepartie. Cette dette apparaît au passif du bilan d'un autre agent ou secteur. Les stocks de la matrice des bilans proviennent des flux qui s'ajoutent aux stocks existants et de la réévaluation de certains actifs (comme les titres financiers). Les stocks sont associés aux flux par une équation dynamique.

**Tableau 5.2 :** Matrice des bilans

Secteurs \ Actifs	Ménages salariés	Ménages actionnaires	Entreprises	Banques	$\Sigma$
Capital			+ K		+ K
Dépôts monétaires		+ $M_a$		- M	0
Titres		+ $e_a^d \cdot p_e$	- $e_f^s \cdot p_e$		0
Prêts			- L	+ L	0
Richesse nette	0	- $V_a$	- $V_f$	0	- K
$\Sigma$	0	0	0	0	0

A l'exception des salariés, pour lesquels l'épargne est inexistante, les autres agents disposent d'actifs ou de passifs (tableau 5.2). Seules les entreprises détiennent du capital physique. L'actif des entreprises est composé du stock de capital (K) qui résulte de l'investissement passé. Ce sont les seules à émettre des actions ( $e_f^s$ ) et à contracter des emprunts (L) afin de financer l'investissement. L'avant-dernière ligne constitue leur richesse nette, soit l'accumulation de leur épargne interne qui est égale, selon cette matrice, à :

$$V_f = K - e_f^s \cdot p_e - L$$

Cette définition de la valeur nette des entreprises diffère de celle donnée du point de vue juridique, où les actions sont considérées comme des fonds propres, alors que la valeur boursière des entreprises est considérée ici comme une dette. Plus la valeur en bourse des titres en circulation est élevée plus la valeur nette des entreprises est faible. Cette représentation permet à la valeur des actions apparaissant au bilan des ménages actionnaires d'être différente de la valeur nette des entreprises. En d'autres termes, le ratio d'évaluation, ou  $q$  de Tobin, défini comme la valeur du stock d'actions rapportée à celle de l'actif des entreprises ( $q = \frac{e_f^s \cdot p_e}{K - L}$ ) peut être différent de un (Mouakil, 2006). Nous n'utiliserons pas cette équation de la valeur nette des entreprises dans le modèle que nous présenterons.

Les actions émises par les entreprises, dont le prix est  $p_e$ , sont uniquement détenues par les ménages actionnaires. La richesse nette des ménages actionnaires est également constituée par les dépôts monétaires, qui se retrouvent au passif des banques commerciales, comme le montre la matrice des bilans. Compte tenu du fait qu'ils ne détiennent pas de passif selon leur colonne de bilan, la richesse nette des ménages correspond donc à, :

$$V_a = M_a + e_a^d \cdot p_e$$

Cette équation peut se réécrire en variation :

$$\Delta M_a = \Delta V_a - \Delta(e_a^d \cdot p_e)$$

Le second terme du membre de droite correspond à des changements de la valeur du stock de titres, c'est-à-dire qu'il prend à la fois en compte les changements de prix sur les titres détenus à la période précédente et les variations de quantité, de telle sorte que :

$$\Delta(e_a^d \cdot p_e) = (e_a^d \cdot p_e) - (e_{a(-1)}^d \cdot p_{e(-1)}) = \Delta e_a^d \cdot p_e + \Delta p_e \cdot e_{a(-1)}^d$$

Les variations quantitatives du stock de titres apparaissent dans la matrice des flux, alors que ce n'est pas le cas pour les variations de prix. Les variations de la valeur des actions détenues par les ménages dépendent à la fois de leurs achats nets d'actions et de la variation du cours des actions. Les gains en capitaux des ménages actionnaires se définissent donc par :

$$G_a = \Delta p_e \cdot e_{a(-1)}^d$$

Les banques ne détiennent qu'un seul actif, les prêts octroyés aux entreprises, qui représentent l'exacte contrepartie des dépôts bancaires des ménages actionnaires. La richesse nette des banques est donc nulle. Le stock de monnaie dans l'économie est donc égal à la masse des prêts accordés par les banques aux entreprises :

$$M = L$$

De ces équations comptables issues de la matrice des bilans, les seules équations qui seront utilisées par la suite sont celles concernant la richesse nette des ménages, afin de modéliser les choix de portefeuille.

### 2.3 Le décompte des variables et identités comptables

Maintenant que nous avons posé les hypothèses du modèle et écrit les deux matrices de comptabilité, l'étape suivante consiste à dresser la liste des variables présentes dans la matrice des flux (2.3.1) et à recenser toutes les identités comptables qui sont nécessaires à la bonne retranscription de cette dernière dans le modèle (2.3.2).

#### 2.3.1 La liste des variables

Le modèle doit comporter les douze variables qui apparaissent dans la matrice des flux plus une treizième, qu'il aurait été possible de faire apparaître avec une autre présentation de la matrice : les profits nets des entreprises. Ces derniers n'apparaissent pas directement ici car nous avons choisi d'explicitier l'utilisation des profits totaux entre profits distribués sous forme de dividendes, versés sous forme d'intérêts ou conservés pour l'autofinancement. Cependant, ces profits nets peuvent se retrouver aisément :

$$F_N = Y - W - r_l \cdot L_{(-1)}$$

En d'autres termes, dans la matrice présentée ici, les profits nets sont dissociés directement dans le compte courant des entreprises entre profits distribués sous forme de dividendes et épargne interne finançant l'investissement.

Chacune de ces treize variables peut être associée à l'un des quatre secteurs institutionnels de l'économie :

- Six variables peuvent être associées au secteur des entreprises : l'investissement (I), les salaires (W), les profits nets ( $F_N$ ), les profits nets distribués sous forme de dividendes ( $D_f^s$ ), les profits nets non distribués ( $S_f$ ) et le nombre d'actions ( $e_f^s$ ).
- Une variable correspond aux ménages salariés : une partie de la consommation ( $C_w$ ).
- Trois variables correspondent au secteur des ménages actionnaires : leur consommation ( $C_a$ ), le stock de dépôts bancaires (M) et le prix des actions ( $p_e$ ).

- Enfin, trois variables peuvent être associées au secteur bancaire : le taux d'intérêt sur les dépôts bancaires ( $r_m$ ), le taux d'intérêt sur les prêts ( $r_l$ ) et le stock de prêts (L).

### 2.3.2 La liste des identités comptables

Les identités comptables issues de la matrice des flux doivent être intégrées au modèle afin que celui-ci soit cohérent sur le plan comptable. Dans le modèle présenté ici, il y a sept identités comptables provenant des six colonnes de la matrice plus une provenant, comme nous l'avons déjà évoqué, de l'utilisation des profits. Cette distribution des profits aurait pu être représentée sur une seule ligne de la façon suivante :

**Tableau 5.3 :** Une représentation alternative des profits dans la matrice des flux

	Ménages actionnaires	Entreprises		$\Sigma$
		Courant	Accumulation	
Profits nets	$+ D_a^d$	$- F_N$	$+ S_f$	0

Cette ligne aurait été la seule où il y aurait eu au moins deux variables différentes. C'est pour cette raison que la composition des profits nets entre dans les équations comptables. Pour le moment, nous présentons les sept identités comptables sans préciser sous quelle forme elles seront utilisées dans le modèle. Les emplois se situent à gauche et les ressources à droite.

La première identité concerne le secteur des ménages salariés et stipule, conformément à la matrice, que les salaires sont entièrement consommés :

$$C_w = W \quad (i)$$

La seconde concerne les ménages actionnaires, dont le revenu est en partie consommé ou épargné sous forme de titres et dépôts :

$$C_a + \Delta e_a^d \cdot p_e + \Delta M_a = D_a^d + r_m \cdot M_{a(-1)} \quad (ii)$$

Les flux de revenus des entreprises sont égaux aux paiements des salaires, aux intérêts sur les prêts qu'elles ont contractés auprès des banques, aux versements de dividendes aux détenteurs des titres qu'elles ont émis, et aux profits non distribués conservés par les entreprises afin de financer l'investissement :

$$W + S_f + r_l \cdot L_{(-1)} + D_f^s = C^s + I^s \quad (iii)$$

Dans le compte de capital, l'investissement est financé par les profits non distribués, l'émission de titres et les nouveaux emprunts contractés auprès des banques :

$$I^d = S_f + \Delta L + \Delta e_f^s \cdot p_e \quad (iv)$$

Au niveau des banques, les intérêts versés sur les prêts et les dépôts sont égaux et en fin de période, l'endettement bancaire net contracté par les entreprises est équivalent à l'épargne placée par les ménages actionnaires sous forme de dépôts bancaires :

$$r_m \cdot M_{(-1)} = r_l \cdot L_{(-1)} \quad (v)$$

$$\Delta L = \Delta M \quad (vi)$$

Enfin, les profits nets sont soit versés sous forme de dividendes, soit conservés par les entreprises pour financer l'investissement :

$$F_N = S_f + D_f^s \quad (vii)$$

Comme il y a sept identités comptables issues de la matrice des flux, il n'y a que six équations dans le modèle qui leur sont associées. En effet, chaque identité comptable est une conséquence logique des N-1 autres. Il sera donc nécessaire de laisser une identité comptable de côté lorsque l'on construira le modèle, sinon, il sera surdéterminé. Ce principe est très proche de celui de la loi de Walras. L'identité comptable laissée de côté permettra de vérifier la cohérence comptable du modèle, elle devra toujours être vérifiée lors des simulations.

Pour la matrice des stocks, il n'est pas utile d'utiliser (N-1) équations. Il faudra simplement s'assurer que les valeurs attribuées aux stocks initiaux lors des simulations sont cohérentes avec la matrice des stocks. Dans les périodes suivantes, les stocks resteront cohérents puisque les six identités comptables engendreront des flux cohérents sur le plan comptable.

Maintenant que nous avons posé le cadre comptable du modèle, l'étape suivante consiste à définir les variables avec une équation, soit une identité comptable soit une équation de comportement.

### **3 La définition de chaque variable par une équation**

Les matrices représentent la structure du modèle, mais, afin que cette structure devienne un modèle macroéconomique, il faut lui associer des hypothèses comportementales (Backus *et al.*, 1980). Les variables relatives à chaque secteur sont donc définies soit par une identité comptable, soit par une équation comportementale. Les identités comptables n'apparaissent pas forcément sous leur forme précédente car d'autres variables y apparaissent, définies, elles, dans d'autres équations. Afin de repérer ces identités comptables, leur numéro sera rappelé. Lorsqu'une équation comportementale utilise de nouvelles variables, on définira celles-ci immédiatement de façon à ce que le modèle ait toujours un nombre d'équations égal au nombre d'inconnues. Chaque variable endogène n'apparaîtra qu'une seule fois du côté gauche de l'équation, ce qui facilite le comptage des équations et des variables.

Afin de faire ressortir la cohérence comptable, le modèle sera présenté par secteur institutionnel et non pas par marché. Nous présenterons tout d'abord le secteur des ménages (3.1) qui se divise en deux, puis le secteur des entreprises (3.2) et le secteur bancaire (3.3). Enfin, nous présenterons la détermination de la répartition des revenus, qui est endogène dans ce modèle (3.4) et l'équation manquante, dont la vérification assure de la cohérence comptable (3.5). La détermination des fonctions de comportement est issue des résultats de l'analyse des chapitres 3 et 4 ainsi que de leur confrontation aux faits empiriques étudiés dans le deuxième chapitre.

#### **3.1 Le secteur des ménages**

Dans le modèle que nous présentons ici, nous établissons donc une distinction entre les classes sociales, à l'image de Pasinetti (1962), en plus de celle effectuée entre les ménages et les entreprises établie par Kaldor (1956). Cette double distinction est, entre autres, développée dans le modèle de Commendatore (2003), que nous avons présenté au chapitre précédent.

Cette distinction est effectuée en fonction du type de revenu et non pas du niveau du revenu, à l'image de Kalecki (1965) et on admet que leur propension à consommer diffère. Dans le nouveau régime, la fonction de consommation peut être divisée en deux, à l'image de L. Taylor (1991) qui sépare les salariés des actionnaires. L'existence de ces deux classes est justifiée par le fait que tous les ménages n'ont pas accès à la détention d'actifs financiers, cette dernière est même en général plutôt faible voire inexistante pour la majorité d'entre eux<sup>11</sup>. La fonction de consommation se divise donc en deux :

$$C = C_w + C_a \quad (5.2)$$

### 3.1.1 Les Ménages salariés

Les ménages salariés ne disposent que de leur salaire comme revenu et nous considérons ici un cas « pur », où leur propension à consommer est égale à un, tout comme pour Taylor (1991) ou Kalecki (1965). Sachant qu'ils consomment les salaires ( $W$ ) de la période en cours, une propension à consommer égale à un<sup>12</sup>, la fonction de consommation des ménages salariés peut donc s'écrire :

$$C_w = W \quad (5.3 - i)$$

Les salaires dépendent négativement du taux de marge appliqué par les entreprises ( $\pi$ ), lequel est endogène et sera présenté plus loin<sup>13</sup> :

$$W = \frac{Y}{1 + \pi} \quad (5.4)$$

Le développement des activités financières s'accompagne d'une distribution croissante de dividendes et plus généralement de revenus accrus tirés des placements monétaires et financiers. Il s'ensuit alors l'émergence de nouveaux comportements de consommation, qui s'appuient sur les revenus de la propriété, les salariés ne représentant plus le seul type de consommateur. Il convient alors d'ajouter un autre type de consommateur, les ménages actionnaires.

<sup>11</sup> En 2003-2004, selon les statistiques de l'INSEE, seuls 24,2 % des ménages détenaient des valeurs mobilières. Ce taux est de 50 % pour les cadres.

<sup>12</sup> Nous notons  $\alpha = 1$  la propension à consommer les salaires, même si elle n'apparaît pas explicitement ici.

<sup>13</sup> Nous supposons qu'il n'y a pas de travail ou de charges fixes.

### 3.1.2 Les ménages actionnaires

Les ménages actionnaires ont deux décisions à prendre. Tout d'abord, ils décident du montant de leur revenu qui sera consommé, puis, ils décident de l'affectation de leur épargne entre dépôts et titres. Des auteurs tels que Cordonnier (2006) et Husson (2005) ont souligné que la consommation des dividendes peut permettre de soutenir les profits quand l'investissement est faible. Nous avons vu précédemment que, pour Cordonnier qui reprend des éléments d'analyse de Kalecki, toute dépense adressée aux entreprises génère des profits. Il est donc important d'inclure les nouvelles modalités de consommation qui ont suivi l'accroissement des versements de dividendes. Nous prendrons également ici en compte les effets sur la consommation liés aux gains en capitaux à la suite des variations de prix des titres. Il s'agira de voir dans quelle mesure l'effet richesse peut venir ou non stabiliser le modèle. Pour Boyer (2000), l'accroissement de la consommation qui suit la hausse des normes de rentabilité financière peut venir compenser les effets dépressifs sur l'investissement occasionnés par l'instauration de normes de rentabilité élevées. Il en résulterait alors l'instauration d'un régime de croissance tiré par la finance.

La fonction de consommation des actionnaires, avec  $\beta_1$  la propension à consommer sur le revenu des actionnaires ( $R_a$ ),  $\beta_2$  la propension à consommer sur les gains en capitaux et  $CG_a$  les gains en capitaux prend la forme :

$$C_{a(+1)} = \beta_1 R_a + \beta_2 CG_a \quad (5.5)$$

Nous reprenons ici l'hypothèse de Kaldor (1955-56) d'une propension à épargner ou consommer différente entre les revenus du capital et du travail. Nous suivons l'hypothèse kaleckienne selon laquelle les salaires sont principalement consommés et les revenus financiers sont largement épargnés<sup>14</sup>. La propension à épargner sur les profits est donc plus importante que celle sur les salaires, de telle sorte que :  $\alpha > \beta_1$ . Plusieurs études empiriques ont relevé que l'accroissement des taux d'épargne avait suivi le redressement de la part des

<sup>14</sup> Sans une différence importante entre les propensions à épargner, la dynamique de la répartition n'apparaît pas clairement lors de la résolution des équations du modèle. Afin de simplifier, nous posons l'hypothèse d'une propension à épargner les salaires égale à zéro.

profits<sup>15</sup>. Selon l'étude de Stockhammer, Onaran et Ederer (2007), le différentiel d'épargne est d'environ 0,4. Une réduction de la part des salaires de l'ordre de 10 % se traduit ainsi par un recul de la part de la consommation de 4 %. Les comportements d'épargne sont donc ici fondés sur les classes sociales, ce que ne font pas Godley et Lavoie (2001) ou Dos Santos et Zezza (2004).

Le revenu des actionnaires est constitué des dividendes ainsi que les intérêts sur les dépôts :

$$R_a = D_a^d + r_m M_{a(-1)} \quad (5.6)$$

Avec  $D_a^d$  les dividendes reçus et  $r_m \cdot M_{a(-1)}$  les intérêts sur les dépôts,  $r_m = \overline{r_m}$  le taux d'intérêt exogène et  $M_{a(-1)}$  les dépôts réalisés lors de la période précédente. Nous verrons plus loin comment se forment les dépôts, ainsi que les dividendes.

Les ménages actionnaires étant le seul secteur institutionnel à détenir des titres, ils reçoivent donc l'intégralité des dividendes versés par les entreprises ( $D_f^s$ ) :

$$D_a^d = D_f^s \quad (5.7)$$

Le taux d'intérêt sur les dépôts est exogène :  $r_m = \overline{r_m}$ .

Les gains en capitaux dépendent de la variation du prix des titres, compte tenu du stock de titres détenu dans la période précédente :

$$CG_a = \Delta p_e \cdot e_{(-1)}^d \quad (5.8)$$

Les revenus des ménages actionnaires dépendent donc du stock de titres qu'ils détiennent, ce qui détermine les dividendes qu'ils reçoivent, et du stock de dépôts, qui fixe, quant à lui, le montant des intérêts reçus. Nous prenons ici en compte les revenus issus du stock de richesse des ménages ainsi que les variations de la valeur des titres, et non pas la richesse elle-même, comme déterminant de la consommation, ce qui diffère du modèle de Boyer (2000), mais se

---

<sup>15</sup> Cf. Stockhammer, Onaran et Ederer (2007), Naastepad et Storm (2005-6), Hein et Vogel (2007).

rapproche de celui de Godley et Lavoie (2001). Cependant, la sensibilité de la consommation aux variations de la richesse, et notamment de la valeur des titres, demeure relativement faible, y compris aux Etats-Unis, comme dans l'analyse de Poterba (2000). Ce dernier montre que le lien entre le boom des marchés d'actifs et la consommation des produits de luxe au cours des années 1990 reste relativement faible. L'accroissement de la consommation de ces produits a été nettement inférieur à la hausse de la valeur des titres. Stockhammer (2005, 2007) souligne également la faiblesse de l'effet richesse sur la consommation. L'accroissement du pouvoir des actionnaires se traduirait pour Stockhammer à la fois par un accroissement du prix des titres et par un ralentissement de l'investissement. Ce ralentissement ne pourrait donc pas être compensé par l'accroissement de la consommation des actionnaires qui suivrait celui de la valeur des titres du fait de la faiblesse de cet effet. Les études citées par Stockhammer évaluent l'effet richesse à 5 % aux Etats-Unis et à un niveau inférieur dans le reste des pays de l'OCDE. Les estimations réalisées par Poterba situent l'ampleur de l'effet richesse entre 1 % et 5 % concernant les variations de prix des actifs financiers. La consommation des ménages actionnaires semble donc plutôt reposer sur les dividendes et intérêts, ce qui rejoint les analyses de Cordonnier et Husson. Nous utiliserons donc une propension à consommer différente entre les revenus et les gains en capitaux, avec :

$$1 > \beta_1 > \beta_2 > 0$$

Les actionnaires décident également de la répartition de leur richesse entre titres et dépôts. Les acquisitions de titres dépendent de leur préférence pour la liquidité  $\gamma_1$ , qui est un paramètre, mais également des taux de rendement anticipé sur les titres ( $r_e^a$ ) et les dépôts ( $r_m$ ). L'introduction des taux de rendement dans les décisions de portefeuille des agents provient de Tobin (1969). En d'autres termes, ils désirent placer une certaine proportion de leur richesse sous forme de titres mais cette proportion est modulée par les taux de rendement relatifs des dépôts bancaires et des titres. La fonction déterminant le stock de titres détenus par les ménages actionnaires est donc :

$$e_a^d \cdot p_e = [\gamma_1 + \gamma_2 (r_e^a - r_m)] \cdot V_a \quad (5.9)$$

La préférence pour la liquidité, qui est ici la préférence pour les dépôts bancaires, est donc déterminée en partie par le taux d'intérêt sur les dépôts, qui est une variable exogène.

Leur richesse est composée des dépôts et titres détenus et dépend de la somme de leur épargne ( $S_a$ ) ainsi que des gains en capitaux :

$$\Delta(V_a) = S_a + CG \quad (5.10)$$

Avec l'épargne :

$$S_a = R_a - C_a \quad (5.11)$$

Le taux de rendement des titres dépend du taux de versement des dividendes et des gains en capitaux compte tenu du stock de titres en valeur de la période précédente :

$$r_{e(+1)} = \frac{D_{f(+1)}^s + CG_{(+1)}}{e_f^s \cdot p_e} \quad (5.12)$$

Le taux de rendement anticipé dépend, en le décomposant, des anticipations sur les dividendes distribués par les entreprises à la période t+1 ainsi que des anticipations sur la variation du prix des titres :

$$r_e^a = \frac{D_{f(a)}^s}{e_f^s} + \frac{\Delta p_{e(a)}}{p_e} \quad (5.13)$$

Comme les anticipations sont adaptatives, les ménages actionnaires se reportent à la situation passée en prenant en compte le taux de croissance des dividendes et des prix des titres comme indicateur de l'évolution de ces derniers :

$$\frac{D_{f(a)}^s}{e_f^s} = \frac{D_{f(-1)}^s}{e_{f(-2)}^s} \left( 1 + \frac{\Delta D_{f(-1)}^s}{D_{f(-2)}^s} \right) \quad (5.14)$$

Et :

$$\Delta p_{e(a)} = \Delta p_{e(-1)} \quad (5.15)$$

Le prix des titres est le prix qui équilibre l'offre et la demande, tel que  $e_f^s = e_a^d$  :

$$p_e^* = \frac{(e \cdot p_e^*) - p_e^* \cdot \Delta e_f^s}{e_{f(-1)}^s} \quad (5.16)$$

Compte tenu de leur contrainte financière, la contrainte d'addition selon laquelle la somme des dépôts et des titres doit être égale à la richesse, nous obtenons la variation des dépôts :

$$\Delta(M_a) = \Delta(V_a) - p_e \cdot \Delta(e_a^d) - e_{a(-1)}^d \cdot \Delta(p_e) \quad (5.17 - ii)$$

Lors d'erreurs d'anticipations sur le taux de rendement, c'est donc la monnaie qui va servir d'actif d'ajustement.

### 3.2 Le secteur des entreprises

Les entreprises déterminent le montant de l'investissement qu'elles désirent entreprendre, ainsi que ses moyens de financement. Ensuite, elles déterminent comment se répartissent les profits entre autofinancement et distribution de dividendes, une fois les intérêts versés. Nous verrons par la suite comment se détermine la répartition primaire des revenus, qui dépend de la confrontation sociale et pour laquelle les entreprises se situent dans une position intermédiaire.

#### 3.2.1 La détermination de l'investissement

Nous conservons ici la causalité de Kalecki et Kaldor entre investissement et taux de profit. La causalité entre les deux va du taux d'accumulation vers le taux de profit, et non l'inverse. Pour Kalecki (1965), l'investissement fournit automatiquement l'épargne nécessaire à son financement et toute hausse de l'investissement provoque un accroissement des profits, et non pas le contraire. De même, Cordonnier (2006) analyse le profit comme le constat comptable de l'augmentation du stock de capital sans modification de la situation financière des entreprises. Il se fonde sur la « loi restreinte de Kalecki ». Le profit ne représente donc que la trace de l'accumulation du capital mais en aucun cas sa base.

L'un des principaux déterminants de l'investissement selon Keynes (1936) réside dans les rendements monétaires anticipés de celui-ci, c'est-à-dire l'efficacité marginale du capital, comparativement à son coût, représenté par le taux d'intérêt. Pour Kalecki (1966), comme pour Keynes, les anticipations des profits reposent en grande partie sur les variations de l'activité économique lors des périodes précédentes, du fait de l'incertitude. Keynes dans la *Théorie générale* (1936) indique que les faits présents jouent un rôle de plus en plus disproportionné par rapport aux anticipations dans la formation de l'efficacité marginale du capital. Pour Kalecki, l'introduction du taux de profit rend compte des fluctuations de l'activité économique des périodes précédentes, comprenant les variations de la consommation et de l'investissement, dans son aspect de demande adressée aux entreprises. Le taux de profit représente dans le modèle présenté ici un indicateur de la rentabilité économique anticipée des entreprises. Compte tenu de l'incertitude, le taux pris en compte est celui de la période passée. C'est dans ce sens que nous introduisons ici le taux de profit dans les déterminants de l'investissement. De nombreux modèles kaleckiens font dépendre en partie l'investissement de la différence entre le taux de profit et le taux d'intérêt<sup>16</sup>.

Dans une économie où les activités financières occupent une place importante, le taux d'intérêt, fixé sur le marché obligataire, ne représente plus véritablement la norme de rendement des investissements. Cette norme est exogène, elle renvoie à un taux de rendement acceptable pour les investisseurs financiers, au lieu de ce que Keynes (1936) appelait un taux d'intérêt minimum acceptable. Elle s'est déplacée sur les marchés financiers<sup>17</sup>. L'idée d'une norme de rendement, considérée comme normale, renvoie à l'existence de conventions, à une « base conventionnelle d'évaluation » qui se voit affectée par « l'état de la confiance », dont la permanence et l'exactitude sont postulées par les acteurs en l'absence d'informations contraires<sup>18</sup>. Le rendement financier exigé dépend donc de conventions et de rapports de force entre catégories sociales, dans un contexte d'incertitude radicale, non probabilisable, qu'il convient davantage d'apprécier par une méthode historique. Ceci justifie le caractère exogène donné aux normes de rentabilité financière exigées ( $\rho = \bar{\rho}$ ). Cette convention coordonne les comportements individuels. Tout comme pour le taux d'intérêt dans l'analyse de Keynes, la

---

<sup>16</sup> Cf. Dutt (1992), Lavoie (1992) et (1995), Taylor (1985).

<sup>17</sup> Comme l'a montré le troisième chapitre.

<sup>18</sup> Ce rôle des conventions dans un contexte d'incertitude radicale est particulièrement mis en avant par Favereau (1988).

nature conventionnelle du rendement financier peut l'établir durablement à un niveau trop élevé pour assurer le plein-emploi.

Pour traiter de la financiarisation, il convient de prendre en compte cet aspect. Dans son modèle de 2000, Boyer introduit les normes de rentabilité financière, qui sont comparées au taux de profit courant des entreprises. L'investissement dépendrait alors en partie, dans ce modèle, de la différence entre la profitabilité (le taux de profit) et les normes de rendement sur les actifs fixées par les marchés financiers<sup>19</sup>. Des normes de rentabilité croissantes créeraient alors une sélectivité croissante de l'investissement. Nous reprenons ici ce principe en comparant les rendements anticipés de l'investissement aux normes de rentabilité financière ( $\rho$ ). Cette norme correspond aux exigences des actionnaires, à un rendement moyen exigé, et son introduction dans la fonction d'investissement représente le signe qu'elle a été intégrée par les entreprises. Cela correspond donc à une modification des normes de gestion des entreprises, le rendement moyen réalisé par le marché devenant une sorte de rendement minimal (Aglietta et Reberieux 2004).

Il se produit donc un phénomène de sélectivité accrue des projets d'investissement afin de répondre aux normes de rentabilité financière, « *ce qui tend à dévaloriser les projets d'investissement dont le taux de rendement est insuffisant* » comme le note Husson (2005, p. 8). Cependant, nous verrons que cette norme peut ne pas être atteinte et que cela se répercute alors sur la répartition des revenus. En termes plus concrets, cette norme correspond en grande partie au ROE (Return on equity), que la convention établissait à 15 % au cours des années 1990 et au début des années 2000. Il correspond à la rentabilité financière des entreprises rapportée aux fonds propres. Nous le considérons ici comme exogène ( $\rho = \bar{\rho}$ ), car relevant de conventions et de rapports de force entre catégories sociales qu'il convient davantage d'apprécier par une méthode historique. De plus, le marché des fonds prêtables n'existant pas, aucun mécanisme de prix n'est ici susceptible de déterminer cette norme. Cet effet de sélection accrue de l'investissement renvoie également à l'idée d'un raccourcissement de l'horizon économique des agents, idée que nous avons développée dans le troisième chapitre.

---

<sup>19</sup> La seconde composante de l'investissement est l'accroissement de la demande, pour une présentation précise du modèle de Boyer (2000), voir le chapitre précédent.

L'effet d'un pouvoir accru des actionnaires sur l'investissement ne passe donc pas par le même canal que celui développé par Stockhammer (2005-6). En effet, nous ne passons pas ici par la modification de la fonction « objectif » de l'entreprise, qui se détermine à un niveau microéconomique puis macroéconomique en l'agrégant, mais par le renforcement des normes de rentabilité exigée, et donc par la définition d'une fonction d'investissement, directement au niveau macroéconomique. En d'autres termes, les fondements de notre fonction d'investissement ne sont pas microéconomiques mais plutôt institutionnels. Le pouvoir des actionnaires ne passe donc pas ici par un arbitrage entre profit et croissance, mais directement par un effet dépressif exercé par les normes de rentabilité financière sur l'investissement. La fonction proposée s'éloigne également de celle de l'analyse marxiste, qui retient la réduction des ressources des entreprises liée à l'accroissement des dividendes versés comme facteur de ralentissement de l'investissement. Nous avons en effet vu dans le deuxième chapitre que, même si les dividendes nets versés en pourcentage des profits après impôts étaient croissants, le pourcentage des dividendes nets et des intérêts nets versés ne suivait pas vraiment de tendance croissante. La charge financière pesant sur les entreprises ne s'est donc pas alourdie de façon significative et l'impact de la financiarisation sur l'investissement semble donc passer par un autre canal.

Enfin, l'aspect « offre » de l'investissement constitue un autre déterminant à prendre en compte. Comme l'a montré Domar (1947), l'investissement exerce à la fois un effet sur la demande et un effet sur les capacités de production, le processus d'investissement détenant donc une caractéristique double. L'effet sur la capacité productive, donc sur le stock de capital, est introduit dans le modèle par le taux d'utilisation des capacités productives ( $u$ ), rapportant le niveau de la production au stock de capital, avec  $\mu$  la productivité du capital. Plus le taux d'utilisation sera élevé, plus les entreprises seront poussées à investir, sachant que l'investissement agit en retour sur le degré d'utilisation des capacités productives. Plusieurs explications peuvent être données à la sous-utilisation du stock de capital, comme par exemple les anticipations de la demande future, l'existence de barrières à l'entrée, la minimisation des coûts, le temps de production... Le dénominateur de ce ratio correspond au plein-emploi du stock de capital productif compte tenu de la productivité. Nous prenons également en compte la dépréciation du capital, avec  $\delta$  le taux de dépréciation :

$$K_t = K_{(-1)}(1 - \delta) + I_t \quad (5.18)$$

Le taux d'utilisation est donc :

$$u = \frac{Y}{\mu \cdot K_t} \quad (5.19)$$

Il faut que le revenu (Y) croisse au moins autant que le stock de capital (K) pour que le processus d'accumulation se poursuive et que l'écart entre croissance du stock de capital et niveau de la demande se stabilise. Cet écart ne peut être réduit que par un accroissement de la consommation, car elle n'augmente pas les capacités de production à l'inverse de l'investissement. Le taux d'utilisation des capacités productives représente l'un des déterminants communs à la plupart des modèles postkeynésiens<sup>20</sup>.

A partir de ces déterminants il est alors possible d'écrire la fonction d'investissement :

$$g_{+1} = \frac{I_{+1}^d}{K} = i_0 + a \cdot \left( \frac{F_T}{K} - \rho \right) + b \cdot u \quad (5.20)$$

Le paramètre  $i_0$  représente une constante reflétant la croissance autonome du stock de capital, elle peut être expliquée par ce que Keynes (1936) déterminait comme les esprits animaux des entrepreneurs. En situation d'incertitude, c'est leur état d'esprit, leur confiance ou pas dans les évolutions futures de l'activité économique, qui orientera en partie leurs décisions d'investissement. L'incertitude occupe donc une place centrale dans la détermination des comportements d'investissement des entreprises, qui se réfèrent plutôt aux périodes passées qu'à de véritables anticipations.

---

<sup>20</sup> On peut citer, entre autres, Bhaduri et Marglin (1990), Godley et Lavoie (2001-2) ou Dos Santos et Zezza (2004), voir le chapitre précédent.

### 3.2.2 Les débats autour de la fonction d'investissement et du ratio q de Tobin

La détermination de la fonction d'investissement soulève la question de l'introduction ou non du ratio q de Tobin, théorie développée par Brainard et Tobin (1968, 1977). Cette question se pose d'autant plus dans le cadre institutionnel analysé ici. Le développement des marchés financiers a conduit certains auteurs à introduire ce ratio comme déterminant de l'investissement. Un accroissement du prix des titres est alors susceptible de conduire à de nouveaux investissements, qui se revalorisent sur le marché des titres et permettent ainsi un profit immédiat selon une idée développée par Keynes (1936). Le ratio q est donc parfois utilisé pour modéliser l'impact d'une variation des prix des titres sur l'investissement. Une forte hausse de ces prix accroît ainsi l'investissement alors qu'une baisse produit l'effet inverse.

La théorie du ratio q établit pour Medlen (2003) une relation inverse entre le ratio fusions-acquisitions sur investissement et le ratio q. Lorsque le cours des titres diminue, les opérations de fusions-acquisitions sont encouragées au détriment de nouveaux investissements et inversement. En d'autres termes, il existe donc une relation positive entre l'investissement et le ratio q. Ce ratio repose sur l'idée qu'une entreprise peut croître de deux manières : par la croissance interne via l'investissement ou externe via les opérations de fusions acquisitions. Cette théorie repose sur l'hypothèse de marchés financiers parfaits à moyen terme.

Ce ratio se retrouve dans la fonction d'investissement de Lavoie et Godley (2001-2), reprise notamment par Dos Santos et Zezza (2004), alors qu'il n'est généralement pas incorporé dans les modèles de croissance hétérodoxes introduisant des variables financières. Comme le soulignent Lavoie et Godley, l'investissement se réduit lorsque les ménages détiennent une faible propension à épargner ou à détenir leur richesse sous forme de titres. Le taux d'accumulation se retrouve alors placé sous l'influence des épargnants, ce qui rejoint les conclusions néoclassiques. Cependant, les auteurs évoquent les débats autour de ce ratio, en citant Kaldor (1966), notamment, qui est le premier à avoir introduit le ratio d'évaluation. Pour ce dernier, l'évolution du prix des titres n'a aucune raison d'influer sur l'investissement. La position de Kaldor rejoint la critique adressée par Medlen aux modèles introduisant le q de Tobin. En utilisant des données sur les Etats-Unis des années 1960 à 2000, Medlen montre au contraire que le ratio fusions-acquisitions sur investissement et le ratio q ont tendance à

évoluer de façon parallèle, ce qui remet en cause la théorie de Tobin. Compte tenu de la faible validité empirique de cette théorie (Chirinko, 1993) et des controverses autour de son introduction, nous ne le prenons pas ici en compte et les effets directs des marchés financiers sur l'investissement sont introduits par les normes de rentabilité financière exigées.

### 3.2.3 Le financement de l'investissement

Dans le modèle que nous présentons ici, les entreprises peuvent financer leur investissement par l'épargne interne, l'endettement auprès des banques ou l'émission de titres.

L'épargne des entreprises est composée pour partie des profits totaux :

$$F_T = Y - W \quad (5.21 - iii)$$

A ces profits il faut retrancher les dividendes distribués ( $D_f^s$ ) et les intérêts payés sur les prêts ( $r_l \cdot L_{(-1)}$ ) qui dépendent du stock passé de prêts et du taux d'intérêt fixé par le secteur bancaire :

$$S_f = F_T - D_f^s - r_l \cdot L_{(-1)} \quad (5.22 - vii)$$

L'autofinancement est donc un résidu, obtenu après versement des dividendes et paiement des intérêts. Ce statut de l'autofinancement illustre la position dominante des acteurs financiers par rapport aux entreprises. Il aurait été en effet possible d'établir une autre règle de détermination, en fixant la part conservée pour l'autofinancement et en établissant comme résidu les dividendes versés.

Les entreprises déterminent un taux de distribution sous forme de dividendes des ressources disponibles une fois les intérêts sur les prêts payés. Les dividendes versés dépendent de l'écart entre profit réalisé et intérêts versés compte tenu des décisions des entreprises en matière de politique de distribution, représentées par  $\chi$ . Cette politique de distribution est en partie négociée au sein du conseil d'administration et renvoie donc à un

rapport de forces entre entreprises et actionnaires, ce qui explique son caractère exogène. La partie non distribuée sous forme de dividendes vient accroître les ressources disponibles pour financer de façon interne l'investissement de la période suivante :

$$D_f^s = \chi (F_T - r_l \cdot L_{(-1)}) \quad (5.23)$$

Leur capacité interne de financement étant en général insuffisante, elles financent une partie de l'investissement par émission de titres. La formulation présentée s'inspire de celle de Godley et Lavoie (2001), qui reprend la formule de Kaldor (1966). L'un des principaux apports du modèle de Kaldor réside en l'introduction d'un marché financier et donc du financement de l'investissement via l'émission de titres. Compte tenu de l'incertitude, les entreprises établissent leur décision en fonction de la situation financière de la période précédente. Elles financent un pourcentage  $x$  de l'investissement non couvert par leur épargne interne via l'émission de titres, sans tenir compte du prix des titres. Les entreprises ne peuvent en effet pas décider de ce prix, qui est fixé sur le marché des titres par la rencontre entre l'offre des entreprises et la demande des ménages actionnaires. L'offre de titres est donc :

$$\Delta(e_f^s) \cdot p_e = x \cdot (I - S_{f(-1)}) \quad (5.24)$$

Enfin, les entreprises financent la partie restante de l'investissement par le recours aux crédits bancaires :

$$\Delta L_f = (1 - x) \cdot (I - S_{f(-1)}) \quad (5.25 - iv)$$

La demande de monnaie est ici endogène et dépend directement du motif de financement de l'investissement. Un accroissement des décisions d'investissement se traduit par un accroissement de la demande de prêts pour motif de financement de la part des entreprises. Le motif de financement a notamment été développé par Keynes (1937).

### 3.3 Le secteur bancaire

Les banques octroient les crédits et collectent les dépôts des ménages actionnaires. La fonction de collecte des dépôts s'écrit :

$$\Delta M^s = \Delta M_a^d \quad (5.26)$$

Nous considérons qu'elles octroient tous les prêts demandés par les entreprises, il n'y a donc pas de rationnement du crédit :

$$\Delta L^s = \Delta L_f^d \quad (5.27)$$

Les intérêts sur les prêts sont considérés comme exogènes et égaux à ceux sur les dépôts. De ce fait, les banques ne réalisent pas de profit, de telle sorte que :

$$r_m = r_l \quad (5.28 - v)$$

Dans ce modèle, l'offre de monnaie est donc endogène et dépend de la demande de crédits des entreprises. La demande de monnaie est également endogène et dépend de la préférence des ménages pour la liquidité, qui est fixée par rapport au niveau des taux d'intérêt sur les dépôts, variable exogène.

### 3.4 Une répartition endogène des revenus

Aglietta et Rebérioux (2004) ainsi que Boyer (2000) analysent le rôle central de la « gouvernance d'entreprise » dans les économies où les activités financières occupent une place importante. Ce principe octroie un rôle prépondérant aux actionnaires dans la prise des décisions de gestion des entreprises<sup>21</sup>. Ainsi, les normes de profitabilité financière, variable exogène, deviennent centrales dans la détermination des modalités de répartition des revenus. De ce fait, il est essentiel d'introduire le pouvoir des actionnaires dans le conflit distributif.

Le principe du taux de marge élaboré par Kalecki (1990) permet de rendre compte des rapports de forces dans la détermination de la répartition des revenus. Cependant, nous

---

<sup>21</sup> Ce que nous avons analysé dans le troisième chapitre.

considérerons ici que ce taux n'est pas déterminé par la structure du marché des biens, mais bien par les rapports de forces entre catégories sociales, ce qui a notamment été introduit dans le modèle, bien que classique, de Goodwin (1967).

Dans ce modèle, la part des salaires est endogène et dépend du taux d'emploi, qui représente un indicateur du pouvoir de négociation des salariés. Nous reprenons ici cet élément, mais en remplaçant le taux d'emploi par le taux de chômage ( $ur$ ). Plus ce taux est élevé, plus la part salariale a tendance à décroître du fait d'un plus faible pouvoir de négociation des salariés. Il ressort en effet du deuxième chapitre que la France connaît, dans les années 1980 et 1990, à la fois une augmentation du taux de marge et du taux de chômage.

Cependant, il convient également d'introduire le poids des agents financiers. Dans le modèle présenté ici, le pouvoir des actionnaires est exprimé par les normes de rentabilité financière exigées, qui sont exogènes ( $\rho$ ). Plus ces normes sont élevées plus les entreprises accroissent les taux de marge afin d'augmenter la part des profits et notamment les profits distribués. De même, plus le taux de rendement effectif des titres ( $r_e$ ) est faible, c'est-à-dire plus l'écart entre normes exigées et rendement effectif est grand, plus le taux de marge est poussé à la hausse. Les entreprises se trouvent donc dans une situation intermédiaire, arbitrant entre les exigences des salariés et des actionnaires. Cette idée rejoint celle de Stockhammer (2004b), selon laquelle les préférences de l'entreprise dépendent de la situation institutionnelle de l'économie car les managers détiennent une position de classe ambiguë, leurs revenus étant composés de salaires et de profits.

Dans une économie financiarisée, les managers adoptent les préférences des actionnaires et recherchent donc un accroissement des profits. La notion de taux de marge est donc bien ici utilisée pour rendre compte du conflit distributif. Elle prend alors la forme suivante, où  $p$  est un paramètre reflétant la sensibilité des managers au pouvoir des actionnaires et salariés :

$$\pi_{(t+1)} = p \cdot (\rho - r_e) \cdot ur + \pi \quad (5.29)$$

La forme multiplicative permet de prendre en compte à la fois les pressions exercées à la hausse par les actionnaires et celles exercées à la baisse par les salariés sur le taux de marge.

Par exemple, si le taux de chômage est faible, les actionnaires ne pourront pas obtenir un accroissement du taux de marge, même si les normes exigées sont élevées, du fait du pouvoir des syndicats de salariés. Et inversement, un faible taux de chômage ne conduira pas forcément à une baisse importante du taux de marge si les normes exigées demeurent élevées, donc si le poids des actionnaires est fort.

Lorsque le taux de chômage ou les normes de rentabilité financière augmentent, les entreprises accroissent leur taux de marge et réduisent ainsi la part des salaires. Les salaires dépendent négativement en effet du taux de marge (équation 5.4). Le taux de marge est donc ici endogène et dépend à la fois de facteurs macroéconomiques, par le biais du taux de chômage, et de facteurs exogènes dépendant des rapports de force, via les normes exigées de rentabilité financière. Ces dernières retracent en quelque sorte l'état des conflits ainsi que des conventions collectives.

Nous ne prenons donc pas en compte le versement des dividendes dans la détermination du taux de marge. En effet, dans le modèle que nous proposons, un accroissement des dividendes versés n'influence pas le taux de marge de façon positive, du moins directement, ce que nous aurions pu faire. Cependant, l'analyse des données empiriques sur la France montre que le fort accroissement des dividendes versés par les entreprises à partir de la fin des années 1990 ne s'est pas répercuté de façon significative sur le taux de marge, qui s'est stabilisé au cours de cette période. Nous n'avons donc pas intégré cette variable dans la détermination du taux de marge, ce qui a par contre été fait par Lavoie (2007).

L'emploi est déterminé par le niveau de la production et la productivité, considérée comme constante :

$$N = \frac{Y}{\mu} \quad (5.30)$$

Le plein-emploi dépend de la production de pleine capacité ( $Y_{fc}$ ) ainsi que de la productivité :

$$N_{fe} = \frac{Y_{fc}}{\mu} \quad (5.31)$$

La production de pleine capacité dépend du stock de capital de la période précédente ainsi que du ratio de capital de pleine capacité ( $\mathcal{G}$ ), considéré comme constant :

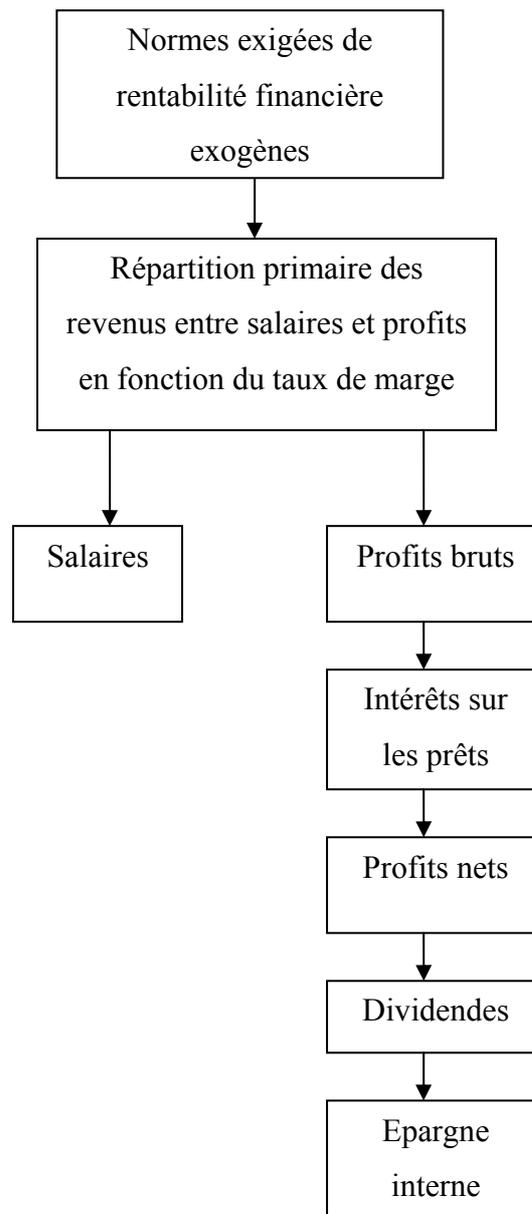
$$Y_{fc} = K_{(-1)} \cdot \mathcal{G} \quad (5.32)$$

Le chômage est déterminé par la différence entre le plein-emploi et l'emploi effectif, ce qui permet de calculer le taux de chômage :

$$UN = N_{fe} - N \quad (5.33)$$

$$ur = \frac{UN}{N_{fe}} \quad (5.34)$$

La répartition primaire entre profits et salaires constitue la première étape du schéma de répartition. Les intérêts sur les prêts, qui dépendent du stock de prêts de la période précédente, sont versés à partir des profits bruts. Les profits nets sont ainsi obtenus et servent à verser les dividendes. Enfin, la dernière opération du schéma de répartition est la détermination de l'épargne interne des entreprises, de leur cash-flow, qui intervient comme un résidu en fin de période (schéma 5.2).

**Schéma 5.2** : La chronologie de la répartition

### 3.5 L'équation manquante et la cohérence du modèle

Le modèle est maintenant bouclé. Nous avons défini les treize variables issues de la matrice des flux. Pour cela, nous avons eu besoin d'introduire vingt et une nouvelles variables afin de spécifier les fonctions de comportements et les modalités de la répartition des revenus.

Ces variables sont :

Pour les ménages actionnaires :  $R_a, D_a^d, CG_a, V_a, S_a, r_e, r_e^a, D_{f(a)}^s, \Delta p_{e(a)}$

Pour les ménages dans leur ensemble : C

Pour les entreprises : Y, K, u, g,  $F_T, \pi, N, N_{fe}, Y_{fe}, UN, ur$

Le modèle compte bien le même nombre d'équations que le nombre de variables, soit trente-cinq. En outre, nous avons utilisé les N-1, soit cinq, identités comptables issues de la matrice des flux qui sont nécessaires pour assurer la cohérence comptable du modèle. L'identité qui n'a pas été utilisée est celle du compte d'accumulation des banques :

$$\Delta L = \Delta M \quad (vi)$$

Cette équation peut se ramener, si les stocks initiaux sont cohérents, à l'identité issue de la matrice des bilans :

$$L = M \quad (vi a)$$

Selon cette équation, les prêts contractés par les entreprises à l'issue de la période correspondent à l'épargne placée par les ménages au cours de cette période sous forme de dépôts bancaires. Le stock de dette des entreprises est donc toujours égal au stock de dépôts monétaires des ménages. Le modèle est cohérent sur le plan comptable si cette identité est toujours vérifiée lors des simulations. Comme le soulignent Godley et Lavoie (2001-2, p.294) : « *Ce n'est que lorsque une erreur comptable a été faite que l'égalité donnée par l'équation manquante ne sera pas réalisée. Avec la cohérence des stocks et des flux, l'égalité doit toujours être vérifiée* ». Nous nous assurerons donc toujours lors des simulations que les résultats numériques permettent de retrouver cette égalité.

## CONCLUSION

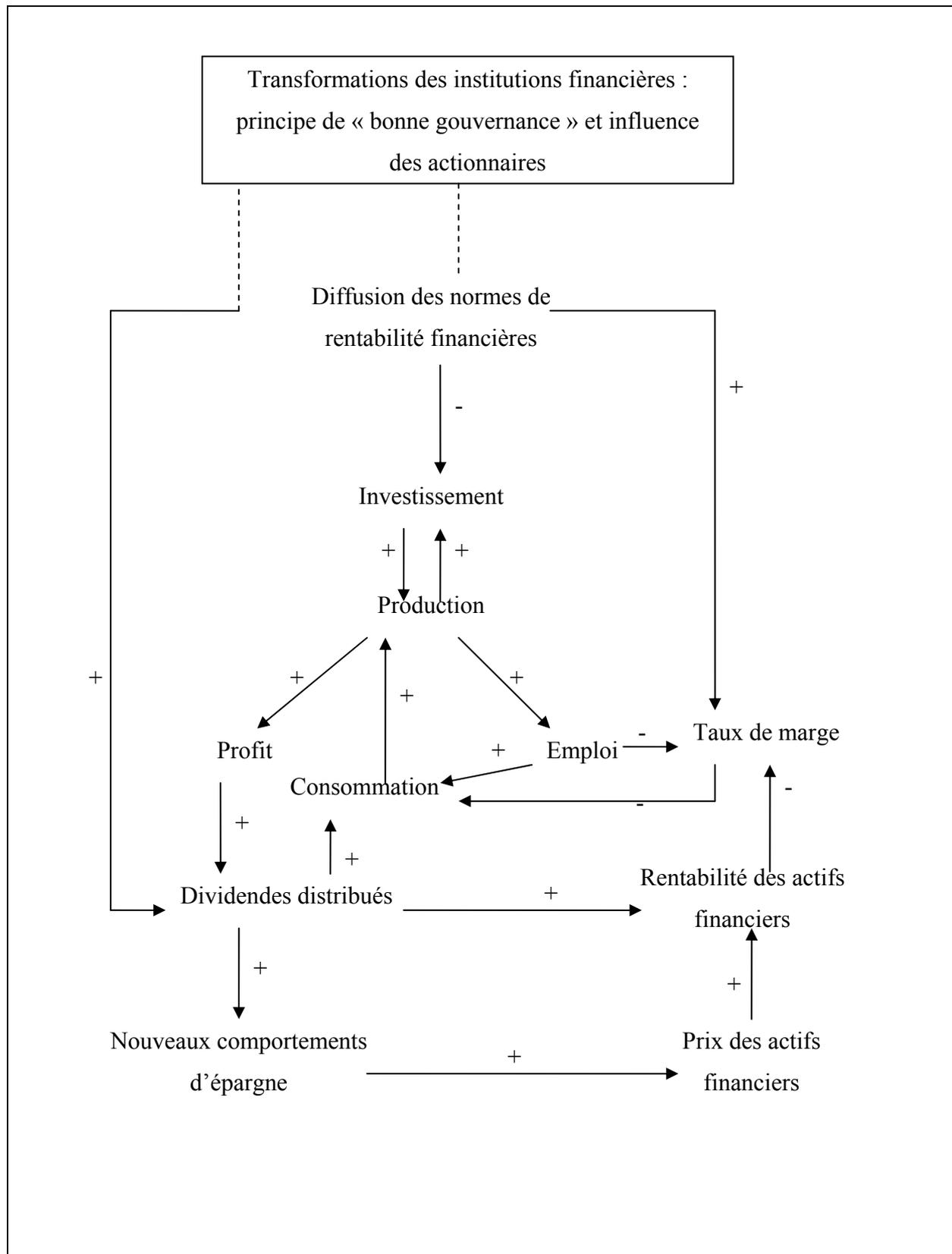
La cohérence comptable du modèle étant vérifiée, il est alors possible d'établir le schéma suivant (graphique 5.3<sup>22</sup>) retraçant les principaux enchaînements macroéconomiques propres à une économie financiarisée. Les transformations institutionnelles à l'œuvre avec la libéralisation financière ont conduit à la diffusion des normes de rentabilité financière. Comme nous l'avons déjà évoqué à plusieurs reprises, l'investissement se retrouve contraint par les normes de rentabilité financière.

D'autre part, ces normes, qui expriment les exigences des actionnaires, poussent à la hausse le taux de marge, ce qui diminue la consommation des salariés. L'exigence de rendements élevés sur les actifs financiers conduit ainsi les entreprises à accroître les versements de dividendes. Nous avons vu les différents moyens par lesquels les agents financiers parviennent à aligner les intérêts des gestionnaires sur les leurs (chapitre 3). Le développement des marchés financiers et l'élévation des taux de rendement sur ces actifs conduisent à une modification des comportements d'épargne ainsi que de consommation de certains ménages. L'accroissement de la demande de titres augmente leurs prix et donc la rentabilité de ces actifs, ce qui tend à limiter l'accroissement du taux de marge, le rendement effectif des titres se rapprochant des normes fixées *a priori*. Même si, dans le modèle proposé, les normes de rentabilité financière exigées n'influent pas de façon directe sur la distribution de dividendes, elles s'accompagnent dans les faits d'un accroissement des dividendes versés, ce qui correspond à une hausse de  $\chi$ . Celle-ci est représentée dans le schéma par l'impact positif de la propagation des principes de la gouvernance d'entreprise sur les dividendes distribués (schéma 5.3).

---

<sup>22</sup> Dans ce schéma, le signe (+) indique qu'un accroissement d'une variable exerce un effet positif sur une autre, et le signe (-) que la hausse d'une variable exerce, au contraire, un impact négatif. Par exemple, la diffusion des normes de rentabilité financière tend à accroître le taux de marge. Une hausse de l'emploi exerce par contre un impact négatif sur celui-ci.

**Schéma 5.3 :** Les principaux enchaînements macroéconomiques d'une économie financiarisée



Cependant, le modèle présenté dans ce chapitre n'introduit pas les effets de l'accumulation du capital sur la productivité, le modèle étant centré sur les questions de demande et de répartition, que nous avons considérées comme centrales dans l'explication du ralentissement de la croissance française. Cependant, l'introduction de tels effets demeure une piste de travail intéressante, qui permettrait notamment de fournir une vision postkeynésienne aux questions de croissance endogène, même si des problèmes d'instabilité accompagnent en général l'introduction des facteurs d'offre dans de tels modèles.

Le chapitre suivant présentera l'analyse des propriétés de ce modèle par la simulation numérique.



## **CHAPITRE VI**

### **ANALYSE DES PROPRIETES DU MODELE PAR SIMULATIONS ET INTERPRÉTATION DE LA TRAJECTOIRE FRANÇAISE**

---

Le modèle que nous venons de présenter est étudié en utilisant des simulations numériques. Le terme de simulation renvoie à l'utilisation d'une maquette, ici le modèle présenté dans le chapitre précédent, qui restitue les réactions d'un système en modèle réduit à la suite d'un choc. Cette méthode repose sur l'introduction de choc à partir d'un état stationnaire (1) et permet d'analyser les propriétés du modèle (2), en modifiant les principaux paramètres compte tenu de la problématique que nous développons. Il s'agit principalement des normes de rentabilité financière exigée, de la part de l'investissement, financée par émission de titres, du taux de distribution des dividendes et d'une modification du comportement des ménages actionnaires. Une fois ces simulations menées, il est possible de fournir une interprétation de la trajectoire suivie par l'économie française depuis le milieu des années 1980 en comparaison avec les faits stylisés exposés au chapitre 2 (3). Nous verrons que l'accroissement des normes de rentabilité financière et de la part de l'investissement financée par émission de titres semble expliquer le recul de la part des salaires dans la valeur ajoutée et le ralentissement de la croissance économique.

## **1 Apports et limites de la méthode de résolution par simulations numériques à partir de l'état stationnaire**

Compte tenu de la complexité du modèle liée au nombre élevé d'équations (34), aux équations de portefeuille et aux décalages temporels, il est très difficile de le résoudre de façon analytique. Nous reprenons donc la méthode de résolution, élaborée par Godley et Lavoie (2001-2 et 2007), avec laquelle ils ont étudié les propriétés de leurs modèles.

### **1.1 La méthode de résolution par simulations numériques**

Cette méthode se décompose en plusieurs étapes. La première consiste à assigner des valeurs aux différents paramètres en utilisant des faits stylisés raisonnables, d'où l'intérêt de clarifier les choses préalablement à l'aide de la comptabilité nationale. Ensuite, le modèle est résolu et un état stationnaire est trouvé par un processus d'approximations successives. L'état stationnaire correspond à une situation où l'évolution du système est telle que l'essentiel des variables approche certaines valeurs qui ne changeront plus au cours du temps. En d'autres termes, l'équilibre renvoie à un état où des variables corrélées entre elles sont ajustées les unes aux autres de telle sorte qu'il n'y a plus de tendance inhérente au changement qui prévalent dans le modèle qu'elles constituent (Machlup, 1963). Dans le type de modèle développé ici, l'état stationnaire représente donc une situation où les ratios de stocks et de flux sont constants (par exemple le taux d'accumulation, le taux de chômage, la part des titres financiers dans le portefeuille des ménages). En effet, l'état stationnaire représente celui d'une économie en croissance. Une fois l'état stationnaire atteint, des simulations sont faites en ne modifiant à la fois qu'un seul paramètre ou une seule variable exogène, significatifs sur le plan économique. Cette méthode est identique à celle utilisée par les auteurs orthodoxes pour étudier les propriétés d'un modèle dynamique à l'aide de la simulation informatique. Les simulations sont menées sous Eviews. Le logiciel résout le modèle et permet de traiter sous forme de tableaux et graphiques les résultats. Cette méthode permet également de vérifier que le modèle est complet et que la structure comptable est correcte. En d'autres termes, toutes les variables endogènes sont définies par une équation, le modèle converge vers une solution stable et l'équation manquante est vérifiée.

La cohérence comptable des modèles stock-flux constitue le point fort de cette méthodologie, mais conduit à un nombre élevé d'équations. En plus des décalages temporels qui constituent une autre caractéristique de cette approche, il devient très difficile d'étudier de façon analytique les conditions globales d'équilibre et de stabilité du modèle, ainsi que les conditions d'existence des différents régimes. C'est pour ces raisons que nous avons eu recours à la simulation numérique pour analyser des équilibres locaux. Compte tenu de ces remarques, l'usage de simulations informatiques par rapport à une méthode de résolution analytique comporte plusieurs avantages. Elles permettent en effet de décrire avec une plus grande précision les dynamiques de court terme et particulièrement celles qui sont à l'œuvre lors de la transition d'un état stationnaire vers un autre après un choc. L'utilisation de la résolution par simulations permet d'introduire dans le modèle davantage d'aspects structurels de l'économie (modalité de répartition, détermination de l'investissement...). Il est ainsi possible de développer des modèles qui sont spécifiés de façon plus précise d'un point de vue institutionnel et donc proches du cas particulier étudié (Adelman, 1988).

Dans les simulations présentées, les graphiques représentent les résultats obtenus après l'introduction du choc rapportés à l'état stationnaire initial. Pour les périodes précédant le choc, le résultat obtenu est donc égal à 1. L'évolution des courbes permet ainsi de comparer les résultats obtenus à la suite du choc par rapport à ceux de l'état stationnaire initial. Les chocs introduits dans ces simulations sont des chocs permanents.

La méthode de résolution par simulations informatiques comporte cependant des limites, notamment par rapport à la résolution analytique. Lorsque les simulations sont effectuées, les propriétés du modèle sont analysées pour un état stationnaire particulier obtenu pour certaines valeurs de paramètres, en sachant que, pour d'autres valeurs de paramètres, il n'y aurait pas d'état stationnaire ou alors il détiendrait des propriétés différentes, un choc sur l'une des variables exogènes ne conduisant pas forcément aux mêmes résultats ou faisant dévier le modèle vers une zone d'instabilité. En d'autres termes, seule la stabilité locale du modèle est analysée. Cependant, comme le remarque Mouakil (2006), les résolutions analytiques négligent également la discussion sur les valeurs des paramètres ne conduisant à aucun état stationnaire. Il est possible de remédier à cette difficulté en testant, par tâtonnements,

différentes valeurs de paramètres afin d'essayer de déterminer les propriétés des différents états stationnaires du modèle<sup>1</sup>. Les conditions de stabilité du modèle ne sont pas rigoureusement définies. En effet les valeurs des paramètres choisis vont conditionner en partie les résultats obtenus. De plus, l'analyse en termes d'état stationnaire propose rarement une explication de la convergence vers cet état. La simulation informatique permet par contre de décrire précisément toutes les dynamiques du modèle.

## 1.2 L'état stationnaire : un outil analytique

La notion d'état stationnaire, *steady state*, est utilisée, à l'image de ce que font Lavoie et Godley, comme un outil analytique, en reconnaissant les limites. Il ne constitue qu'un moyen d'analyse, ce qui rejoint le point de vue de Dore sur l'existence d'équilibre (1984-5). En effet, une telle construction théorique n'est jamais atteinte en pratique du fait de changements continus dans les variables et paramètres exogènes. De ce fait, il est important, quand les simulations sont réalisées, de faire la distinction entre les effets initiaux dus à un choc exogène (dans les premières périodes de la dynamique) et les effets finaux (à l'état stationnaire). L'état stationnaire atteint peut être instable, dans le sens où il n'y a aucun facteur qui assure que le modèle converge vers cet équilibre si les paramètres choisis le situent sur une trajectoire proche de cet équilibre. Cela provient notamment du fait qu'il existe des équilibres multiples et qu'il n'y a donc pas de stabilité globale. En outre, l'équilibre stationnaire atteint est neutre, dans le sens où l'introduction d'un choc conduit à un nouvel équilibre, qui ne changera plus à moins qu'un nouveau choc soit à nouveau introduit. L'équilibre neutre n'est donc pas localement stable.

D'un point de vue « théorique », un tel équilibre est lié à l'existence de l'incertitude radicale et au type d'anticipation qui en découle. L'utilisation par les postkeynésiens de modèles aboutissant à un changement d'équilibre provient des hypothèses établies sur le type

---

<sup>1</sup> Godley et Lavoie (2001-2) ont trouvé deux régimes stables dans leur modèle en recourant à cette méthode. Nous avons testé plusieurs configurations des paramètres, et notamment ceux de la fonction d'investissement, en mettant dans un cas un coefficient supérieur au paramètre  $a$  par rapport au coefficient  $b$  et inversement dans l'autre. Nous retrouvons les mêmes résultats de simulations dans les deux cas. Les valeurs des paramètres retenus et la vérification de l'identité manquante sont présentées dans l'annexe 2.

d'anticipations selon Kregel<sup>2</sup> (1976). Le passage d'un équilibre à un autre provient en effet d'un changement dans les anticipations (préférence pour la liquidité, propension à consommer...) qui induit une modification du niveau de la demande effective. Il n'y a dès lors aucune raison que le modèle retourne à son équilibre initial. Le point d'équilibre atteint dépend du niveau de la demande effective compte tenu de la propension à consommer, de l'efficacité marginale du capital, de la préférence pour la liquidité, etc. (Kregel, 1988). Ainsi, il existe une multitude d'équilibres de sous-emploi et, en cas de choc, il n'existe aucun mécanisme qui ramène le modèle vers son équilibre initial (Deprez et Dalendina, 1994). Des régimes stables peuvent parfaitement émerger sur quelques périodes mais il n'est pas possible de le savoir avant que les données historiques ne l'aient révélé. En outre, un tel type d'équilibre s'accompagne d'une instabilité dans les fonctions de comportements qui donnent naissance à un système caractérisé par des évolutions des relations structurelles au cours du temps (Setterfield, 1999). En d'autres termes, le passé n'est pas un garant du futur, du fait de l'incertitude radicale et du principe de non-ergodicité (Godley et Lavoie, 2007) selon lequel l'économie doit être analysée dans le cadre d'un temps historique<sup>3</sup>, y compris à court terme. Le long terme constitue, dans cette perspective, une suite de court terme, ce qui signifie une sorte de résilience dans l'économie (Le Héron, 2007). En d'autres termes, « *les équilibres de longue période n'existent pas indépendamment du sentier parcouru lors de la transition*<sup>4</sup> ». Compte tenu de l'incertitude et des fonctions de comportement qui y sont liées, ce type de modèle est soumis à une dynamique de dépendance par rapport au passé et à des phénomènes d'hystérésis<sup>5</sup>. Les résultats du modèle dans le long terme sont ainsi conditionnés par les propriétés des séquences d'évènements qui les ont précédés.

Une telle méthodologie, comme le souligne Setterfield (1997), conduit à observer les faits stylisés de façon à déterminer ce qui est laissé inchangé. En ce sens, elle conduit pour cet auteur à utiliser une démarche intermédiaire qui combine méthode analytique et observations des faits stylisés. La causalité séquentielle entre les variables qui découle d'une démarche

---

<sup>2</sup> Kregel (1976) utilise la notion de *shifting equilibrium*.

<sup>3</sup> La notion de temps historique, signifie que le passé est irréversible et qu'il ne coïncide jamais avec le futur, qui n'est pas prévisible (Pasinetti, 2005). Il peut être très coûteux et difficile de renverser une décision déjà exécutée (Lavoie, 2004).

<sup>4</sup> Lavoie, 2004, p.18.

<sup>5</sup> Le phénomène d'hystérésis se produit lorsque l'évolution d'un système est telle que ses états primordiaux influencent les plus tardifs. En d'autres termes, cela renvoie à la sensibilité d'une variable à sa propre histoire passée, et également à la sensibilité d'une variable aux chocs exogènes passés.

---

reposant sur l'hypothèse « toutes choses égales par ailleurs » suggère selon Setterfield qu'une telle analyse est fondamentalement descriptive plutôt que prédictive, par nature. Ceci met en avant l'importance de l'étude des faits stylisés et donc de la « théorie intermédiaire<sup>6</sup> ».

L'utilisation de l'état stationnaire est donc une construction théorique qui est atteinte uniquement « *si tous les paramètres et les fonctions du modèle sont pris comme donnés*<sup>7</sup> ». Dans cette perspective, ce sont surtout les résultats de long terme, finaux, qui peuvent faire l'objet de critiques car ils ne surviendraient que dans le cas irréaliste où aucun paramètre ni aucune variable exogène ne se modifieraient. En d'autres termes, ils ne surviennent que si la structure du modèle reste inchangée. L'état stationnaire constitue donc un outil analytique qui n'est jamais atteint en pratique, car les paramètres et variables exogènes changent constamment. Godley et Lavoie soulignent alors que l'état stationnaire doit être traité comme un point de référence.

L'état d'équilibre est donc utilisé comme un pur outil pédagogique afin de caractériser ce qui est sinon connu comme un état de non-équilibre, de changement et de mouvement historique (Setterfield, 1997). Une telle utilisation de l'équilibre renvoie à celle de l'hypothèse « toutes choses égales par ailleurs ». Ce type d'approche est fondé sur la notion de causalité séquentielle qui revient à identifier des causes premières et des effets ultérieurs, les deux étant séparés dans le temps. Le choix des chocs introduits renvoie à la prise en compte de l'importance des institutions et de l'histoire dans les discussions sur les causalités macroéconomiques. En d'autres termes, certaines parties du système dynamique sont laissées de côté, créant ainsi de la constance où il y aurait en réalité de la propension au changement.

Une telle opération est effectuée afin de faciliter l'analyse pratique des autres parties dans un système fermé. Ainsi, les forces endogènes incitant au changement sont suspendues le temps de l'analyse. Ceci revient à accorder un rôle important aux conventions.

---

<sup>6</sup> « Intermediate theory », Setterfield (1997), p. 74.

<sup>7</sup> Godley et Lavoie, 2007, p. 10.

### **1.3 Les limites de la résolution par simulations numériques**

A partir de cette méthodologie, nous ne connaissons donc pas les conditions générales d'équilibre et de stabilité du modèle. Il n'est également pas possible d'assurer que toutes les configurations du modèle, les différents régimes, ont tous été trouvés et donc analysés, bien que nous ayons testé de nombreuses configurations de paramètres. Comme dit précédemment, nous ne pouvons également connaître de façon précise les conditions de passage d'un régime à un autre, dans le cas où il en existerait plusieurs.

En outre, il est très difficile d'utiliser des valeurs économétriques pour paramétrer les équations. Ces dernières conduiraient en effet difficilement à un équilibre stable et ne permettraient donc pas de mener des simulations intéressantes. La valeur de certains paramètres est donc « déterminée » davantage par des nécessités de stabilité que par des valeurs macroéconomiques, bien qu'ici nous ayons également veillé à ce que les valeurs des paramètres ne soient pas détachées de toute réalité économique. En effet, il est difficile de trouver des valeurs de paramètres qui conduisent à un état stable. Dans la mesure du possible, nous avons utilisé les faits stylisés pour que les valeurs obtenues à l'état stationnaire correspondent à des ratios réalistes (par exemple pour le taux de croissance, le taux d'accumulation, la part des salaires, etc.).

D'autre part, il n'est pas possible d'intégrer plusieurs chocs à la fois dans les simulations, car il ne serait alors plus possible d'analyser ce qui provient de tel choc plutôt que de tel autre. Les effets contradictoires ne ressortiraient également pas d'une telle analyse. De plus, l'introduction de plusieurs chocs fait exploser le modèle, qui est trop instable pour pouvoir mener de telles simulations. Dans la perspective que nous développons ici, ceci constitue une limite car, comme nous l'avons noté, il est difficilement possible de séparer le renforcement des exigences de rentabilité des actionnaires de la hausse des dividendes versés, or, ces deux tendances exercent des effets contradictoires sur la croissance et la répartition. Il reviendrait alors plus à une méthode économétrique de tester les effets simultanés et contradictoires de ces tendances.

En effet, nous ne pouvons dégager, compte tenu de la façon dont est paramétré le modèle, que des tendances qualitatives, mais en aucun cas un chiffrage quantitatif de l'ampleur des effets induits par les chocs. Bien que certains effets puissent apparaître plus importants que d'autres compte tenu de l'ampleur du choc introduit et de l'amplitude des variations induites, cela dépend de la valeur des paramètres et variables exogènes et ne correspond à aucune réalité économique « chiffrée ». De plus, comme nous venons de le noter, une telle évaluation quantitative n'aurait aucune signification dans la mesure où un seul choc à la fois est introduit, c'est-à-dire qu'il est mené toutes choses égales par ailleurs, ce qui laisse de côté les évolutions parallèles de plusieurs variables exogènes (ici par exemple accroissement des normes de rentabilité exigée et hausse du taux de distribution des dividendes). Il conviendrait alors de sommer les différents effets, mais nous retompons toujours sur les limites indiquées au début de ce paragraphe, à savoir la signification de ces résultats compte tenu du paramétrage. Nous avons donc préféré comparer les tendances dégagées aux faits stylisés du deuxième chapitre afin d'analyser les évolutions de la situation macroéconomique française mais également de vérifier la validité empirique des résultats obtenus par la simulation. Le modèle est donc jugé comme pertinent s'il permet de fournir une analyse narrative des faits stylisés observés.

#### **1.4 Incertitude radicale et discussion sur la notion d'équilibre**

Pour certains auteurs postkeynésiens, l'utilisation de ces modèles soulève des questions. Il suppose ainsi que l'économie converge vers un état stable afin d'effectuer des simulations, et que cet état va se poursuivre en l'absence de choc. Or, dans une situation d'incertitude radicale et de changement rapide des comportements, une telle hypothèse pose problème, bien que les anticipations soient ici adaptatives et non pas rationnelles. Comme le soulèvent Ferrai-Filho et Camargo Conceição (2005), dans un contexte d'incertitude radicale, qui est celui de la théorie keynésienne, l'activité économique ne peut être décrite en termes de stabilité ou de convergence vers un état d'équilibre de long terme. Ces conditions ne sont possibles qu'en l'absence d'incertitude. En d'autres termes, l'existence de telles conditions n'est compréhensible que dans un sens logique ou théorique, dans un monde dépourvu de contenu historique. En effet, l'équilibre est un état à partir duquel le système ne développe pas de tendance endogène ultérieure qui entraînerait une déviation. Dans une telle situation, il n'y a

plus réellement d'importance de l'histoire, le futur est prédéterminé par la trajectoire qui a conduit à l'équilibre qui a été atteint. Le futur étant prévisible, l'état d'équilibre remettrait alors en question la notion de temps historique (Setterfield, 1997). Cependant, si les équilibres sont conçus comme essentiellement temporaires, alors l'antagonisme entre le temps historique et le concept d'état d'équilibre est atténué.

Asensio (2007) pointe ainsi la nécessité de conserver l'hypothèse d'incertitude radicale pour aboutir aux résultats keynésiens. Ainsi, pour les auteurs keynésiens, les régimes macroéconomiques ne doivent pas être présumés stationnaires, c'est le principe de non-ergodicité. Les différents régimes macroéconomiques ne peuvent ainsi être que temporairement stationnaires. En effet, s'il y a des déséquilibres lorsque la trajectoire fluctue autour de l'état stationnaire, ceux-ci disparaissent dès qu'il est atteint. L'équilibre stationnaire est ainsi très instable s'il n'est pas atteint rapidement car il n'existe pas de force de rappel qui l'y ramène. La convergence vers l'état stationnaire dépend donc de la vitesse d'ajustement du modèle. Les points d'équilibre ne sont ainsi pas indépendants de la dynamique de mouvement du système, qui est donc *path-dependent*. Il ne doit pas non plus y avoir « d'équilibre naturel » dans le long terme dans les systèmes non ergodiques, en effet, il n'existe pas de « position naturelle ». Il n'y a aucune raison que le taux de croissance atteint corresponde à une situation assurant le plein-emploi. De ce fait, la stabilité structurelle ne peut être postulée pour des travaux de prospective, y compris sur le court terme. Ce type de modèle doit donc toujours être inséré dans un contexte historique et il n'est pas possible d'en dériver des lois générales. Les institutions occupent de ce fait une place centrale, par leur influence sur les paramètres structurels du modèle et donc sur sa trajectoire historique. L'importance des institutions est ainsi reliée à celle de l'incertitude radicale. En effet, compte tenu de l'incertitude dans laquelle sont prises les décisions des agents, les économies monétaires sont forcément instables. De plus, les anticipations des agents économiques changent constamment dans le temps. Il est de ce fait difficile de tirer des conclusions à la suite des chocs car la majorité des variables exogènes risque en réalité d'être modifiée après ces chocs. Ainsi, les coefficients peuvent être pris comme exogènes uniquement lorsque rien n'est identifié pour les faire changer entre les périodes.

En outre, la formalisation des équations de comportement de ce type de modèle pose problème si l'on suit l'analyse de Keynes et selon les auteurs précédemment cités. En effet, dans le chapitre 12 de la *Théorie générale*, Keynes montre que les anticipations des individus ne sont pas déterminées par des fondamentaux de long terme reliés aux taux de rendement anticipés sur les actifs, car l'information nécessaire à la formation de ce type d'anticipations n'existe pas. Les modélisations de portefeuilles inspirées de celles de Tobin sont ainsi critiquées car elles réduisent l'hypothèse d'incertitude à un phénomène mesurable et fondé sur des probabilités, ce qui est bien loin de l'hypothèse d'incertitude radicale. Le caractère central de l'incertitude est notamment mis en avant par Keynes (1937b), ce qui est résumé par la phrase : « *We simply do not know*<sup>8</sup> ». Le contexte d'incertitude radicale conduit au motif de détention de monnaie comme réserve de valeur, ce qui influe sur le taux d'intérêt<sup>9</sup>. L'incertitude radicale caractérisant le fonctionnement du marché financier rend ainsi selon l'auteur toute évaluation des rendements escomptés impossible. Cependant, l'existence de conventions conduit à l'instauration d'une règle d'évaluation, qui, si elle est adoptée par tous, se révélera dans les faits (Orléan, 1988). Orléan définit la notion de convention comme « *l'ensemble de ces règles sociales qui normalisent les comportements privés en leur fournissant un système a priori d'évaluation*<sup>10</sup> ». En effet, en situation d'incertitude radicale, les groupes développent des comportements mimétiques. En ce sens, les agents établissent des prévisions dépendant à la fois, comme le souligne Keynes (1936), de l'état de la prévision à long terme, mais également de la confiance avec laquelle est établie la prévision. Deux variables entrent donc en compte dans l'évaluation : l'évaluation d'une probabilité et un degré de confiance dans les méthodes d'évaluations suivies. Ces deux variables peuvent connaître une certaine stabilité compte tenu des conventions et des comportements mimétiques dans l'analyse de Keynes. Pour Kregel (1976), ce caractère constant des anticipations constitue véritablement le cœur de l'analyse keynésienne et est ce qui conduit à des équilibres de sous-emploi. A long terme, les anticipations sont réalisées, mais il n'y a aucune raison pour qu'elles correspondent à un équilibre de plein-emploi.

---

<sup>8</sup> Keynes (1937b), p. 214.

<sup>9</sup> Le caractère central de cette hypothèse dans le raisonnement keynésien est mis en avant par Favereau (1988 et 1998b) et Orléan (1987).

<sup>10</sup> Orléan (1987), p. 167.

Dans le cadre de l'analyse de Kregel, il serait donc possible d'utiliser des fonctions de portefeuilles, reposant sur les anticipations des ménages quant aux probabilités de rendement et sur un degré de confiance sur leur prévision (Orléan, 1987). Il est alors tout de même possible de formaliser des comportements, dès lors qu'il existe une convention sur laquelle s'appuient les agents économiques afin de réaliser leurs évaluations et prévisions. Comme le souligne Orléan (1987), la monnaie s'introduit dans ce contexte « *en tant que forme spécifique d'assurance contre l'incertitude*<sup>11</sup> », ce qui rejoint la position de Schackle (1972). Pour Kregel (1976), la théorie postkeynésienne et l'utilisation dans ce cadre de l'état stationnaire d'équilibre constituent donc une extension fidèle des concepts méthodologiques développés par Keynes dans la *Théorie générale*.

## 2 L'analyse des propriétés du modèle et l'interprétation de la trajectoire française

La réalisation de simulations permet donc de comprendre comment le modèle réagit à la suite de chocs sur les variables exogènes ou les paramètres. Ces simulations, en plus de nous permettre d'analyser les propriétés du modèle, vont surtout fournir un outil d'analyse permettant d'interpréter de façon qualitative les évolutions macroéconomiques de la France depuis le milieu des années 1980. Les transformations des institutions financières conduisent à une modification du mode de gouvernance des entreprises<sup>12</sup>. Les normes de rentabilité financière deviennent un critère prépondérant de gestion et exercent un effet de sélection sur l'investissement. Le poids des agents financiers est notamment illustré par la norme de 15 % de retour sur fonds propres prévalant dans les années 1990.

Afin de rendre compte de cette augmentation de l'influence des actionnaires, la première simulation portera sur l'accroissement des normes de rentabilité financière exigées,  $\rho$  (2.1). Pour rendre compte de l'importance de l'influence des acteurs financiers, les simulations présentées ici se caractérisent par une valeur du paramètre  $a$  dans la fonction d'investissement, portant sur l'écart entre taux de profit et normes de rentabilité financière

---

<sup>11</sup> *Ibid.*, p. 162.

<sup>12</sup> comme le soulignent de nombreux auteurs (Boyer 2000, Lazonick et O'Sullivan 2000, Stockhammer 2004, etc.)

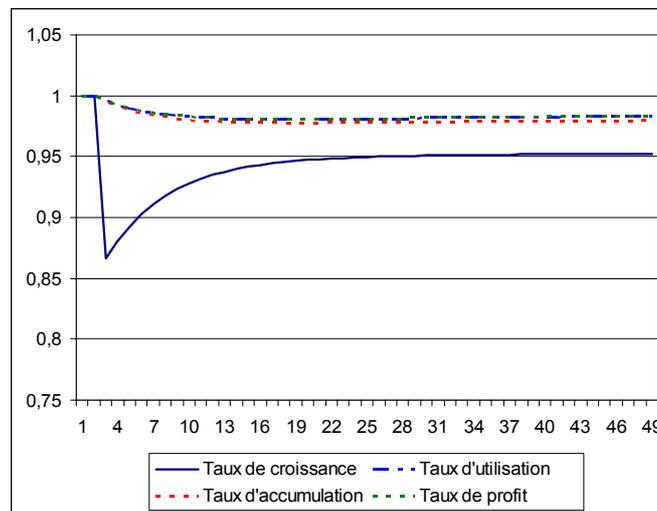
exigées, supérieure à celle de  $b$ , qui porte sur le taux d'utilisation. Nous avons également vu dans le deuxième chapitre que les modalités de financement de l'investissement se modifiaient avec un accroissement du financement externe par émissions de titres. La seconde simulation portera donc sur un accroissement de  $x$ , la part de l'investissement non financée de façon interne qui est financée par l'émission de titres (2.2). Il ressort également de l'analyse empirique que le montant des dividendes distribués par les entreprises augmente fortement. Cet état peut être simulé ici par un accroissement du taux de distribution des dividendes (2.3). Enfin, l'étude du compte des ménages a fait ressortir une tendance à l'accroissement de la détention de titres, même si celle-ci demeure faible. Une modification de la préférence pour la liquidité des ménages actionnaires permet d'analyser les conséquences de ces évolutions (2.4).

### **2.1 Les effets d'un accroissement des normes de rentabilité financière exigées**

Nous avons vu dans le troisième chapitre que pour de nombreux auteurs (Plihon, 2003 ; Cordonnier, 2006...), le rôle croissant des actionnaires dans la prise des décisions de gestion des entreprises constituait l'un des principaux facteurs explicatifs du ralentissement de la croissance. Nous avons également évoqué les divergences existant quant à l'explication des effets négatifs de ce poids croissant des actionnaires sur l'investissement. Nous allons voir ici dans quelle mesure un accroissement de  $\rho$ , les normes de rentabilité financière exigées, peut expliquer, ou ne pas le faire, ce ralentissement de la croissance via ses effets sur l'investissement et la répartition des revenus.

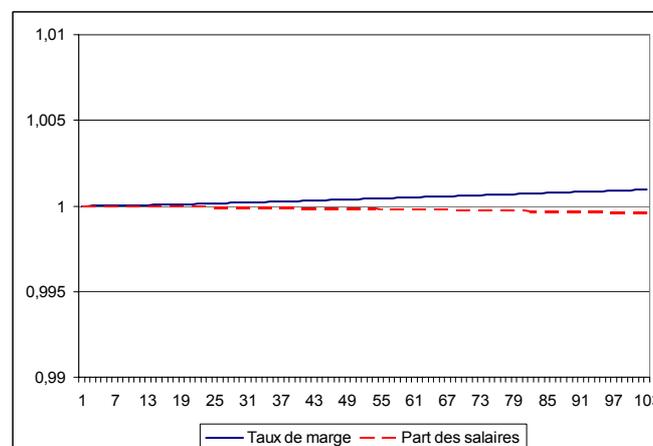
Le modèle est très sensible à une variation de ce paramètre et une trop forte hausse de  $\rho$  conduit le modèle vers une zone d'instabilité. Dans les simulations menées ici, un accroissement des normes de rentabilité financière provoque un ralentissement de la croissance, du taux d'accumulation et du taux de profit (graphique 6.1).

**Graphique 6.1 :** Baisse du taux de croissance, du taux d'accumulation, du taux d'utilisation et du taux de profit après une hausse des normes de rentabilité financière exigées



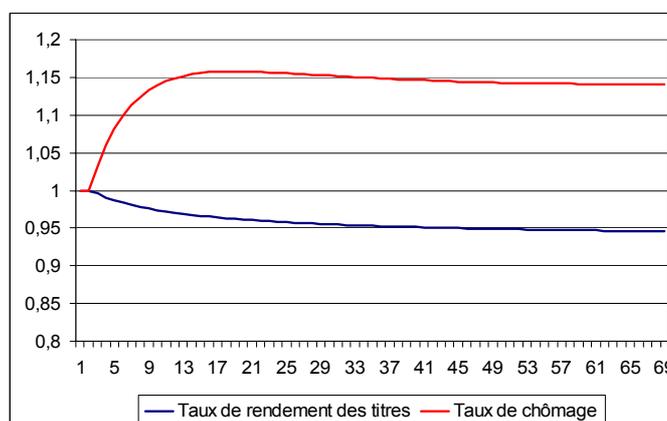
La première explication de ce ralentissement de l'activité économique réside dans l'effet direct de l'accroissement des normes de rentabilité financière sur l'investissement (équation 5.20). Cet effet renvoie à l'impact d'une sélectivité croissance de l'investissement liée à l'accroissement du poids des acteurs financiers. Seul Boyer (2000) propose un modèle dans lequel cet effet est formalisé. Le ralentissement de l'accumulation est suivi par celui de la croissance. Deux facteurs expliquent alors le redressement du taux de marge et donc la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée (graphique 6.2).

**Graphique 6.2 :** Accroissement du taux de marge et recul de la part des salaires consécutifs à une hausse des normes de rentabilité financière exigées



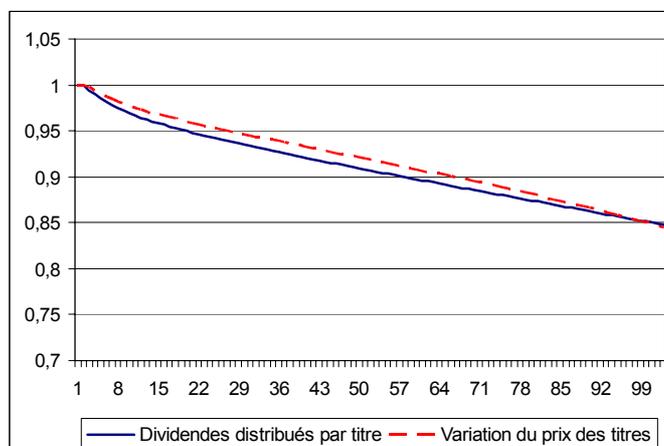
Le premier facteur est l'effet direct de l'accroissement des normes de rentabilité financière sur le taux de marge (5.29), synonyme de déplacement du rapport de forces en faveur des actionnaires. L'ampleur de l'impact dépressif provient des enchaînements macroéconomiques consécutifs au choc et sont de deux ordres. Le ralentissement de l'investissement se conjugue avec la réduction de la consommation des salariés dans l'explication du ralentissement de la croissance. Il s'ensuit une augmentation du taux de chômage (graphique 6.3) qui accentue le déplacement du rapport de force en faveur des acteurs financiers et entraîne donc la hausse du taux de marge.

**Graphique 6.3 :**      Accroissement du taux de chômage et diminution du taux de rendement des titres à la suite d'une hausse des normes de rentabilité financière exigées



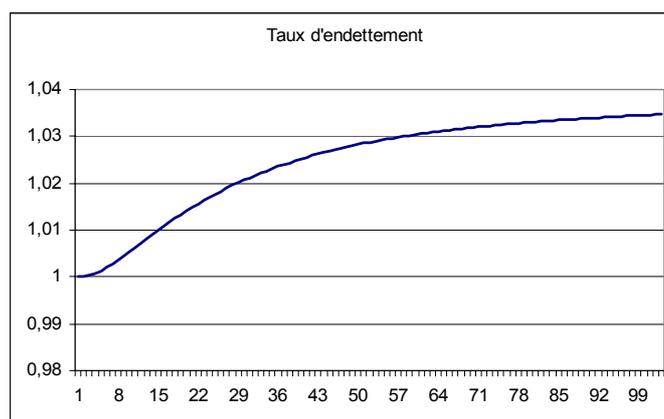
De plus, la hausse du taux de marge est également accentuée par le recul du taux de rendement des titres. En effet, le ralentissement de l'activité économique se traduit par une baisse du taux de profit et donc des capacités financières des entreprises. Les dividendes distribués tendent donc à se réduire (graphique 6.4), avec des effets négatifs sur le taux de rendement des titres (équations 5.23 et 5.12).

**Graphique 6.4 :** Diminution des dividendes distribués et des gains en capitaux après une hausse des normes de rentabilité financière exigées



Le recul des dividendes versés est amplifié par la hausse des intérêts versés par les entreprises. En effet, le recul des profits se traduit par une baisse de leur capacité interne de financement (équation 5.22) et donc par une hausse de leur endettement (graphique 6.5). De plus, la baisse des taux de rendement tend à déplacer la richesse des ménages vers la détention de dépôts, ce qui provoque un ralentissement des gains en capitaux, amplifié par le recul de l'épargne des ménages actionnaires, et accentue ainsi le recul du taux de rendement des titres.

**Graphique 6.5 :** Hausse du taux d'endettement des entreprises consécutive à une hausse des normes de rentabilité financière exigées



Le recul de la consommation des ménages actionnaires qui suit la baisse des dividendes distribués et des gains en capitaux accentue la réduction du taux d'utilisation mais agit également sur les profits des entreprises. En effet, nous avons souligné que la consommation

des profits était une composante du taux de profit (Cordonnier, 2006 et Van Treeck, 2007a et b). Le recul du taux de profit vient à son tour accentuer le ralentissement de l'accumulation. Nous retrouvons donc ici la double relation entre investissement et taux de profit mise en avant par Robinson (1962).

Les résultats issus de cette simulation sont donc proches de ceux de Stockhammer (2005-6) pour qui un accroissement du pouvoir des actionnaires se traduit par un recul de l'investissement. Cependant, les effets décrits ici sont purement macroéconomiques, à la différence de l'analyse de Stockhammer, selon laquelle un accroissement du pouvoir des actionnaires se traduit par une réduction de l'investissement désiré au niveau microéconomique. Cependant, dans l'analyse de Stockhammer, au niveau macroéconomique, l'accroissement du pouvoir des actionnaires peut conduire à une hausse du prix des titres (cf. chapitre 4) compte tenu de l'accroissement de l'épargne. Cet effet ne se retrouve pas dans le modèle que nous proposons ici. En effet, la réduction des dividendes distribués aux ménages actionnaires tend à réduire leur revenu et ainsi leur épargne, ce qui, comme nous l'avons vu, affecte négativement les gains en capitaux. Nous retrouvons donc également des résultats proches de ceux du modèle de Boyer (2000) dans le cas d'une économie toujours dominée par des relations de type salarial. Ici encore nous ne retrouvons pas l'impact positif sur la richesse des ménages qui apparaît dans certains régimes du modèle de Boyer. Ceci est dû au fait que nous établissons une différence entre les normes exigées de rentabilité financière et le rendement effectif des titres. En effet, il ressort de cette simulation qu'un accroissement des normes exigées de rentabilité n'est pas suivi par une hausse du taux de rendement effectif. Or, au contraire, ce dernier tend même à baisser et l'accroissement de la part des profits ne s'est pas traduit par une hausse du taux de profit mais par une baisse de celui-ci, ce qui rejoint bien les conclusions des analyses kaleckiennes<sup>13</sup> ainsi que celle du modèle de Godley et Lavoie (2001-02)<sup>14</sup>. Une réduction des normes de rentabilité financière engendre des effets exactement inverses et donc une relance de l'investissement, de la part des salaires et ainsi de la croissance. Ce scénario renvoie à une modification exogène du conflit distributif dans un sens favorable aux salariés, où le pouvoir politique des syndicats augmenterait. L'instauration

---

<sup>13</sup> cf. chapitre 4 Kalecki (1965) et plus particulièrement Stockhammer (2005-6) pour le cas d'une économie financiarisée.

<sup>14</sup> « En longue période, le taux d'accumulation est beaucoup plus élevé avec des salaires réels plus élevés, quel que soit le régime du modèle » [Godley et Lavoie (2001-2), p. 128].

d'un cycle de négociation collective portant sur le niveau des salaires ou la redéfinition des droits de vote au sein des conseils d'administration sont par exemple synonymes de recul du pouvoir des actionnaires. Ils engendreraient, dans le cadre des simulations menées, un effet positif sur la croissance économique.

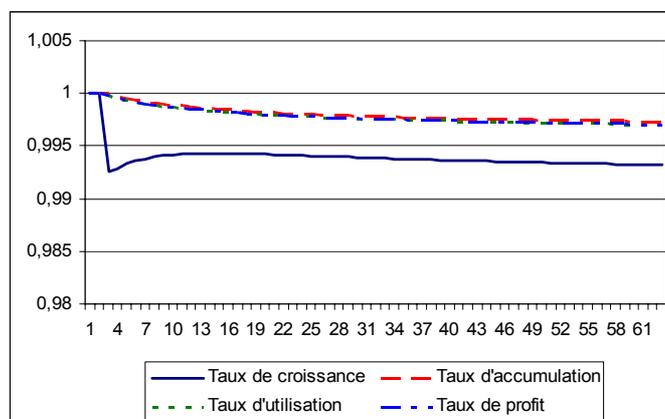
Pour résumer, un accroissement des normes de rentabilité financière exigées provoque à la fois un recul de l'investissement et de la part salariale, ce qui engendre un ralentissement de la croissance économique et une réduction du taux de rentabilité économique, et se traduit par une baisse de la rentabilité financière. L'impact dépressif d'un accroissement de l'influence des actionnaires engendre donc des effets contraires à ceux recherchés.

Une autre caractéristique de la financiarisation concerne l'accroissement de la part de l'investissement financée par émission de titres, soit une hausse de  $x$ , dans notre modèle.

## **2.2 Les effets d'un accroissement du financement de l'investissement par émission de titres**

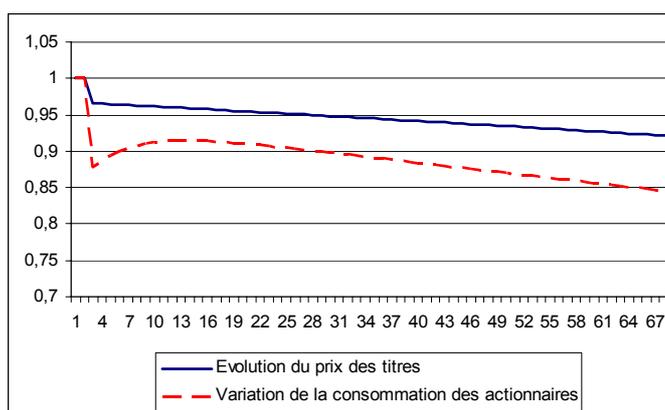
La financiarisation tend à modifier les modalités de financement de l'investissement, comme nous l'avons également noté au chapitre 2, en accroissant la part du financement externe de l'investissement par émission de titres. Un tel accroissement se traduit dans le modèle présenté ici par un ralentissement de l'accumulation, de la croissance, du taux de profit et du taux d'utilisation (graphique 6.6).

**Graphique 6.6 :** Ralentissement de l'activité économique à la suite d'une hausse de la part de l'investissement financée par émission de titres



Deux canaux expliquent ce ralentissement de la croissance. Le premier est lié à la consommation des actionnaires. L'accroissement de l'offre de titres réduit le taux de croissance du prix des titres et ainsi les gains en capitaux, ce qui affecte négativement la consommation des ménages actionnaires (graphique 6.7) et donc le taux d'utilisation des capacités productives, et ainsi, l'investissement (équations 5.16, 5.8, 5.5). Nous retrouvons ici les mêmes enchaînements que ceux du modèle de Godley et Lavoie (2001-2)<sup>15</sup>.

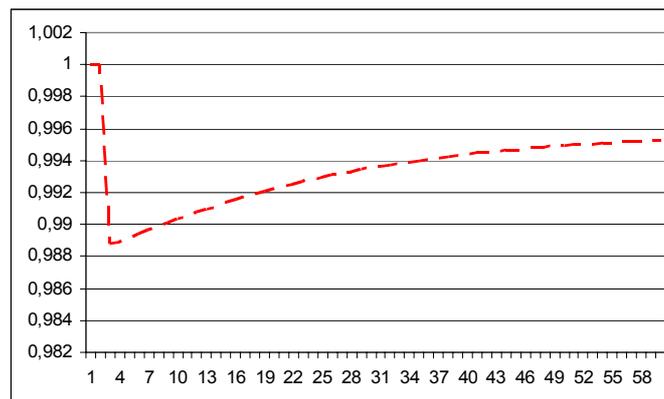
**Graphique 6.7 :** Ralentissement du prix des titres et de la consommation des actionnaires après une hausse de la part de l'investissement financée par émission de titres



<sup>15</sup> Le modèle kaleckien développé par Skott et Ryoo (2007) conclut également à un impact négatif d'un accroissement de l'émission de titres sur le taux d'utilisation et le taux d'accumulation.

Le second canal par lequel l'accroissement de l'offre de titres ralentit l'activité économique est celui de ses effets sur la répartition. Nous venons de voir que les gains en capitaux tendaient à se réduire suite au choc, ce qui exerce un impact négatif sur le taux de rendement des titres (graphique 6.8).

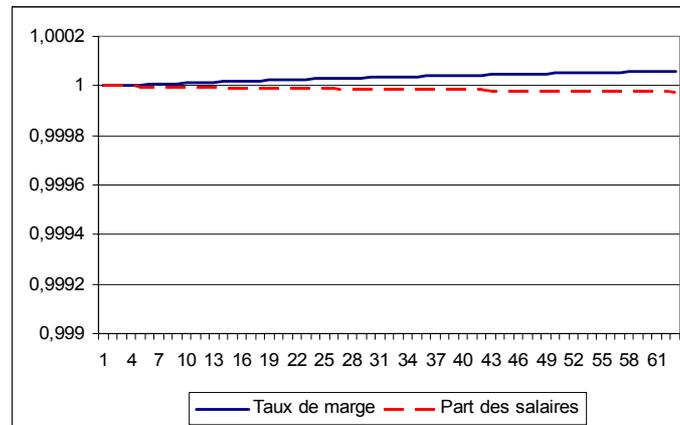
**Graphique 6.8 :** Réduction du taux de rendement des titres après une hausse de la part de l'investissement financée par émission de titres



De même, l'accroissement de l'offre de titres tend à réduire le montant des dividendes versés par titre et donc également leur taux de rendement (équations 5.12). De ce fait, l'écart entre normes de rentabilité exigées et rendement effectif tend à se creuser, ce qui conduit les entreprises à accroître les taux de marge<sup>16</sup> (équation 5.29 et graphique 6.9).

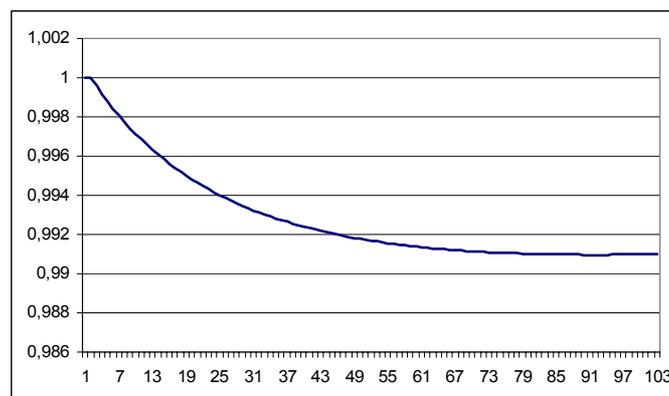
<sup>16</sup> La fixation du taux de marge étant exogène dans le modèle de Godley et Lavoie (2001-2), les effets de la modification des modalités de financement de l'investissement sur la répartition n'y sont pas étudiés.

**Graphique 6.9 :** Accroissement du taux de marge et baisse de la part des salaires après une hausse de la part de l'investissement financée par émission de titres



Le recul de la consommation des salariés vient amplifier celui du taux d'utilisation, ce qui se répercute de façon négative sur l'investissement. La baisse du taux de profit qui suit le ralentissement économique vient à son tour pénaliser l'investissement. De plus, l'accroissement du taux de chômage amplifie la hausse du taux de marge et ainsi le recul du taux d'utilisation. Tout comme dans le modèle de Godley et Lavoie, le seul effet positif pour les entreprises d'une hausse de la part de l'investissement financée par émission de titres est la baisse de leur taux d'endettement (graphique 6.10).

**Graphique 6.10 :** Réduction du taux d'endettement consécutive à une hausse de la part de l'investissement financée par émission de titres



Le montant total des dividendes versés dépend d'un pourcentage fixé des profits après versement des intérêts. Cependant, la réduction du montant des intérêts versés n'est pas

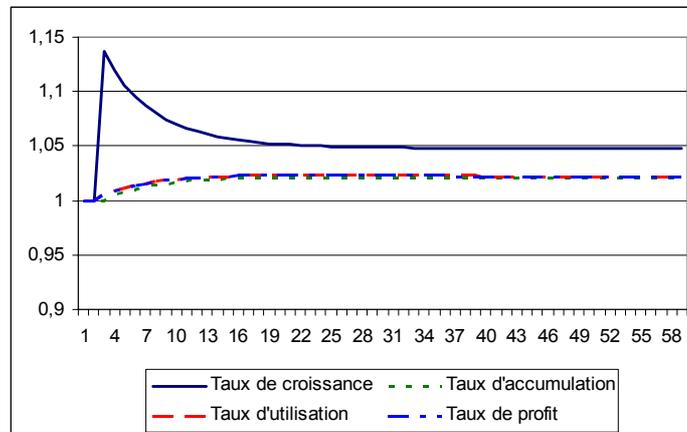
suffisante pour venir compenser l'augmentation du nombre de titres, et il en résulte une baisse du montant des dividendes distribués par titre. Par contre, cet effet explique le léger redressement du taux de rendement des titres après la forte chute qui suit le choc. Le ralentissement de l'accumulation engendre également une diminution des besoins de financement des entreprises, ce qui vient limiter la hausse de l'émission de titres et contribue au redressement du taux de rendement des titres, même si celui-ci demeure inférieur à son niveau précédant le choc.

Pour résumer, un accroissement du financement de l'investissement par émissions de titres engendre une baisse du taux de rendement des titres qui pousse à la hausse le taux de marge. Il s'ensuit un recul de la part des salaires et donc du taux d'utilisation des capacités productives, ce qui réduit l'accumulation du capital. L'effet d'un accroissement de l'émission de titres est donc négatif à la fois sur la part des salaires et la croissance.

### **2.3 L'accroissement du taux de distribution des dividendes**

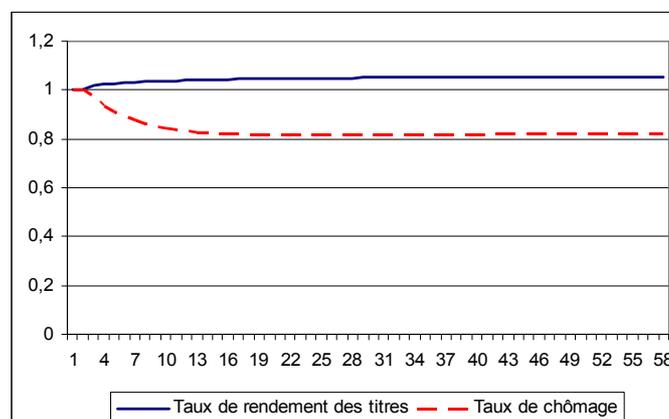
La troisième grande tendance de la financiarisation qui se retrouve fortement en France au niveau du compte des SNF est l'accroissement des dividendes versés, comme l'a montré le deuxième chapitre. Les simulations que nous présentons ici portent donc sur un accroissement de  $\chi$ . L'accroissement des dividendes distribués engendre une relance de l'activité économique (graphique 6.11).

**Graphique 6.11 :** Relance de l'activité économique à la suite d'une hausse du taux de distribution des dividendes



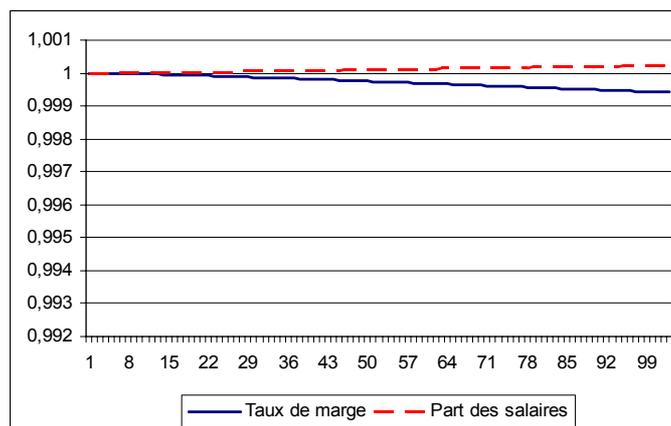
Plusieurs facteurs expliquent cette relance. L'accroissement des dividendes versés augmente le revenu des actionnaires et donc leur consommation, ce qui permet une hausse du taux d'utilisation des capacités productives et ainsi une relance de l'accumulation (équations 5.7, 5.6, 5.5, 5.19, 5.20). En d'autres termes, le taux d'épargne diminue : la totalité des profits non distribués par les entreprises est épargnée alors qu'une partie des dividendes versés est consommée. Par ailleurs, l'accroissement du taux de versement des dividendes améliore également le taux de rendement des titres et diminue ainsi l'écart entre normes de rentabilité financières exigées et rendement effectif (équations 5.12 et 5.29). De plus, la reprise de l'activité économique permet une baisse du taux de chômage (équations 5.30 à 5.34 et graphique 6.12).

**Graphique 6.12 :** Hausse du taux de rendement des titres et baisse du taux de chômage après une hausse du taux de distribution des dividendes



Les entreprises tendent ainsi à réduire leur taux de marge et la part salariale se redresse (graphique 6.13), ce qui permet une relance de la consommation des salariés et renforce ainsi la remontée du taux d'utilisation<sup>17</sup>. L'augmentation du taux de rendement des titres est également soutenue dans un deuxième temps par l'évolution du comportement de portefeuille des ménages actionnaires. En effet, ces derniers accroissent la part de leur richesse détenue sous forme de titres compte tenu de l'accroissement de l'écart entre taux de rendement des titres et taux d'intérêt (équations 5.13 et 5.9). La hausse de la demande de titres agit de façon positive sur le prix des titres et les gains en capitaux s'accroissent donc, ce qui soutient la hausse du taux de rendement des titres (équations 5.16 et 5.8).

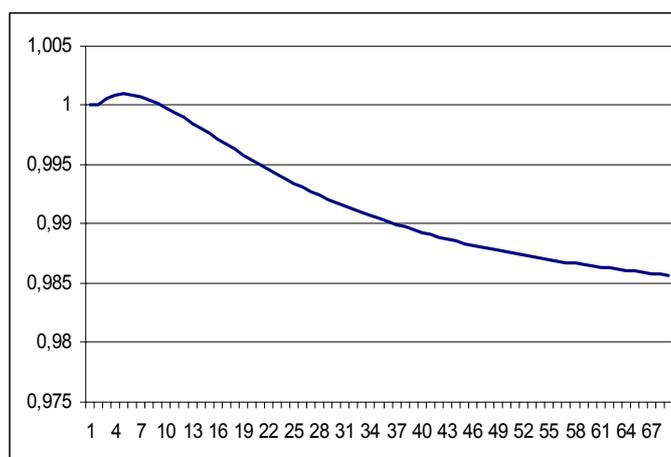
**Graphique 6.13 :** Réduction du taux de marge et hausse de la part des salaires à la suite d'une hausse du taux de distribution des dividendes



En outre, consécutivement à la hausse de l'investissement mais également de la consommation des profits, le taux de profit se redresse, ce qui vient à son tour soutenir l'accumulation (équations 5.21 et 5.20). Dans la simulation que nous présentons ici, le taux d'endettement des entreprises commence par s'accroître, du fait de la réduction de la capacité d'autofinancement (équations 5.22 et 5.25), mais diminue par la suite grâce à l'augmentation des profits qui suit la reprise de l'activité (graphique 6.14).

<sup>17</sup> Les effets sur le taux de marge sont ici inverses à ceux du modèle de Lavoie (2007), où une distribution croissante de dividendes se répercute directement sur le taux de marge, qui tend à augmenter, ce qui déprime la croissance une fois le choc positif de court terme sur la consommation passé.

**Graphique 6.14 :** Réduction du taux d'endettement après une hausse du taux de distribution des dividendes



La réduction des capacités internes de financement ne se traduit donc pas ici par un accroissement des charges d'intérêt qui pourraient venir limiter le montant des dividendes distribués, ce qui n'est pas forcément le cas compte tenu des paramètres retenus. Dans la simulation que nous présentons ici, les résultats obtenus rejoignent l'idée développée, entre autres par Cordonnier (2006), selon laquelle un accroissement de la consommation des dividendes, et donc de leur distribution, soutient les profits et l'activité économique lorsque l'investissement demeure faible. En plus des effets positifs liés à la consommation des profits développés par Cordonnier, le taux de profit s'accroît également ici grâce à la hausse du taux d'utilisation qui relance l'investissement.

Contrairement à ce que suggèrent Duménil et Lévy (2006) et Aglietta et Rebérioux (2004), le versement des dividendes n'exerce donc pas ici une ponction sur les ressources disponibles des entreprises pour financer l'investissement, car les effets positifs liés à la relance de la consommation sont supérieurs aux effets négatifs engendrés par un éventuel accroissement de l'endettement, qui n'a pas lieu à moyen terme dans la simulation que nous venons de présenter. Les auteurs précédemment cités ne prennent pas en compte les effets macroéconomiques liés à la consommation des actionnaires et nous n'intégrons pas ici les dividendes de façon négative dans la fonction d'investissement, mais les normes de rentabilité exigées. Ces deux facteurs expliquent en partie les différences obtenues au niveau des résultats.

Un accroissement des dividendes distribués accroît donc le taux de rendement des titres, ce qui permet une réduction du taux de marge et donc une hausse de la part des salaires. Il s'ensuit une reprise de l'investissement, alimentée également par la hausse du taux d'utilisation liée à la consommation d'une partie des dividendes, et ainsi de la croissance économique. Nous retrouvons le paradoxe de l'épargne, un accroissement des dividendes distribués réduit le taux d'épargne et accroît le taux d'utilisation et donc, le taux de profit. Le paradoxe des coûts est également présent, le redressement de la part salariale contribuant à soutenir la croissance.

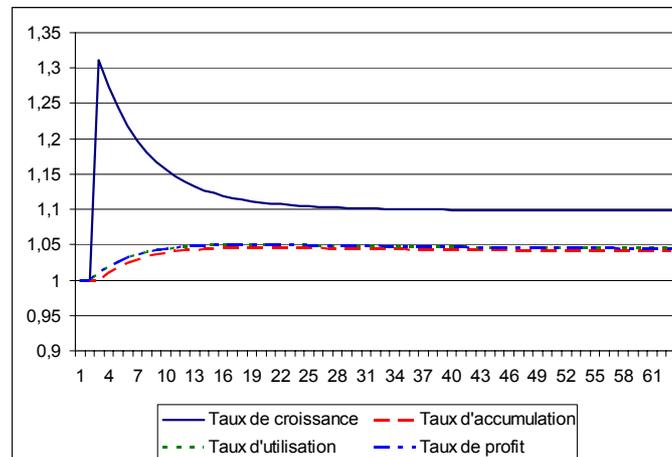
#### **2.4 Les effets d'une modification du comportement des ménages actionnaires : la hausse de leur propension à consommer et de leur préférence pour les titres**

Les ménages actionnaires prennent deux types de décision : ils décident du montant de leur consommation, qui peut donc varier en fonction de leur propension à consommer (2.4.1), et ils décident également de l'affectation de leur épargne entre titres et dépôts, qui peut varier en fonction de leur préférence pour les titres (2.4.2).

##### **2.4.1 Les effets d'un accroissement de la propension à consommer des ménages actionnaires**

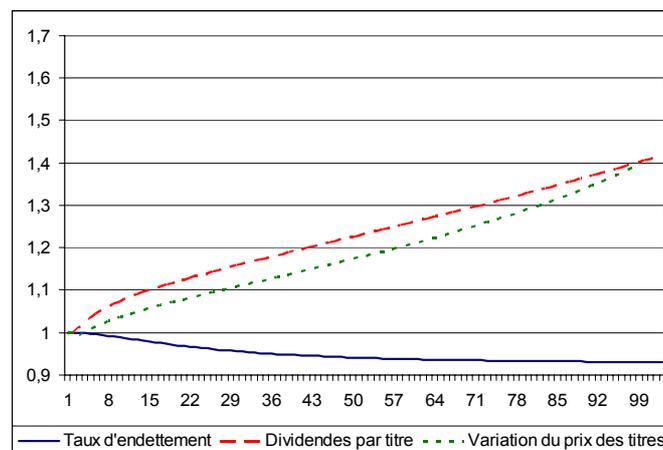
L'analyse de l'impact d'une modification des comportements de consommation des ménages est centrale dans les modèles postkeynésiens, car cela modifie directement le niveau de la demande. Un accroissement de la propension à consommer des ménages actionnaires sur leur revenu,  $\beta_1$  engendre une accélération de la croissance et de l'accumulation. Dans ce cas également, nous retrouvons les mêmes conclusions que Cordonnier (2006) et à nouveau le paradoxe de l'épargne. La hausse de la consommation des profits conduit à la fois à un accroissement du taux d'utilisation et du taux de profit, à court terme comme à long terme (graphique 6.15), ce qui rejoint aussi les résultats de Godley et Lavoie (2001-2).

**Graphique 6.15 :** Relance de l'activité économique et paradoxe de l'épargne à la suite d'une hausse de la propension à consommer des ménages actionnaires

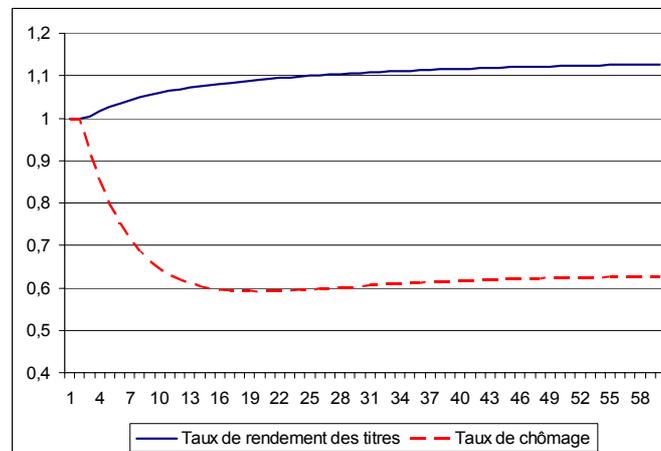


La baisse de l'épargne des ménages se traduit dans un premier temps par une légère baisse de la demande de titres et donc par un ralentissement du taux de croissance de leurs prix. Cependant, ces pressions à la baisse sur le taux de rendement des titres ne se matérialisent pas dans la simulation présentée du fait de la croissance des dividendes distribués par les entreprises qui vient plus que compenser la baisse des prix dans un premier temps (graphiques 6.16 et 6.17).

**Graphique 6.16 :** Hausse des dividendes versés et du prix des titres après une hausse de la propension à consommer des ménages actionnaires

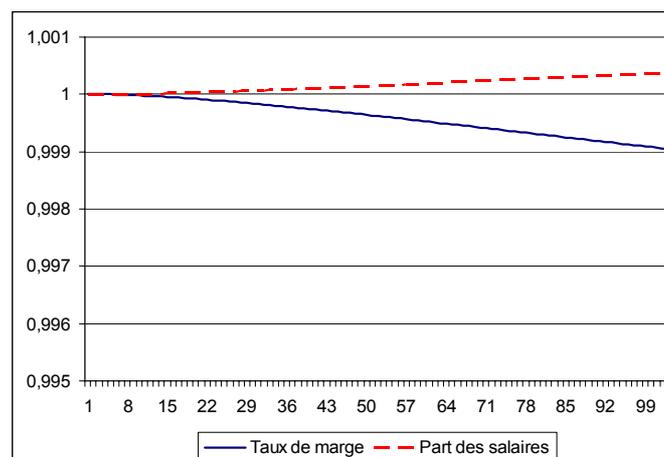


**Graphique 6.17 :** Accroissement du taux de rendement des titres consécutif à une hausse de la propension à consommer des ménages actionnaires



En effet, le redressement des profits permet aux entreprises d'accroître le montant des dividendes distribués. Ensuite, le redressement du taux de rendement des titres engendre une croissance de la demande de titres qui pousse à nouveau les prix à la hausse. A long terme, le taux de rendement des titres s'établit donc à un niveau supérieur à celui précédant le choc, ce qui pousse le taux de marge à la baisse. Cette baisse est renforcée par la diminution du taux de chômage qui suit la reprise économique (graphique 6.18).

**Graphique 6.18 :** Réduction du taux de marge et hausse de la part des salaires suite à une hausse de la propension à consommer des ménages actionnaires



La hausse de la part des salaires accentue l'augmentation du taux d'utilisation des capacités productives et donc la reprise de l'investissement. L'amélioration de la situation

financière des entreprises conduit à une réduction de leur endettement, et donc des versements d'intérêts, qui accroît à son tour le montant des dividendes distribués.

L'accroissement de la propension à consommer des ménages actionnaires exerce donc un impact positif sur la croissance via la hausse des taux d'utilisation des capacités productives et donc de l'investissement. L'amélioration des profits des entreprises permet une distribution croissante de dividendes et donc une hausse du taux de rentabilité des titres qui pousse à la baisse le taux de marge. La relance de la part des salaires vient à son tour soutenir l'activité économique.

Dans cette simulation comme dans la précédente, nous avons pu voir qu'un accroissement de la consommation des profits, qui peut donc passer par deux canaux : une hausse du taux de distribution des dividendes ou un accroissement de la propension à consommer les dividendes, engendre une relance de la consommation, c'est-à-dire une baisse du taux d'épargne, qui permet un redressement du taux de profit. Nous retrouvons bien les mécanismes développés par Cordonnier (2006), qui sont renforcés ici par les effets positifs sur le taux d'utilisation et le taux d'accumulation, ainsi que sur la part salariale. En d'autres termes, nous retrouvons à la fois le paradoxe de l'épargne et le paradoxe des coûts.

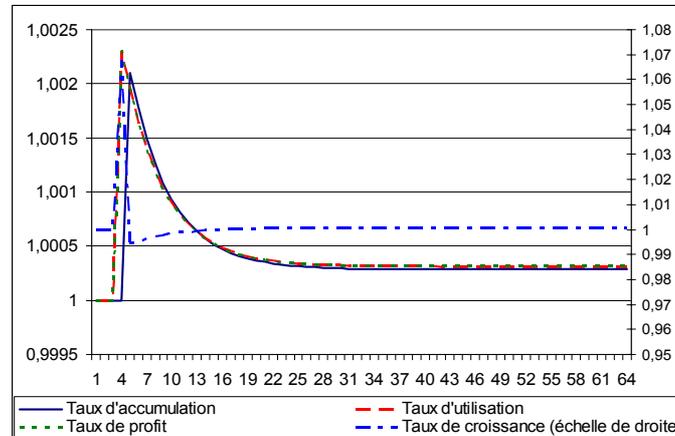
#### **2.4.2 Les effets d'un accroissement de préférence pour les titres des ménages actionnaires**

Un accroissement de la préférence pour les titres des ménages actionnaires, matérialisé par un choc positif sur  $\gamma_1$  engendre un choc positif sur le taux de croissance à court terme (graphique 6.19<sup>18</sup>). Cependant, à plus long terme, le taux de croissance se stabilise à un niveau à peu près équivalent à celui précédant le choc, très légèrement supérieur.

---

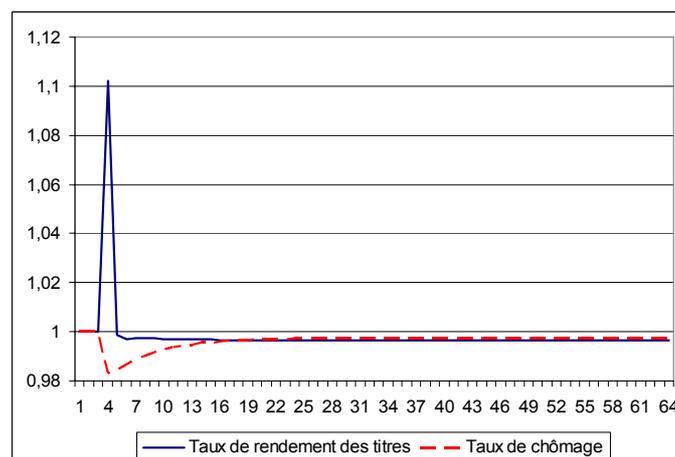
<sup>18</sup> L'échelle du taux de croissance est celle de droite.

**Graphique 6.19 :** Relance de l'activité économique à court terme suite à une baisse de la préférence pour la liquidité des ménages actionnaires



A court terme, la préférence pour la liquidité plus faible des ménages actionnaires engendre une hausse du prix des titres (équation 5.16) et donc des gains en capitaux qui se répercutent de façon positive sur le taux de rendement des titres (équations 5.8 et 5.12 et graphique 6.20)<sup>19</sup>.

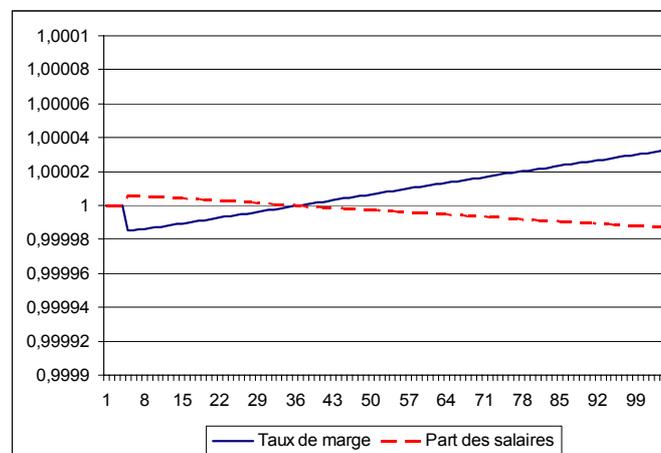
**Graphique 6.20 :** Hausse du taux de rendement des titres après une baisse de la préférence pour la liquidité des ménages actionnaires



<sup>19</sup> Les effets positifs sur la consommation se retrouvent également dans le modèle de Lavoie (2007). Cependant, dans le modèle présenté par l'auteur où les banques sont introduites, les effets sur l'investissement sont plus contrastés.

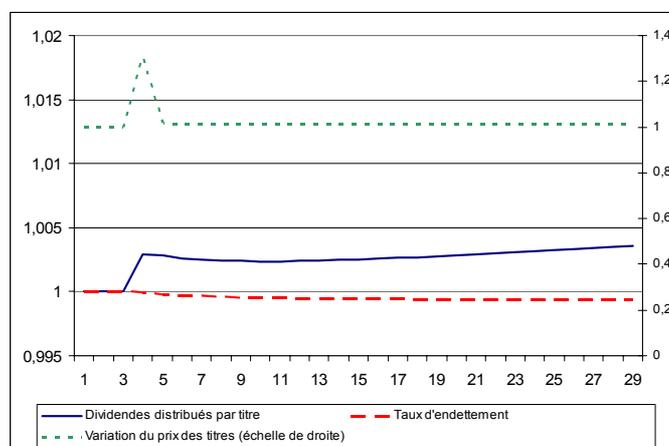
Le taux d'utilisation est poussé à la hausse par deux facteurs. Une partie des gains en capitaux est consommée, bien que dans une faible mesure (équation 5.5). Surtout, l'amélioration du taux de rendement des titres conduit les entreprises à réduire leur taux de marge et accroît ainsi la consommation des salariés (équations 5.29, 5.4 et 5.3 et graphique 6.21). La baisse du taux de marge est accentuée par le recul du taux de chômage qui suit la reprise économique à court terme.

**Graphique 6.21 :** Recul du taux de marge et hausse de la part des salaires à court terme à la suite d'une baisse de la préférence pour la liquidité des ménages actionnaires



La hausse du taux d'utilisation permet une relance de l'investissement. Celle-ci est également soutenue par l'augmentation du taux de profit, qui suit la hausse de la consommation des actionnaires dans un premier temps puis celle de l'investissement (5.20, 5.21). L'amélioration de la situation financière des entreprises se traduit à la fois par une hausse des dividendes distribués et par un recul de l'endettement (équations 5.23, 5.22 et 5.25 et graphique 6.22). La hausse des dividendes distribués vient à son tour soutenir le taux de rendement des titres.

**Graphique 6.22 :** Recul de l'endettement et hausse des dividendes distribués et du prix des titres consécutifs à une baisse de la préférence pour la liquidité des ménages actionnaires



A plus long terme, la croissance du stock de titres atténue les effets positifs liés au choc, en ralentissant notamment la hausse du prix des titres. Il s'ensuit un fort ralentissement du taux de rendement des titres qui tend à relancer à la hausse le taux de marge et ralentit de ce fait l'économie. Compte tenu de l'augmentation du stock de titres alors que le taux de distribution des dividendes est resté constant, le taux de rendement des titres se stabilise à un niveau légèrement inférieur à celui précédant le choc. Cependant, le taux de chômage se stabilise lui aussi à niveau légèrement inférieur, limitant la remontée du taux de marge.

Un accroissement de la préférence pour les titres des ménages actionnaires engendre donc une hausse des cours et ainsi des gains en capitaux, synonyme d'accroissement du taux de rendement des titres à court terme. La consommation des actionnaires peut donc s'accroître alors que le taux de marge diminue, exerçant ainsi des effets positifs sur la part des salaires et par conséquent sur la consommation et l'investissement. L'impact d'un tel choc est donc positif sur la croissance économique à court terme. Cependant, à plus long terme, l'accroissement du stock de titres tire le taux de rendement à la baisse et limite la reprise, la croissance se stabilisant à un niveau à peine supérieur à celui précédant le choc.

Un accroissement de la part des profits, lié ici aux exigences de rentabilité des actionnaires ou à l'accroissement du financement de l'investissement par émission de titres engendre donc un ralentissement de la croissance. Nous retrouvons les résultats des modèles kaleckiens, d'un effet dépressif d'une part trop élevée des profits ou, en d'autres termes, d'une réduction de la

---

part des salaires<sup>20</sup>, du fait d'une propension à épargner sur les profits supérieure à celle sur les salaires. Il convient maintenant, à partir de ces simulations, d'interpréter la trajectoire suivie par l'économie française depuis les années 1980, en utilisant également les faits stylisés que nous avons dégagés dans les deux premiers chapitres.

### **2.5 Une interprétation de l'impact de la financiarisation sur la croissance et la répartition en France**

Nous avons vu dans les trois premiers chapitres que la France suivait une tendance à la financiarisation, marquée par la croissance du financement externe par émission de titres et surtout des dividendes distribués, par une tendance au ralentissement de l'accumulation et par une baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée. Le deuxième chapitre a également montré que les études empiriques menées sur le caractère de la croissance en France, bien qu'elles n'aboutissent pas toutes à des résultats convergents, concluent en général à une croissance plutôt tirée par les salaires à partir des années 1980. À partir du modèle que nous venons de présenter, plusieurs facteurs peuvent expliquer le ralentissement de la croissance à l'œuvre depuis la fin des années 1970. L'objectif n'est pas ici d'établir des liens économétriques et de quantifier l'impact de la financiarisation sur la part des salaires ou l'accumulation, mais d'analyser de façon narrative les enchaînements macroéconomiques à l'œuvre depuis les années 1980.

Les transformations institutionnelles qui ont eu lieu ont contribué à accroître le pouvoir du secteur financier, notamment son influence sur les décisions de gestion des entreprises, ce que nous avons analysé dans le troisième chapitre. La libéralisation des marchés financiers, les privatisations ainsi que les mesures de déréglementation sur le marché du travail ont contribué à modifier le rapport de forces entre syndicats de salariés, entreprises et acteurs financiers. La mise en place de la norme de retour sur fonds propres de 15 % en représente une illustration. Ces évolutions peuvent être assimilées à un accroissement des normes de rentabilité financière exigées dans le modèle que nous proposons. Or, nous avons vu qu'un tel accroissement provoquait un ralentissement de l'accumulation parallèlement à un recul de la part des salaires, avec des conséquences négatives sur la croissance. L'effet de sélectivité

---

<sup>20</sup> Cf. Amadeo (1986) et (1987), Dutt (1984), Rowthorn (1981), etc.

accrue sur l'investissement explique son recul et les exigences de rendement des actionnaires conduisent les entreprises à exercer des pressions à la baisse sur la masse salariale. Ce renforcement du pouvoir des acteurs financiers représente en conséquence l'un des principaux facteurs explicatifs du ralentissement de long terme de l'accumulation, de la croissance et de la part des salaires.

En outre, les deux premiers chapitres ont montré que le financement par émission de titres tend à s'accroître, au détriment du financement par emprunt, ce qui correspond à un accroissement de  $x$  dans notre modèle. Cette modification de la structure du financement externe de l'investissement renforce la tendance à la baisse de la part des salaires et le ralentissement de l'accumulation, comme le montrent les simulations effectuées. Les effets dépressifs exercés sur le taux de rendement des titres expliquent dans les simulations de la section précédente la remontée du taux de marge et ainsi le ralentissement de la consommation et de l'investissement.

La baisse de la part des salaires qui a suivi le processus de financiarisation représente donc l'un des principaux facteurs du ralentissement de la croissance française. L'accroissement des exigences de rentabilité des actionnaires a contribué à réduire à la fois l'accumulation et la part des salaires, ces effets étant renforcés par l'augmentation de l'émission de titres.

Il est également possible d'interpréter la période de reprise économique de 1998 à 2000, qui s'accompagne d'un redressement de la part des salaires à partir de 1998 et jusqu'en 2006, bien qu'elle demeure inférieure à son niveau des années 1960. Plusieurs facteurs, dans le cadre du modèle présenté, peuvent expliquer le redressement de la part salariale opéré à partir de la fin des années 1990.

Ainsi, d'après les résultats des simulations, l'accroissement des dividendes versés par les SNF<sup>21</sup>, qui atteint 45 % du profit après impôt en 2006, peut constituer un des moteurs de la reprise de la fin des années 1990 et du redressement de la part salariale. Le deuxième chapitre a montré que cet accroissement s'accompagnait de celui de la part des dividendes dans le revenu des ménages, bien qu'elle demeure modeste. Les simulations effectuées ont fait

---

<sup>21</sup> Ce qui correspond à une hausse de  $\chi$  dans notre modèle.

ressortir l'impact positif de cette hausse sur le taux d'accumulation ainsi que sur la part des salaires. Elles ont ainsi montré qu'un tel accroissement engendrait des effets de relance via la consommation des ménages actionnaires et via le redressement du taux de rendement des titres. Il s'ensuit un impact positif sur la part salariale, ce qui semble se retrouver en France depuis la fin des années 1990. En d'autres termes, la hausse des dividendes distribués et donc de la consommation des ménages actionnaires et le redressement des taux de rendement des titres ont en partie permis de limiter les effets négatifs liés à l'accroissement des normes de rentabilité financière. Cependant, la part salariale demeure nettement inférieure à son niveau des années 1960, tout comme le taux de croissance moyen, comme nous l'avons montré dans le deuxième chapitre.

Enfin, la modification de la structure de l'épargne des ménages peut également influencer sur la dynamique macroéconomique. Nous avons vu dans le deuxième chapitre que les comportements des ménages en termes de détention d'actifs avaient évolué dans le sens d'une préférence accrue pour les actifs de nature financière, ce qui peut s'interpréter dans le cadre présenté ici comme une réduction de leur préférence pour la liquidité. Dans les simulations de la section précédente, un accroissement de la préférence pour les titres exerce un impact positif à court terme sur le taux de rendement des titres, via l'effet sur les gains en capitaux issu de la hausse de la demande de titres. La hausse du taux de rendement des titres permet une baisse du taux de marge, la différence entre norme de rentabilité exigée et rendement effectif se réduisant. De plus, les gains en capitaux entraînent un accroissement des profits lié à la consommation des actionnaires. S'ensuit alors l'augmentation du taux d'utilisation des capacités productives et donc de l'investissement. La modification des comportements d'épargne des ménages a donc pu contribuer à soutenir la croissance et la part salariale à partir de la fin des années 1990.

A plus court terme, nous pouvons également poser des hypothèses quant aux facteurs de reprise de la fin des années 1990. Cependant, il convient de nuancer ces hypothèses. Le modèle que nous présentons analyse des dynamiques longues et non pas des phénomènes conjoncturels. Il est ainsi également possible que le ralentissement des émissions de titres sur la période 1998-2001, puis à partir de 2003, ait contribué à soutenir la reprise de la part salariale en contribuant à l'accroissement du taux de rendement des titres. Les émissions de

titres demeurent par contre à un niveau supérieur à celui des années 1980. Il est alors possible que l'écart entre normes de rentabilité exigées et rendement réel se réduise. Ces évolutions ont pu contribuer à réduire les pressions sur le taux de marge. La croissance plus faible des années 2000 par rapport à celle de la fin des années 1990, malgré une légère reprise sur la fin de période (2004-2006), s'accompagne quant à elle d'une hausse des émissions d'actions, mais qui sont à nouveau décroissantes sur la fin de période (graphique 2.7). En outre, il est possible que l'accroissement de la propension à consommer des ménages actionnaires ait également joué un rôle positif. La réduction du taux d'épargne des ménages entre 1997-2000 et 2003-2005 (graphique 2.35) semble aller dans le sens de cette hypothèse. Au contraire, la forte remontée des taux d'épargne entre 1987 et 1993 a pu contribuer au ralentissement de la croissance économique.

Ainsi, plusieurs facteurs peuvent expliquer les évolutions de long terme de la répartition et de l'accumulation et il est possible de formuler des hypothèses quant aux fluctuations plus conjoncturelles :

- Le ralentissement de long terme de l'accumulation du capital et le recul de la part des salaires dans la valeur ajoutée peuvent s'expliquer par deux facteurs principaux : l'accroissement de l'émission de titres, accompagnée d'un renforcement du pouvoir des actionnaires. La stabilisation qui s'opère à partir de la fin des années 1990 peut, quant à elle, s'expliquer par l'accroissement des dividendes distribués par les entreprises et par la préférence accrue des ménages pour les produits financiers.
- A plus court terme, il est possible que les comportements d'émission de titres et de consommation des ménages actionnaires expliquent une partie des fluctuations conjoncturelles. Ainsi, la période de croissance de la fin des années 1990 peut en partie s'expliquer par le ralentissement des émissions de titres et la réduction des taux d'épargne des ménages.

La financiarisation de l'économie provoque donc des conséquences qui semblent dans un premier temps s'opposer. Les effets dépressifs exercés sur la part des salaires et l'accumulation du capital via la diffusion des normes de rentabilité financière imposées aux

entreprises et le financement de l'investissement par émissions de titres s'opposent aux effets positifs liés à la distribution croissante de dividendes et à la réallocation de l'épargne des ménages vers les titres. Cependant, l'analyse de la situation française montre que les facteurs dépressifs de la financiarisation semblent dominer sur le long terme, alors que les effets de relance n'ont permis que de stabiliser la part salariale à partir de la fin des années 1990, mais à un niveau inférieur à celui des années 1960.

## **CONCLUSION**

Dans ce chapitre, nous avons analysé les effets de la financiarisation sur la répartition des revenus et le niveau de l'activité économique. Pour cela, nous avons mobilisé un modèle kaleckien qui a été développé dans le cadre des modèles « stock-flux » élaborés entre autres par Lavoie et Godley (2001-2, 2007). Nous avons ainsi introduit dans un cadre comptable cohérent des variables rendant compte de la financiarisation, aussi bien dans les comportements de détention de titres des ménages actionnaires que dans la fonction d'investissement ou de détermination du taux de marge. Compte tenu des conclusions des chapitres précédents, nous avons utilisé dans la fonction d'accumulation les normes de rentabilité financière exigée par les actionnaires comme variable exogène venant limiter l'investissement, en exerçant un effet de sélectivité accrue sur les projets d'investissement des entreprises. En outre, au regard des analyses du quatrième chapitre, nous avons proposé une fonction endogène du taux de marge, reposant à la fois sur des variables macroéconomiques, le taux de chômage et le taux de rendement des titres, et sur une variable exogène représentant l'état des rapports de forces au sein du conflit distributif, matérialisée ici par les normes de rentabilité financière exigée.

Il a alors été possible d'analyser les interactions entre financiarisation, répartition et croissance. Les simulations menées à partir de ce modèle montrent que la financiarisation exerce des effets contradictoires. L'accroissement des normes de rentabilité financière exigée et du financement externe par émissions de titres tendent à réduire l'investissement et exercent des effets négatifs sur la part des salaires, tirant ainsi la croissance à la baisse. Au contraire, la distribution de dividendes aux ménages accroît les profits des entreprises et le

taux d'utilisation des capacités productives, soutenant par ce biais la croissance et en fin de compte les salaires. Nous avons testé différentes configurations de paramètres et obtenu à chaque fois les mêmes résultats, ce qui confère une certaine robustesse aux conclusions issues des simulations. La valeur des paramètres joue surtout sur l'ampleur des effets issus des chocs plus que sur ces effets mêmes.

Les fluctuations du taux de marge et donc de la part des salaires se situent ainsi dans ce modèle au cœur des dynamiques macroéconomiques et il ressort une relation positive entre accumulation du capital et part des salaires dans la valeur ajoutée. En ce sens, et selon la typologie élaborée par Bhaduri et Marglin (1990), le modèle est *wage-led*, ce qui correspond aux résultats des modèles kaleckiens, en retrouvant le paradoxe des coûts et de l'épargne. L'évolution de la répartition des revenus dans un sens défavorable aux salariés consécutivement à la financiarisation constitue donc le principal facteur de ralentissement de l'activité économique.

Le modèle que nous avons présenté et les simulations menées permettent donc de fournir des explications aux évolutions macroéconomiques observées en France depuis le début des années 1980 et analysées dans le deuxième chapitre. Les transformations institutionnelles ont provoqué une modification du rapport de force au sein du conflit distributif, en accroissant le poids relatif des actionnaires, ce qu'a montré l'analyse institutionnelle du troisième chapitre. Leur influence sur les décisions de gestion des entreprises se traduit dans le modèle présenté dans le chapitre précédent par un accroissement des normes exigées de rentabilité financière. Au regard des simulations que nous avons effectuées, le ralentissement de l'accumulation du capital peut donc s'expliquer à la fois par l'accroissement du pouvoir des actionnaires, illustré par les normes de rentabilité financière exigées, et par une hausse de la part de l'investissement financée par émissions de titres. L'impact de la financiarisation apparaît donc plutôt négatif à long terme, au regard des évolutions de la situation française. Par contre, la stabilisation de la part salariale à partir de 1998, et dans une moindre mesure les périodes de reprise économique, peuvent en partie s'expliquer par l'accroissement des dividendes distribués et les évolutions des comportements des ménages actionnaires. En effet, les simulations montrent que la préférence accrue pour les titres et l'augmentation de leur

propension à consommer engendrent une reprise de l'activité économique qui se traduit de façon positive sur la répartition des revenus.

Les résultats issus des simulations numériques permettent ainsi de fournir une explication aux principaux faits stylisés que nous avons développés dans le deuxième chapitre et qui caractérisent la financiarisation en France : recul de la part des salaires dans la valeur ajoutée, accroissement du financement externe par émission de titres et surtout de l'influence des actionnaires, tendance décroissante du taux d'accumulation et augmentation du montant des dividendes distribués. Afin d'approfondir l'analyse, il convient également d'introduire l'impact des politiques budgétaires et fiscales qui ont accompagné le mouvement de financiarisation. Dans quelle mesure les politiques menées en France contribuent-elles à soutenir la croissance dans un contexte de consommation insuffisante ? Ces politiques ont-elles au contraire contribué à approfondir la financiarisation ? Etant donné que le chômage en France est en grande partie lié à une consommation insuffisante et à un investissement limité par les contraintes de rendement imposées par les acteurs financiers, dans quelle mesure l'Etat dispose-t-il de moyens pour relancer la croissance ? C'est ce que nous allons analyser dans le septième chapitre.

## CHAPITRE VII

### POLITIQUES ÉCONOMIQUES ET FISCALES DANS LE CADRE D'UNE ÉCONOMIE FINANCIARISÉE

---

A partir de l'analyse menée dans les chapitres précédents, la question des instruments pouvant être utilisés par l'Etat afin de modifier la répartition des revenus et influencer sur la dynamique macroéconomique dans le cadre d'une économie financiarisée peut être posée. Par conséquent, il s'agit ici d'étudier la répartition secondaire des revenus qui, comme nous l'avons décrit dans le deuxième chapitre, demeure peu analysée malgré son importance, notamment en France. Afin d'analyser l'impact des prestations et des dépenses publiques, ainsi que de leurs modalités de financement sur la croissance et la financiarisation, nous ajouterons au modèle présenté au chapitre 5 des équations modélisant l'intervention de l'Etat, en distinguant ce qui relève de la redistribution (1) de ce qui relève des dépenses publiques (2)<sup>1</sup>.

La première partie de ce chapitre fait appel à des mécanismes de redistribution. L'endettement ne sera introduit que dans la seconde partie. Nous introduirons donc à ce niveau plusieurs modalités de financement des dépenses publiques, avec des prélèvements reposant sur des bases différentes ainsi que le recours à l'endettement. Le rapprochement entre les simulations sur les conséquences des interventions de l'Etat et les évolutions des dépenses publiques et des prestations sociales, ainsi que de leurs modalités de financement, permettra d'approfondir l'analyse des évolutions macroéconomiques depuis les années 1980. Cela permettra également de voir quels sont les moyens dont dispose l'Etat pour relancer la

---

<sup>1</sup> Pour partie, notamment sur la fonction de redistribution de l'Etat, ce chapitre s'est inspiré de la modélisation de Canry (2003).

croissance dans une économie financiarisée. Cette analyse des politiques fiscales n'est qu'un bref essai, il est en effet possible de modéliser les prélèvements de nombreuses manières.

Il convient également de préciser qu'il est nécessaire de nuancer les effets issus des simulations menées dans ce chapitre. Le modèle que nous avons présenté expose des dynamiques longues et relativement lentes à se mettre en place. Les politiques publiques, au contraire, constituent plutôt des mesures conjoncturelles. Elles peuvent influencer sur le fonctionnement du régime de croissance, mais ne modifient pas véritablement sa dynamique. Selon l'analyse que nous avons menée ici, il revient surtout aux politiques institutionnelles, portant principalement sur les institutions financières et monétaires, de modifier le régime d'accumulation.

## **1 Le rôle des politiques de redistribution dans une économie financiarisée**

Compte tenu du caractère central occupé par la répartition des revenus dans la problématique que nous développons, se pose la question des moyens à la disposition de l'Etat pour modifier celle-ci. Cette question est d'autant plus importante dans le contexte de financiarisation où, comme nous l'avons vu, le recul de la part des salaires dans la valeur ajoutée des SNF constitue l'un des principaux faits stylisés depuis les années 1980. Deux questions émergent quant au rôle de l'Etat en matière de répartition :

- Le troisième chapitre a permis de montrer l'importance des compromis sociaux dans le maintien de la stabilité d'un régime d'accumulation. La mise en place de l'Etat social<sup>2</sup> puis son développement se situent au centre des compromis ayant permis la croissance de la période fordiste. Or, les évolutions négatives de la part des salaires dans la valeur ajoutée et la montée du chômage qui les accompagnent posent la question de leur acceptabilité par l'ensemble de la population active. La croissance des prestations sociales au cours des années 1980 a ainsi joué un rôle particulièrement important en fournissant en partie un substitut au recul de la part des revenus salariaux

---

<sup>2</sup> L'Etat social repose sur quatre piliers pour Ramaux (2006) : la protection sociale, le droit du travail, les services publics et les politiques économiques d'inspiration keynésienne.

dans la valeur ajoutée. L'instauration du Revenu minimum d'insertion en 1988 et la hausse des indemnités chômage versées au cours des années 1980 en constituent des exemples.

- Au-delà de la question du rôle des prestations, comme facteur de cohésion sociale, se pose celle de l'impact sur la dynamique macroéconomique de la politique de redistribution. Les prélèvements effectués sur certains secteurs institutionnels et leur redistribution sous forme de prestations à d'autres secteurs ne sont pas neutres quant à leurs effets sur la dynamique macroéconomique, et notamment par leur impact sur l'épargne totale.

Selon Boyer (2000), dans un régime financiarisé, la politique budgétaire et fiscale de l'Etat est contrainte par la recherche de crédibilité aux yeux des marchés financiers. Ceci passe par une réduction de l'endettement dans des limites strictes et donc par une pression à la rationalisation des dépenses publiques. La fiscalité deviendrait alors davantage procyclique et non plus anticyclique comme dans les modèles keynésiens. Pour Dos Santos et Zezza (2005) au contraire, les dépenses publiques jouent un rôle particulièrement important. Un accroissement dans les dépenses réelles des gouvernements, financé par l'émission de bons, permettrait à l'économie de rejoindre un sentier de croissance plus élevé, générant à la fois un accroissement des capacités d'utilisation et une réduction du chômage. L'effet sur la croissance serait suffisamment important dans le modèle présenté par les auteurs pour que les recettes du gouvernement suffisent à compenser les dépenses engagées. Par contre, un accroissement des impôts sur les salaires ralentirait la croissance suite à une baisse du taux d'utilisation et à un chômage plus important. Ce rôle accordé à la politique budgétaire et fiscale est également mis en avant par Keynes et la plupart des auteurs postkeynésiens<sup>3</sup>.

L'objectif de cette section est d'analyser l'impact de prélèvements effectués sur différentes variables et leur redistribution vers les ménages salariés. Nous n'étudions donc pas ici les politiques de relance par les dépenses publiques, en d'autres termes, nous n'introduisons pas à ce stade les dépenses gouvernementales, mais nous nous centrons sur la répartition secondaire effectuée via les prélèvements sur certaines catégories d'agents et leur redistribution.

---

<sup>3</sup> Cf. Keynes (1936), Kalecki (1944), Arestis et Sawyer (2003), Hoang-Ngoc (2007), etc.

Cependant, nous verrons que les effets entre l'introduction de dépenses gouvernementales ou le versement des prélèvements sous forme de prestations sont relativement proches dans le modèle que nous présentons. Par contre, nous ne traitons pas non plus ici des questions liées au déficit public et à son financement car se sont les moyens directement disponibles pour l'Etat en matière de redistribution secondaire qui nous intéressent dans cette section.

Les prestations sociales occupent une part importante du revenu des ménages en France et peuvent jouer un rôle de stabilisateur macroéconomique. Les questions de répartition se situant au centre du modèle que nous avons présenté, c'est donc surtout sous l'angle de leurs effets via la répartition des revenus que vont être analysées ici les politiques fiscales entendues au sens large, c'est-à-dire incluant l'ensemble des prélèvements obligatoires donc également les cotisations sociales, et les politiques de redistribution.

Dans le cadre du modèle que nous développons, les prélèvements peuvent porter sur le revenu des ménages actionnaires (1.1), les profits des entreprises (1.2) ou les dividendes distribués (1.3). Ces prélèvements sont redistribués aux ménages salariés, ce qui correspond ainsi à des versements de prestations sociales<sup>4</sup>. Les identités comptables sont modifiées par l'introduction des politiques de redistribution et la matrice des flux devient alors :

---

<sup>4</sup> Dans cette présentation, les cotisations sociales sont plus assimilées à des prélèvements qu'à un salaire socialisé ou indirect. Cependant, nous nous intéressons ici à leur impact macroéconomique par le biais de la répartition secondaire des revenus et cette discussion s'éloigne de notre sujet. Voir pour une telle analyse Friot (1999).

**Tableau 7.1 :** Matrice des flux avec prélèvements et prestations sociales

Opérations \ Secteurs	Ménages	Ménages	Entreprises		Banques		$\Sigma$
	salariés	actionnaires	Courant	Accumulation	Courant	Accumulation	
Consommation	- C <sub>w</sub>	- C <sub>a</sub>	+ C <sup>s</sup>				0
Investissement			+ I <sup>s</sup>	- I <sup>d</sup>			0
Salaires	+ W		- W				0
Profits non distribués			- S <sub>f</sub>	+ S <sub>f</sub>			0
Intérêts sur les prêts			- r <sub>l</sub> · L <sub>(-1)</sub>		+ r <sub>l</sub> · L <sub>(-1)</sub>		0
Intérêts sur les dépôts		+ r <sub>m</sub> · M <sub>a(-1)</sub>			- r <sub>m</sub> · M <sub>(-1)</sub>		0
Dividendes		+ D <sup>d</sup> <sub>a</sub>	- D <sup>s</sup> <sub>f</sub>				0
Δ Prêts				+ Δ L		- Δ L	0
Δ Dépôts monétaires		- Δ M <sub>a</sub>				+ Δ M	0
Emission de titres		- Δ e <sup>d</sup> <sub>a</sub> · p <sub>e</sub>		+ Δ e <sup>s</sup> <sub>f</sub> · p <sub>e</sub>			0
Prestations sociales	T <sup>s</sup> <sub>d f</sub> + T <sub>FT</sub> + T <sub>ra</sub>	- T <sub>ra</sub>		-T <sup>s</sup> <sub>d f</sub> - T <sub>FT</sub>			0
$\Sigma$	0	0	0	0	0	0	0

### 1.1 L'introduction d'un impôt sur le revenu des actionnaires

L'accroissement de la part des revenus issus du capital dans le revenu des ménages conduit à s'interroger sur la contribution de ces revenus aux financements des prestations sociales. L'introduction en France de la Contribution sociale généralisée, qui élargit la base des prélèvements en incluant les revenus du capital semble aller dans ce sens.

Dans cette perspective, le premier type d'imposition qu'il est possible d'introduire dans le modèle concerne le revenu des actionnaires. Avec  $\tau_1$  le taux d'imposition, le montant des impôts prélevés sur le revenu des actionnaires s'élève à :

$$T_{ra} = \tau_1 R_{a(-1)}$$

Leur revenu est alors diminué du montant des impôts prélevés :

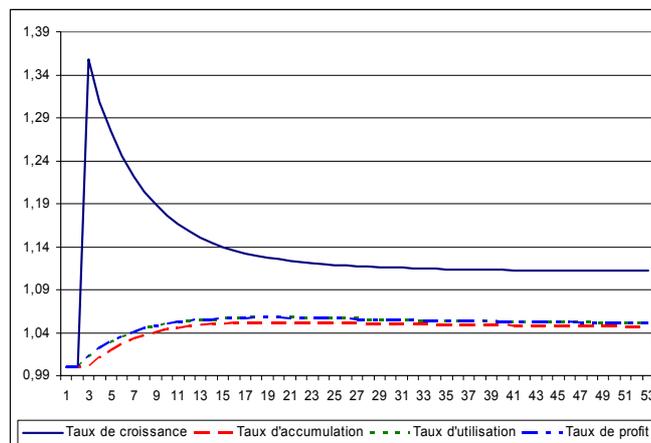
$$R_a = D_a^d + r_m \cdot M_{a(-1)} - T_{ra}$$

Le revenu des salariés et leur consommation se voient par contre augmentés du montant des prestations versées, équivalant aux prélèvements effectués :

$$C_w = W + T_{ra}$$

Une telle politique fiscale permet une relance de la croissance, quelle que soit la configuration des paramètres du modèle, notamment ceux de la fonction d'investissement<sup>5</sup> (graphique 7.1).

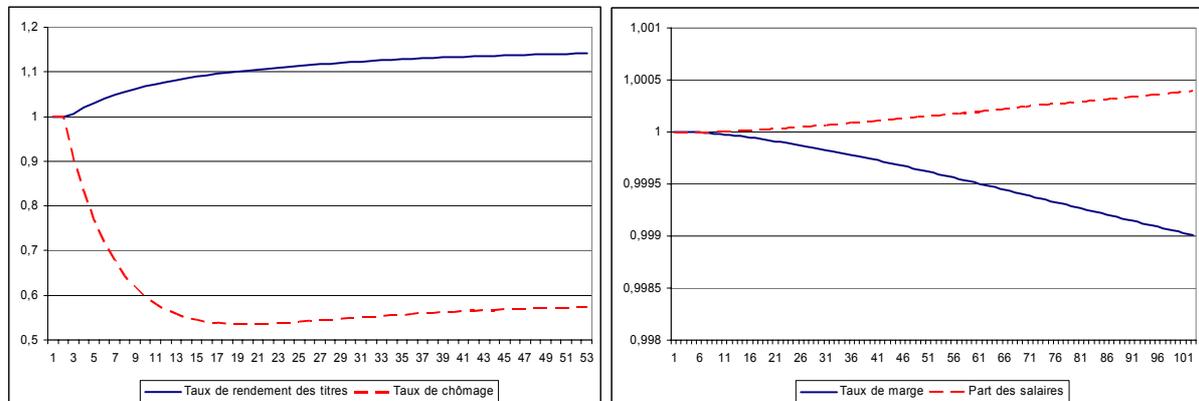
**Graphique 7.1 :** Effets sur les taux de croissance, d'accumulation, d'utilisation et de profit d'un accroissement des prélèvements effectués sur le revenu des actionnaires



La réduction de l'épargne qui suit une telle politique engendre une hausse du taux d'utilisation des capacités productives et exerce ainsi un impact positif sur l'investissement. En effet, compte tenu de la plus faible propension à consommer des ménages actionnaires, les prélèvements effectués sur leur revenu et leur redistribution sous forme de prestations aux ménages salariés produisent une relance de la consommation. La reprise de l'investissement tire le taux de profit à la hausse et ainsi le taux de rendement des titres via les dividendes distribués. De ce fait, la baisse initiale de l'épargne des actionnaires ne se traduit pas par un recul du taux de rentabilité des titres du fait de l'accroissement des dividendes versés par les entreprises. De plus, la reprise économique s'accompagne d'un accroissement des revenus et donc du montant de l'épargne. La réduction du taux de chômage, qui suit la relance de la croissance, et l'amélioration du taux de rendement des titres permettent une réduction du taux de marge et donc une hausse de la part des salaires (graphiques 7.2).

<sup>5</sup> Les simulations présentées ici sont effectuées à partir du scénario pour lequel le paramètre  $a$  de la fonction d'investissement est supérieur à  $b$ , c'est-à-dire que les entreprises accordent plus d'importance au critère de rentabilité qu'au taux d'utilisation des capacités productives. Voir l'annexe 3 pour la présentation des équations sous EvIEWS et l'annexe 4 pour la présentation des valeurs des paramètres et variables exogènes ainsi que celles atteintes à l'état stationnaire.

**Graphique 7.2 :** Effets sur les taux rendement des titres, le taux de chômage, et la répartition des revenus d'un accroissement des prélèvements sur le revenu des actionnaires



La hausse de la part salariale vient à son tour soutenir la consommation et la reprise du taux d'accumulation. Une telle politique de redistribution inter-ménages est donc susceptible de relancer à la fois la part des salaires et l'investissement, notamment par ses effets sur l'épargne.

En France, la partie de l'assiette de la CSG portant sur les revenus du patrimoine participe à ce mécanisme de redistribution inter-ménages. Par contre, les réformes abaissant le nombre de tranches de l'impôt sur le revenu ainsi que les taux marginaux du barème, mises en place au cours des années 2000, contribuent à limiter la redistribution inter-ménages et ainsi à accroître le montant global de l'épargne. Elles sont donc, selon les simulations que nous avons menées, susceptibles de ralentir la croissance économique. De même, l'instauration en 2007 du prélèvement libérateur, impôt à taux forfaitaire sur les revenus de placements financiers et variable selon les placements, permet de sortir les revenus de placement du calcul de l'impôt sur le revenu. Cette réforme a pour objectif d'alléger la fiscalité portant sur le capital et donc, le revenu des ménages détenant des titres. Cette mesure, tout comme les allègements de la fiscalité, se sont accompagnés, comme l'a montré le deuxième chapitre, d'une stagnation des prestations sociales versées en pourcentage du PIB et du taux de socialisation des revenus. Cette stagnation des prestations sociales ainsi que les allègements portant sur l'impôt sur le revenu, contribuent à accroître le montant de l'épargne, ce qui participe, comme nous l'avons analysé, au déplacement de la répartition en faveur des profits et au ralentissement de la croissance.

Pour résumer cette section, il ressort des simulations menées qu'un accroissement de l'imposition sur le revenu des actionnaires et sa redistribution vers les ménages salariés permet une relance de la croissance et de la part des salaires via les effets exercés sur le montant global d'épargne. Cependant, les réformes fiscales menées en France depuis le début des années 2000 tendent au contraire à limiter la fiscalité sur les revenus du patrimoine et, plus généralement, les hauts revenus.

### 1.2 L'introduction d'un impôt sur les profits des entreprises

Le deuxième scénario fait porter la politique fiscale sur les profits réalisés par les entreprises. L'amélioration de la situation financière des SNF au cours des années 1980 et 1990, qui se traduit par une hausse de leur épargne sans que l'investissement ne suive, justifie l'étude d'une politique de prélèvements portant sur les profits.

Le montant prélevé est donc, avec  $\tau_2$  le taux d'imposition sur les profits :

$$T_{F_T} = \tau_2 F_{T(-1)}$$

Le montant des profits nets est affecté négativement par les impôts prélevés :

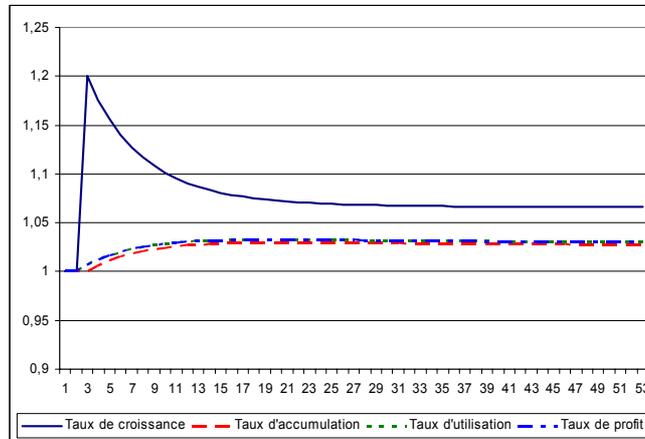
$$S_f = F_T - D_f^s - r_l \cdot L_{(-1)} - T_{F_T}$$

La consommation des salariés est également augmentée du montant des prestations versées, mais financées cette fois par les prélèvements sur les profits :

$$C_w = W + T_{F_T}$$

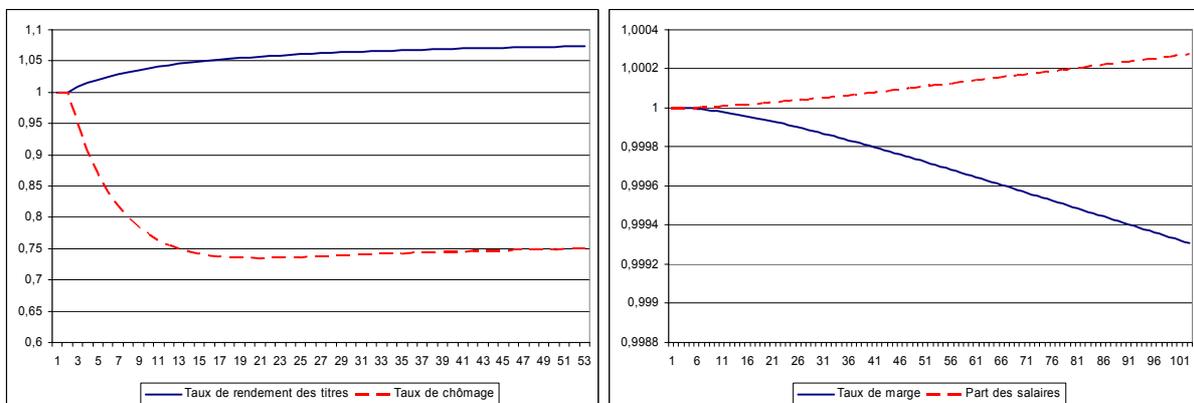
Tout comme dans le scénario précédent, une telle politique permet une relance de la croissance et de l'accumulation (graphique 7.3).

**Graphique 7.3 :** Effets sur les taux de croissance, d'accumulation, d'utilisation et de profit de prélèvements effectués sur les profits des entreprises



La redistribution d'une partie des profits vers les salariés permet une réduction de l'épargne et, comme précédemment, une hausse du taux d'utilisation des capacités productives qui vient soutenir l'investissement et ainsi les profits. Le taux de rendement des titres augmente alors par le biais de l'accroissement des dividendes distribués et l'on retrouve les mêmes enchaînements que dans la simulation précédente. La réduction de l'écart entre taux de rendement des titres et taux exigé se réduit, permettant une réduction du taux de marge. En parallèle, le taux de chômage diminue, accentuant la réduction du taux de marge et donc la hausse de la part des salaires (graphique 7.4).

**Graphique 7.4 :** Effets sur le taux de rendement des titres et le taux de chômage, le taux de marge et la part des salaires, de prélèvements effectués sur les profits des entreprises



Le paradoxe de l'épargne se retrouve à nouveau ici. Les prélèvements effectués sur les profits correspondent à des mesures réduisant la propension à épargner et permettent finalement une amélioration de l'investissement et ainsi des profits et de l'épargne. Il ressort donc de ce scénario qu'un accroissement de la contribution des entreprises au financement des prestations ne pénalise pas l'investissement, au contraire. Nous retrouvons également ici le paradoxe des coûts. Un accroissement des prélèvements sur les profits conduit *in fine* à une hausse des taux d'utilisation et des taux de profit.

Nous avons vu cependant dans le deuxième chapitre que la tendance en France était plutôt au désengagement des entreprises du financement de la protection sociale. Les résultats de ce scénario conduisent à reconsidérer le débat sur l'évolution du financement de la protection sociale, et notamment la proposition d'introduire une CSG entreprises qui serait modulée en fonction du montant des bénéfices dégagés<sup>6</sup>.

Néanmoins, dans le modèle proposé ici et les simulations effectuées à partir de celui-ci, nous n'avons pas introduit de réaction des entreprises à l'accroissement des prélèvements sur les profits. En effet, il est possible, afin de maintenir leurs marges, que les entreprises répercutent sur le taux de marge l'accroissement de la fiscalité. Dans ce cas, il est probable que le recul de la part des salaires compense la hausse des prestations versées et que l'effet global des politiques fiscales soit alors nul. Dans le scénario que nous avons présenté ici, l'épargne interne des entreprises constitue en effet la variable d'ajustement, le montant des dividendes versés n'étant pas affecté par l'accroissement de la fiscalité, compte tenu de l'influence des actionnaires. Or, il est possible que les entreprises cherchent à maintenir un montant de profit non distribué constant, ce qui les amènerait à reporter sur le taux de marge l'accroissement de la fiscalité. Une telle hypothèse modifierait alors la chronologie de la répartition sous-jacente au modèle que nous avons présenté (graphique 4.2) et donc l'équation de taux de marge, en y incluant une variable représentant les objectifs des entreprises en termes de profits nets. Elles ne se situeraient dès lors plus véritablement dans une position d'arbitrage entre intérêts des salariés et des actionnaires compte tenu des rapports de forces, comme nous l'avons supposé jusqu'ici.

---

<sup>6</sup> Voir à ce sujet Hoang-Ngoc (2007 b).

### 1.3 L'introduction d'un impôt sur les dividendes distribués

L'introduction d'un impôt sur les dividendes versés par les SNF représente également un scénario intéressant à étudier dans la mesure où une partie croissante des profits des SNF est reversée sous forme de dividendes aux actionnaires. Cependant, dans un contexte où le taux de rendement des titres occupe une place centrale dans les décisions en matière d'investissement et d'évolution de la répartition des revenus, les prélèvements effectués sur les dividendes versés par les entreprises peuvent apparaître comme susceptibles d'exercer des pressions à la baisse sur la part des salaires et la croissance.

Le montant des impôts s'élève à, avec  $\tau_3$  le taux d'imposition :

$$T_{D_f^s} = \tau_3 D_{f(-1)}^s$$

Le montant des dividendes versés est donc réduit d'autant :

$$D_f^s = \chi (F_T - r_l \cdot L_{(-1)}) - T_{D_f^s}$$

Les profits non distribués diminuent également du montant des impôts prélevés :

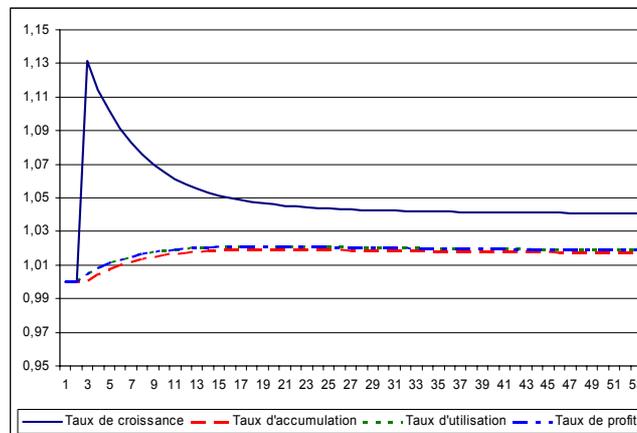
$$S_f = F_T - D_f^s - r_l \cdot L_{(-1)} - T_{D_f^s}$$

Et la consommation des salariés augmente suite aux prestations versées, toujours égales aux prélèvements effectués :

$$C_w = W + T_{D_f^s}$$

Bien qu'une telle politique exerce dans un premier temps un impact négatif sur le taux de rendement des titres, compte tenu de la diminution du montant des dividendes versés par les entreprises, les effets sur le taux de croissance et la part des salaires sont positifs (graphique 7.5).

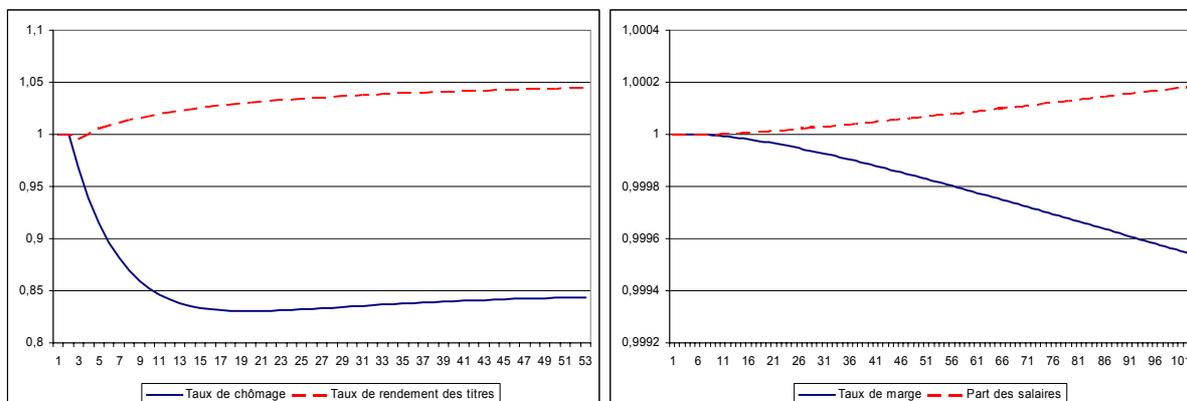
**Graphique 7.5 :** Effets sur les taux de croissance, d'accumulation, d'utilisation et de profit de prélèvements effectués sur les dividendes distribués par les entreprises



La reprise de la croissance est liée à la réduction de l'épargne et à l'augmentation du taux d'utilisation des capacités productives et par suite de l'investissement. Alors qu'une partie des dividendes est épargnée, l'ensemble des versements de prestations est effectivement consommé, compte tenu des différences de propension à consommer entre ménages actionnaires et salariés. Cette reprise permet une réduction du taux de chômage qui compense au départ les effets négatifs du recul du taux de rendement des titres sur le taux de marge et donc la part des salaires.

A plus long terme, l'accroissement de l'investissement engendre une hausse des profits et donc des dividendes distribués et ainsi, une restauration puis un accroissement du taux de rendement des titres (graphiques 7.6). Le taux de marge diminue alors, amplifiant la reprise.

**Graphique 7.6 :** Effets sur les taux rendement des titres, le taux de chômage, et la répartition des revenus, de prélèvements sur les dividendes distribués par les entreprises



Il ressort des simulations numériques menées dans cette section que les politiques fiscales assurant une redistribution des revenus vers les ménages salariés exercent des effets positifs sur la dynamique conjoncturelle.

Ces politiques constituent un instrument efficace pour réduire l'épargne et ainsi stimuler les capacités de production des entreprises, ce qui exerce un impact positif sur l'investissement, les profits et donc le taux de rendement des titres. Cet impact s'exerce ainsi en retour sur la part des salaires. L'introduction des exigences de rendement des actionnaires et de leurs conséquences sur l'investissement et la répartition des revenus ne modifie donc pas les conclusions des analyses keynésiennes sur l'impact conjoncturel positif des politiques fiscales de redistribution. Le paradoxe de l'épargne est notamment conservé, une réduction de la propension à épargner, qui accompagne la redistribution des revenus vers les ménages salariés, accroît la demande et génère ainsi de plus hauts taux de profit, d'utilisation et d'accumulation, et ainsi du montant de l'épargne. De même, le paradoxe des coûts est maintenu (Rowthorn, 1981). Un accroissement des salaires ou des prélèvements sur les profits accroît la production. Il en résulte des taux d'utilisation plus élevés et donc des taux d'accumulation et de profit plus élevés également. Le versement de prestations sociales exerce donc toujours un effet contra-cyclique et un rôle de stabilisateur automatique dans le cadre d'une économie financiarisée. Ces conclusions rejoignent celles des économistes postkeynésiens, notamment pour le versement de prestations chômage (Lester, 1962 ; Bougrine et Seccareccia, 1999). Ainsi, nous retrouvons les effets positifs engendrés par le versement de prestations sociales sur les taux de croissance et de profit, ainsi que les effets

négatifs sur le taux de chômage, développés entre autre dans le modèle de Bougrine et Seccareccia (1999).

Dans ce cadre analytique, les politiques mises en place en France depuis le milieu des années 1990 ne semblent donc pas en mesure de relancer la croissance. Au contraire, la réduction à la fois des cotisations sociales des employeurs et de la fiscalité sur les hauts revenus et le patrimoine, parallèlement à une stagnation des dépenses de protection sociale, constituent plutôt des freins à la croissance selon les résultats des simulations effectuées.

## **2 Dépenses publiques et endettement dans une économie financiarisée**

Les dépenses publiques représentent le second moyen d'intervention de l'Etat. Dans le cadre du modèle que nous avons développé ici, il est possible d'analyser leur impact sur la croissance économique et la répartition des revenus ainsi que les conséquences d'une modification de leurs modalités de financement, par la fiscalité ou l'endettement.

La première étape de l'analyse consiste à introduire les dépenses publiques dans le modèle (2.1). Le financement ne s'effectue dans un premier temps que par la fiscalité. En d'autres termes, au lieu d'être redistribués aux ménages salariés sous forme de prestations, les impôts servent à financer des dépenses publiques. Dans un deuxième temps, nous introduisons le financement par émission de bons du Trésor (2.2).

### **2.1 L'introduction des dépenses publiques**

Dans le scénario simple que nous développons ici, l'Etat détermine le montant des dépenses publiques en fonction de celui des recettes fiscales. Il n'y a alors pas de déficit public. Nous conservons les mêmes fonctions que dans la section précédente pour la détermination des prélèvements effectués sur le revenu des ménages actionnaires, ainsi que sur les profits et les dividendes distribués par les entreprises. Le montant des dépenses publiques est donc :

$$Gov = T_{ra} + T_{dsf} + T_{ft}$$

Le PIB devient alors :

$$Y = C + I + Gov$$

Quel que soit le type de prélèvements effectué, un accroissement des taux d'imposition permet une relance de la croissance, en finançant des dépenses publiques supplémentaires qui viennent soutenir les taux d'utilisation des capacités productives et ainsi relancer l'investissement<sup>7</sup>. Nous retrouvons donc des enchaînements semblables à ceux de la section précédente où ces prélèvements étaient redistribués sous forme de prestations aux salariés. Pour un même taux d'imposition, un financement qui passe par des prélèvements sur les profits crée un effet de relance plus important qu'une hausse du taux d'imposition sur les dividendes. En effet, la hausse des prélèvements sur les dividendes distribués provoque, juste après le choc, une réduction du taux de rendement des titres qui pousse le taux de marge à la hausse, en augmentant l'écart entre normes de rentabilité exigées par les actionnaires et rendement effectif des titres. Cependant, les effets positifs l'emportent sur les effets d'éviction et le taux de rendement des titres se redresse rapidement, permettant une réduction du taux de marge et donc une hausse de la part des salaires, qui vient à son tour soutenir la croissance. La réduction du taux de chômage qui suit la reprise de l'investissement limite également la hausse du taux de marge, en déplaçant le rapport de force à l'avantage des salariés. Dans les trois scénarios, le taux de croissance et le taux d'accumulation se stabilisent à un niveau supérieur à celui de l'état stationnaire initial.

## **2.2 L'introduction du financement par l'émission de bons du Trésor**

Le gouvernement peut à la fois accroître la fiscalité pour financer ses dépenses publiques, mais il peut également s'endetter en émettant des bons du Trésor, qui sont achetés dans le cadre que nous développons ici par les ménages actionnaires. Ces simulations ont pour objectif d'analyser l'impact des politiques de réduction des dépenses publiques menées en France. Celles-ci se sont traduites par une stagnation depuis le milieu des années 1990 de la part des dépenses publiques en pourcentage du PIB. Par ailleurs, nous avons également vu

---

<sup>7</sup> Voir les graphiques des résultats issus des simulations dans l'annexe 5.

dans le deuxième chapitre que l'endettement tendait à s'accroître, cette section a également pour objectif d'en étudier l'impact.

Dans ce scénario, le montant des dépenses publiques n'est plus déterminé par celui des recettes, le gouvernement pouvant s'endetter. Le stock de dette créé par le gouvernement est détenu, en contrepartie, par les ménages, et vient s'ajouter ainsi à leur richesse. La matrice des flux devient en conséquence :

**Tableau 7.2 :** Matrice des flux avec endettement de l'Etat et dépenses publiques

Opérations	Secteurs		Entreprises		Banques		Etat	$\Sigma$
	Ménages salariés	Ménages actionnaires	Courant	Accumulation	Courant	Accumulation		
Consommation	- C <sub>w</sub>	- C <sub>a</sub>	+ C <sup>s</sup>					0
Investissement			+ I <sup>s</sup>	- I <sup>d</sup>				0
Salaires	+ W		- W					0
Profits non distribués			- S <sub>f</sub>	+ S <sub>f</sub>				0
Intérêts sur les prêts			- r <sub>l</sub> · L <sub>(-1)</sub>		+ r <sub>l</sub> · L <sub>(-1)</sub>			0
Intérêts sur les dépôts		+ r <sub>m</sub> · M <sub>a(-1)</sub>			- r <sub>m</sub> · M <sub>(-1)</sub>			0
Intérêts sur les bons		+ r <sub>b</sub> · B <sup>d</sup> <sub>a(-1)</sub>					r <sub>b</sub> · B <sup>s</sup> <sub>(-1)</sub>	0
Dividendes		+ D <sup>d</sup> <sub>a</sub>	- D <sup>s</sup> <sub>f</sub>					0
Δ Prêts				+ Δ L		- Δ L		0
Δ Dépôts monétaires		- Δ M <sub>a</sub>				+ Δ M		0
Emission de titres		- Δ e <sup>d</sup> <sub>a</sub> · p <sub>e</sub>		+ Δ e <sup>s</sup> <sub>f</sub> · p <sub>e</sub>				0
Bons du Trésor		- Δ B <sup>d</sup>					+ Δ B <sup>s</sup>	0
Dépenses gov			+ Gov				- Gov	0
Prestations sociales		- T <sub>ra</sub>	- T <sup>s</sup> <sub>d</sub> - T <sub>FT</sub>				+ T	0
$\Sigma$	0	0	0	0	0	0	0	0

Il convient donc de fixer une règle déterminant le comportement de l'Etat en matière de dépenses publiques. Nous retenons le comportement présent dans les modèles de Dos Santos et Zezza (2005, 2007). Le gouvernement décide du montant des dépenses publiques qui sera réalisé. Celui-ci est un pourcentage ( $\theta$ ) du stock d'investissement passé :

$$Gov = \theta K_{(-1)}$$

Les impôts prélevés conservent toujours la même forme que dans les sections précédentes. Le financement par émission de bons du Trésor ( $B^s$ ) dépend donc du déficit issu de la différence entre les montants prélevés via la fiscalité et les dépenses publiques, auxquelles il convient d'ajouter les intérêts versés sur les bons émis lors de la période précédente :

$$B^s = (1 + r_b) B_{(-1)}^s + Gov - T$$

Avec T le montant global des impôts :

$$T = T_{ra} + T_{dsf} + T_{ft}$$

Les intérêts sur les bons sont exogènes et fixés par le gouvernement :  $r_b = r_b^*$

Les bons du Trésor étant l'actif financier le plus sûr, nous partons de l'hypothèse que les ménages actionnaires acquièrent prioritairement ce type de titres, de telle sorte que tous les bons émis trouvent preneurs :

$$B_a^d = B^s$$

Le revenu des ménages se voit ainsi augmenté des intérêts reçus sur ces bons :

$$R_a = D_a^d + r_m \cdot M_{a(-1)} + r_b \cdot B_{a(-1)}^d - T_{ra}$$

De même, le montant des dépôts effectués par les ménages est affecté par l'introduction des achats de bons du Trésor :

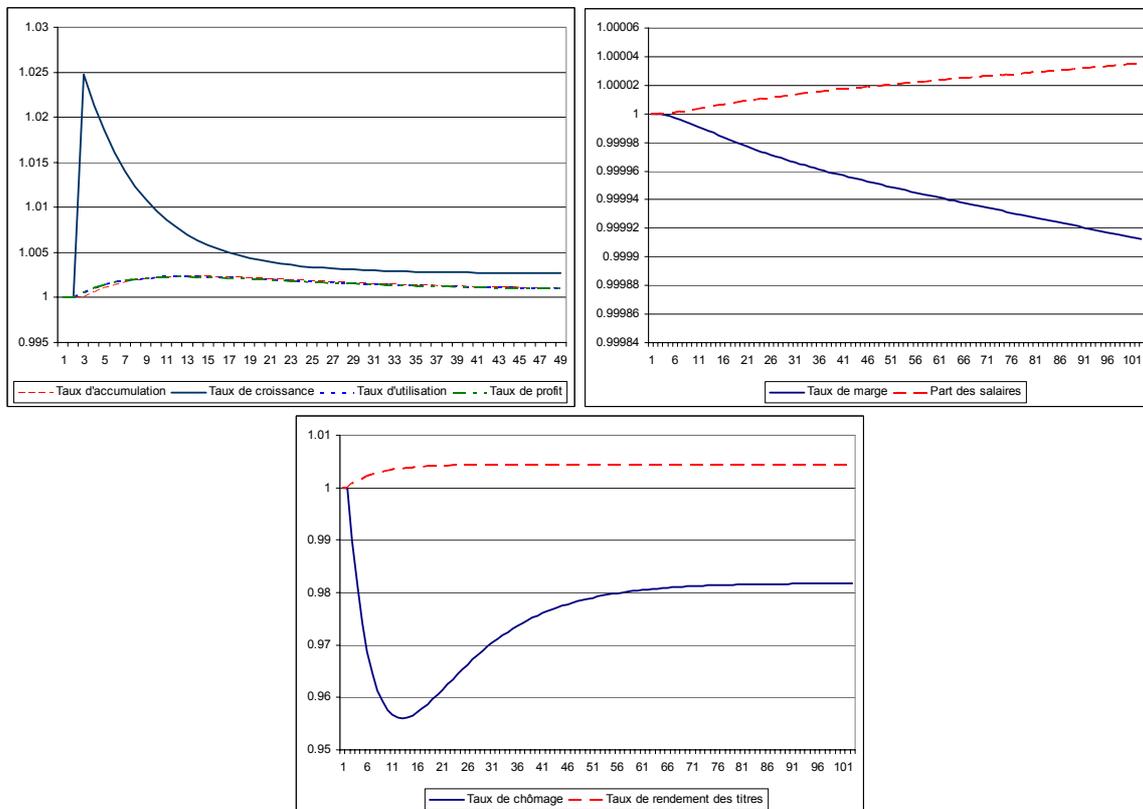
$$\Delta(M_a) = \Delta(V_a) - p_e \cdot \Delta(e_a^d) - e_{a(-1)}^d \cdot \Delta(p_e) - \Delta(B_a^d)$$

Il se dégage alors deux types de simulations possibles :

- sur le niveau des dépenses publiques
- sur les moyens de financement de ces dépenses

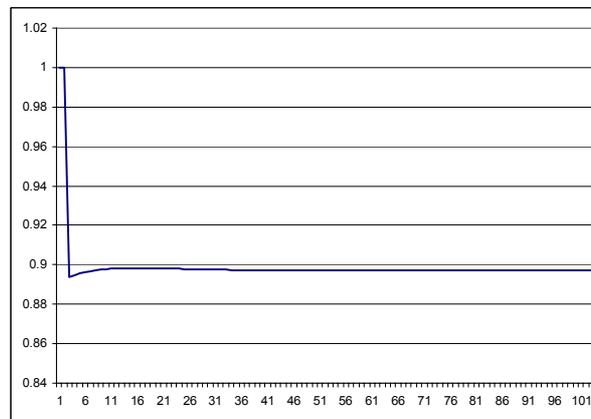
Comme dans le scénario précédent, un accroissement des dépenses publiques engendre une relance de la croissance, via ses effets sur le taux d'utilisation des capacités productives. La relance de la croissance permet une réduction du chômage. Cette dernière, associée à la hausse des profits qui suit la reprise de l'investissement et se traduit par des augmentations des dividendes distribués, exerce des effets négatifs sur le taux de marge (graphique 7.7) :

**Graphique 7.7 :** Accroissement des dépenses publiques et relance de l'activité économique



Le recul du taux de marge vient à son tour soutenir la consommation des salariés et donc le taux d'utilisation des capacités productives. En outre, l'accroissement initial des dépenses publiques ne s'accompagne pas d'un creusement des déficits. Les rentrées fiscales supplémentaires permises par la croissance économique font plus que compenser le montant des nouvelles dépenses, ce qui permet une réduction du déficit public en pourcentage du PIB (graphique 7.8).

**Graphique 7.8 :** Réduction de la part du déficit public dans le PIB suite à une relance par les dépenses publiques



L'Etat peut également modifier les taux d'imposition. Dans les scénarios suivants, les décisions de l'Etat en matière de dépenses publiques ne sont pas modifiées, seuls les moyens de financement changent.

Quelle que soit la base d'imposition choisie, une hausse des taux d'imposition provoque un ralentissement de la croissance lorsqu'une partie des dépenses est financée par émission de bons<sup>8</sup>. Les prélèvements sur le revenu des actionnaires réduisent la consommation, ce qui engendre une baisse des taux d'utilisation des capacités productives et donc de l'investissement. Les prélèvements sur les profits et les dividendes distribués diminuent quant à eux le taux de rendement des titres, ce qui exerce des pressions à la hausse sur le taux de marge et réduit ainsi la consommation des salariés. Les résultats divergent donc ici de ceux obtenus sans financement par endettement auprès des ménages. Cette différence dans les résultats provient en grande partie de celle concernant les comportements de l'Etat en matière de dépenses publiques. Alors qu'un accroissement des impôts était dans la section précédente synonyme de hausse de la part des dépenses publiques, ce n'est plus le cas ici. Il s'agit juste d'une transformation des modalités de financement. Alors que les prélèvements réduisent le revenu des actionnaires, le financement par endettement leur apporte au contraire un revenu issu des intérêts versés sur les bons détenus. Ils disposent alors d'une source de revenu supplémentaire dont une partie est consommée. Dans le modèle que nous avons proposé ici, l'endettement ne vient pas contraindre le montant des dépenses publiques et les versements

<sup>8</sup> Voir les graphiques dans l'annexe 6.

d'intérêt ne sont pas effectués à partir de prélèvements sur les revenus des salariés. De tels comportements engendreraient certainement des conséquences différentes, et sûrement négatives, de l'endettement sur la croissance.

Il ressort donc de cette section qu'un accroissement des dépenses publiques permet de relancer la croissance et la part des salaires. Les simulations numériques montrent en outre qu'un recours accru à l'endettement, effectué en parallèle d'une réduction des taux d'imposition, engendre également un effet de relance, lié à la fois aux revenus supplémentaires touchés par les actionnaires et aux effets sur les dividendes distribués et donc le taux de marge. Dans cette perspective, la stagnation des dépenses publiques en pourcentage du PIB contribue au ralentissement de la croissance observé en France. Par contre, l'accroissement de l'endettement serait susceptible, compte tenu des résultats issus des simulations, de soutenir la consommation des ménages détenant les titres et donc de limiter le ralentissement de la croissance.

## **CONCLUSION**

Ce chapitre a donc montré que les évolutions de la répartition secondaire exercent un impact important sur la croissance économique et influencent par ce biais la répartition primaire.

Dans le cas de la France, il ressort des simulations menées que la réduction puis la stagnation des dépenses publiques en pourcentage du PIB et la stagnation de la part des prestations sociales depuis le milieu des années 1990, liée entre autres aux mesures visant à réduire les déficits de la protection sociale et aux politiques actives de l'emploi, constituent un frein au soutien de l'activité économique. De plus, les transformations des modalités de financement de la protection sociale font peser une charge croissante sur le revenu des ménages du fait de l'introduction puis de la montée en charge de la CSG, qui est un prélèvement proportionnel. Toutefois, selon les simulations numériques effectuées, la montée de l'endettement dans un contexte de stagnation des dépenses publiques vient en partie atténuer cet effet, en fournissant un complément de revenu aux ménages détenant les bons du Trésor. Par contre, les dernières simulations effectuées montrent qu'un accroissement de la

fiscalité sur le revenu des ménages contribue à ralentir la croissance dans un contexte où le financement des dépenses publiques peut s'effectuer par l'endettement. Les effets des politiques fiscales et budgétaires menées en France semblent donc ambivalents.

Néanmoins, les effets globaux apparaissent plutôt négatifs, compte tenu du ralentissement de la croissance concomitant à la montée de l'endettement. Les allègements de la fiscalité sur les ménages aux revenus les plus élevés et sur les entreprises en contrepartie d'une hausse des prélèvements proportionnels expliquent en effet une partie du redressement du taux d'épargne et du ralentissement de la consommation, ou du moins accompagne ce mouvement, en engendrant un transfert de charges des entreprises vers les ménages mais également des ménages les plus aisés vers les plus pauvres. L'endettement public semble ainsi plutôt un moyen de pallier l'insuffisance de ressources fiscales, surtout avec la stagnation des dépenses publiques et des prestations sociales. Nous rejoignons alors les conclusions de Monnier et Tinel (2006) exposées dans le deuxième chapitre, et qui caractérisent le déficit public de la France comme un déficit récessif. Les politiques budgétaires et fiscales ont donc plutôt accompagné le mouvement de financiarisation, en contribuant à accroître l'épargne en allégeant la fiscalité sur les entreprises et les ménages aux revenus élevés.

Or, si l'analyse de l'économie française que nous avons menée est juste, une politique de relance par les dépenses publiques et un accroissement des revenus des ménages les plus modestes par une hausse des prestations sociales constituent des mesures à même de stimuler la croissance. D'après les résultats obtenus, l'accroissement de la fiscalité sur l'épargne des entreprises – qui est peu réinvestie – ainsi que sur les ménages les plus riches – qui sont ceux qui épargnent le plus – représentent des sources efficaces de financement. Surtout, le montant des dividendes distribués par les entreprises étant croissant, il semble également se dégager à ce niveau des possibilités de financement importantes pour l'Etat. Une mesure de taxation des dividendes versés et leur redistribution sous forme de prestations sociales ou de subventions aux entreprises qui investissent, notamment aux PME, semblent donc être un moyen de dynamiser l'investissement.

Cependant, les politiques budgétaires et fiscales ne constituent pas forcément les outils les plus adaptés pour modifier le fonctionnement du régime d'accumulation sur le long terme. En

effet, elles ne peuvent pas véritablement transformer le pouvoir des actionnaires dont les exigences de rentabilité, comme nous l'avons vu, se répercutent de façon négative sur l'accumulation du capital ainsi que sur la part salariale. Il reviendrait alors à la politique industrielle, en modifiant notamment les moyens de financement des entreprises, de réduire l'influence des actionnaires et de redonner des marges de manœuvre aux entreprises en termes d'investissement comme d'accroissement des salaires.

## CONCLUSION GÉNÉRALE

L'enjeu de cette thèse était d'analyser dans quelle mesure la financiarisation explique le recul de la part salariale et de l'investissement et comment la répartition primaire des revenus influe sur la croissance dans un contexte financiarisé.

Cette démarche s'est appuyée sur trois outils méthodologiques : l'analyse historique, institutionnelle et macroéconomique.

En premier lieu, l'analyse historique des données de la comptabilité nationale depuis la fin des années 1950, lorsqu'elles étaient disponibles, a permis de donner une définition empirique de la financiarisation. Celle-ci renvoie à une nouvelle norme sociale de répartition des revenus, qui voit diminuer la part salariale parallèlement à l'accroissement des dividendes distribués par les SNF. Ces évolutions de la répartition s'effectuent dans un contexte de transformations des modalités de financement des entreprises, avec un fort accroissement de l'autofinancement et une augmentation de la part des émissions d'actions en pourcentage du financement externe. Cependant, le développement du financement de marché et le recul de la part salariale n'ont pas engendré une reprise de l'accumulation. Au contraire, cette dernière suit une tendance décroissante depuis la fin des années 1970. Le ralentissement de l'accumulation constitue ainsi un des principaux faits stylisés que nous avons dégagés. Il nous semble ainsi que la difficulté à lutter efficacement contre le chômage depuis plus d'une quinzaine d'années provient, en partie, du fait que les transformations institutionnelles et macroéconomiques ont été insuffisamment étudiées, puis prises en compte au niveau politique. Nous avons alors cherché à comprendre plus précisément les ressorts de cette montée du chômage, en intégrant les éléments empiriques que nous avons pu dégager dans le deuxième chapitre.

L'examen de la littérature économique, en particulier régulationniste, donne les moyens d'approfondir cette analyse. Nous avons ainsi pu dégager les facteurs de la financiarisation et préciser le rôle des institutions financières dans la détermination du fonctionnement

---

macroéconomique. Il ressort de notre analyse que ces institutions occupent une place première dans la hiérarchie institutionnelle. Leurs mutations se sont répercutées sur les autres formes institutionnelles, notamment le rapport salarial. La confrontation sociale, propre à chaque pays au-delà des pressions internationales, constitue l'un des principaux vecteurs du changement institutionnel. La remise en question du « compromis fordiste » par les acteurs financiers notamment représente l'une des étapes engendrant le processus de financiarisation.

La financiarisation renvoie principalement pour les auteurs hétérodoxes à la propagation des principes de la « gouvernance d'entreprise » et plus précisément à ceux de création de valeur pour l'actionnaire. Ces principes auraient provoqué, selon les auteurs hétérodoxes, à la fois un ralentissement de l'investissement et une contraction de la part salariale, même s'il existe peu de modèles formalisés analysant ces liens. Il ressort donc de cette étude que le poids croissant des actionnaires en termes de prise de décision de gestion au niveau des entreprises non financières constitue l'un des faits marquants de la financiarisation.

Nous posons alors comme hypothèse que l'influence croissante des actionnaires se traduit par une hausse des normes de rentabilité financières exigées. Cette hausse se répercute à la fois sur les décisions d'investissement et la répartition primaire des revenus. Nous avons donc choisi cette variable comme l'un des moyens par lesquels nous avons modélisé la financiarisation et donc le cadre institutionnel. A ce stade, il nous manque toujours des éléments pour formaliser les liens entre financiarisation et répartition et les interactions entre répartition et croissance dans un régime financiarisé.

L'étude des approches postkeynésiennes nous a donc permis de spécifier le cadre théorique. Trois principaux courants structurent cette approche.

Le courant cambridgien raisonne en termes de pleine utilisation des capacités de production et établit un lien positif entre investissement et part des profits. Cependant, la causalité va d'une hausse de l'investissement à celle de la part des profits, et non l'inverse comme le stipule le théorème de Schmidt. L'un des intérêts de cette approche réside dans l'introduction de variables macroéconomiques pour expliquer les variations de la répartition primaire des revenus, laquelle est déterminée de façon endogène. Le modèle de Kaldor (1966)

---

est également l'un des premiers à avoir introduit des variables financières, et notamment le financement par émission de titres.

Les analyses kaleckiennes reposent quant à elles sur l'hypothèse d'un taux d'utilisation des capacités de production endogène. La répartition des revenus dépend dans ces modèles du taux de marge, qui rend compte des rapports de forces et plus particulièrement du pouvoir de monopole des entreprises. Dans la plupart de ces modèles, le taux de marge est déterminé de façon exogène. A l'inverse des modèles cambridgiens, un accroissement de la part des profits engendre dans les modèles kaleckiens un ralentissement de l'accumulation du capital lié au recul du taux d'utilisation des capacités productives. Ce résultat repose sur l'hypothèse d'une propension à épargner supérieure sur les profits par rapport aux salaires.

Ce lien positif entre part salariale et taux d'accumulation n'est par contre pas automatique dans les modèles *wage-led* – *profit-led*. La configuration du régime de croissance dépend de la valeur des paramètres de la fonction d'investissement, et notamment sa sensibilité à la rentabilité ou au taux d'utilisation.

Ces trois approches ont fait l'objet de rares prolongements analysant spécifiquement les économies financiarisées. En général, les résultats des modèles étudiant les économies managériales sont conservés. Cette revue de littérature nous a permis de choisir le cadre d'analyse de cette thèse, en rapprochant ces résultats de ceux de l'analyse empirique et institutionnelle. Des modèles cambridgiens nous avons retenu l'idée d'une détermination endogène de la répartition des revenus et de l'importance des facteurs macroéconomiques, même si les déterminants diffèrent. Au-delà de ces facteurs, la répartition dépend également, à l'image des modèles kaleckiens, des rapports de forces entre catégories sociales. Nous reprenons donc le principe du taux de marge comme facteur de la répartition, en le rendant endogène et en y intégrant des variables macroéconomiques, et notamment le taux de chômage, qui contribuent à rendre compte des rapports de forces. Les modèles *wage-led* – *profit-led* contribuent à spécifier de façon précise la fonction d'investissement, qui est prépondérante dans la détermination de la dynamique entre répartition et croissance.

Enfin, pour aborder l'analyse macroéconomique de l'impact de la financiarisation sur la répartition et la croissance, nous avons élaboré un modèle reposant sur la méthodologie *stock-*

*flux*, que nous avons résolu par simulations numériques. Compte tenu des résultats des chapitres précédents, deux équations structurent ce modèle : l'équation d'accumulation et l'équation de taux de marge.

Le pouvoir des actionnaires lié à la propagation des principes de la « gouvernance d'entreprise » est représenté dans ces deux équations par les normes de rentabilité financière exigée, qui constituent l'une des principales variables exogènes. L'accroissement de ces normes, qui fonde peut-être le cœur de la financiarisation, affecte de façon négative la part salariale ainsi que le taux d'accumulation. Plus l'écart entre normes exigées et rendement effectif des titres est important, plus les entreprises sont incitées à accroître le taux de marge, avec l'objectif de restituer la part supplémentaire des profits aux actionnaires. Les évolutions de la part salariale dépendent également de celle du taux de chômage qui contribue à déterminer le pouvoir de négociation des salariés. La liaison de ces deux variables est de forme multiplicative et non pas additive. Il suffit que l'un de ces deux facteurs soit important pour que la part salariale recule, et inversement. Cette équation fait donc ressortir l'importance du conflit distributif dans la détermination de la répartition et l'importance de la situation de l'emploi et du poids des actionnaires dans ce conflit.

La recherche de la rentabilité financière à court terme conduit les entreprises à comprimer la part des salaires, mais accroît également la sélectivité de l'investissement. L'écart entre le rendement attendu de l'investissement, représenté par le taux de profit, et les normes fixées par les acteurs financiers tend ainsi à s'accroître. Il serait intéressant de modéliser de façon indépendante du comportement des entreprises les décisions des banques en matière de crédits. Les contraintes de financement ne sont en effet pas prises en compte dans notre modèle, qui s'est centré sur les dynamiques de répartition et donc de demande. Une partie de la littérature sur la financiarisation s'est en effet centrée sur les nouvelles stratégies adoptées par les banques, et notamment le développement des activités de marché, parfois au détriment des activités traditionnelles<sup>304</sup>. Dans un cadre keynésien, l'investissement ne peut effectivement pas être contraint par l'épargne, mais il peut l'être par la mobilisation du crédit (Keynes, 1930<sup>305</sup>)<sup>306</sup>. Il serait ainsi intéressant d'étudier les contraintes de crédit pouvant peser

---

<sup>304</sup> Cf. Hewitson (2003) et Plihon (1995) et (1998).

<sup>305</sup> "There is apt to be an unsatisfied fringe of borrowers, the size of which can be expanded or contracted so that banks can influence the volume of investment by expanding or contracting the volume of their loans, without

sur l'investissement et qui sont liées aux évolutions du comportement des banques. Par ailleurs, il serait également intéressant d'approfondir cette analyse en économie ouverte afin de voir quels sont les canaux de transmission de la financiarisation entre les Etats-Unis et la France. Enfin, cela permettrait de voir si les mêmes déterminants institutionnels exercent un impact identique pour les autres économies européennes.

La financiarisation affecte en outre la répartition des profits entre dividendes distribués et épargne interne des entreprises. Cette dernière devient la variable résiduelle, la priorité étant donnée dans les conseils d'administration aux versements de dividendes, comme en témoigne la part croissante de ces derniers dans les profits après impôts en France. Nous avons alors déterminé une fonction de distribution des dividendes, qui dépend d'un taux de versement exogène, fixé par négociation au sein du conseil d'administration. Le versement des dividendes se retrouve dans le revenu des ménages, qui sont alors divisés en deux. Les actifs financiers ne sont en effet détenus que par une faible proportion des ménages, ce qui nous a conduit à spécifier les fonctions de comportement pour les ménages salariés mais également pour les ménages actionnaires.

Ce modèle permet de dégager à la fois la dynamique de la détermination de la répartition des revenus ainsi que son impact sur la croissance dans une économie financiarisée. Quelle que soit la valeur des paramètres retenus pour les simulations, et qui permettent la convergence vers un état stationnaire, le modèle génère des situations de chômage keynésien issues des chocs introduits sur les variables. La montée du pouvoir des actionnaires et l'accroissement du financement par émission de titres expliquent une grande part du ralentissement de l'accumulation et du recul de la part salariale depuis le milieu des années 1980. Le renforcement de l'influence des actionnaires a exercé un impact dépressif direct sur la part salariale ainsi que sur l'accumulation. Le ralentissement de l'activité économique a contribué à accentuer la tendance baissière de la part salariale et ainsi le recul de la consommation qui reste l'un des principaux moteurs de l'investissement, via le taux d'utilisation des capacités productives, et de la croissance. Le recul tendanciel de la part salariale explique dans une large mesure le recul de l'investissement et donc la montée du

---

*there being necessarily any change in the level of bank rate, in the demand schedule of borrowers, or in the volume of lending otherwise than through the banks. This phenomenon is capable, when it exists, of having great practical importance"* (Keynes, 1930, vol.1, p.212).

<sup>306</sup> Cf. Godley et Lavoie (2004), Le Héron (2006), Stockhammer (1999), Wolfson (1996).

chômage. Par contre, contrairement aux résultats des auteurs marxistes, le versement des dividendes ne constitue pas un frein à la croissance. Celui-ci a plutôt contribué à la stabilisation de la conjoncture économique en alimentant les revenus des ménages actionnaires et donc leur consommation. Cependant, la redistribution des profits vers les ménages ne constitue pas une mesure susceptible de réduire suffisamment le taux d'épargne. En effet, ce sont essentiellement les ménages les plus aisés qui détiennent des titres. Or, ce sont ceux qui épargnent la part la plus importante de leur revenu. Pour relancer la croissance, il faudrait donc que la part salariale remonte. Cependant, la situation dégradée de l'emploi et la tendance persistante au renforcement du rôle des actionnaires la pousse dans le sens inverse, ce qui entretient la faible croissance économique.

La faiblesse de l'investissement s'explique donc par un excès d'épargne, lié à la faible part des salaires dans la valeur ajoutée, et par le renforcement de la sélectivité des projets, lié à l'influence des actionnaires. Compte tenu de ce diagnostic, deux pistes semblent se dégager pour l'Etat pour tenter de relancer l'activité économique. La première repose sur la fiscalité et les politiques de redistribution et renvoie donc à la répartition secondaire des revenus. Ces politiques de redistribution ne trouvent pas leur justification dans une perspective d'équité principalement, mais dans celle de l'efficacité économique, en diminuant le taux d'épargne et en relançant ainsi la consommation. La modulation des taux de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, en prenant davantage en considération les revenus du capital, ainsi que sur les bénéfices des entreprises, en fonction du montant des dividendes distribués, constituent pour cela des instruments efficaces. Cependant, ces mesures sont insuffisantes pour rétablir une vision à plus long terme des entreprises en matière d'investissement. Il revient pour cela à la politique industrielle, seconde piste pour l'Etat, de trouver les moyens par lesquels il est possible d'assurer cette réorientation. Ici également, plusieurs instruments semblent disponibles. L'Etat dispose en effet d'organismes susceptibles de financer des projets industriels de long terme, tels que la Caisse des Dépôts et Consignations, et ainsi de peser sur les décisions prises par les entreprises. Néanmoins, ces mesures, et notamment celles sur la fiscalité, posent la question de la concurrence fiscale. C'est alors au niveau de l'Union européenne que semblent se dessiner les pistes pour la mise en place de politiques fiscales et industrielles limitant la financiarisation et assurant une réorientation de la répartition des revenus.

## **ANNEXES**

## ANNEXES

---

### Annexe 1 : Liste des équations du modèle du chapitre 5

$$(5.1) Y^s \equiv I^d + C^d$$

Revenu national

$$(5.2) C = C_w + C_a$$

Consommation totale

#### Ménages salariés

$$(5.3 - i) C_w = W$$

Consommation des salariés

$$(5.4) W = \frac{Y}{1 + \pi}$$

Salaire global

#### Ménages actionnaires

$$(5.5) C_{a(+1)} = \beta \cdot_1 R_a + \beta_2 \cdot CG_a$$

Consommation des actionnaires

$$(5.6) R_a = D_a^d + r_m \cdot M_{a(-1)}$$

Revenu des actionnaires

$$(5.7) D_a^d = D_f^s$$

Dividendes reçus

$$(5.8) CG_a = \Delta p_e \cdot e_{(-1)}^d$$

Gains en capitaux sur les titres

$$(5.9) e_a^d \cdot p_e = [\gamma_1 + \gamma_2 (r_e^a - r_m)] \cdot V_a$$

Stock de titres en valeur

$$(5.10) \Delta(V_a) = S_a + CG$$

Variation richesse des actionnaires

$$(5.11) S_a = R_a - C_a$$

Epargne des actionnaires

$$(5.12) r_{e(+1)} = \frac{D_{f(+1)}^s + CG_{(+1)}}{e_f^s \cdot p_e}$$

Taux de rendement des titres

$$(5.13) r_e^a = \frac{D_{f(a)}^s}{e_f^s} + \frac{\Delta p_{e(a)}}{p_e}$$

Taux de rendement anticipé

$$(5.14) \frac{D_{f(a)}^s}{e_f^s} = \frac{D_{f(-1)}^s}{e_{f(-2)}^s} \left( 1 + \frac{\Delta D_{f(-1)}^s}{D_{f(-2)}^s} \right)$$

Dividendes par action anticipés

$$(5.15) \Delta p_{e(a)} = \Delta p_{e(-1)} \quad \text{Variation prix des titres anticipé}$$

$$(5.16) p_e^* = \frac{(e \cdot p_e^*) - p_e^* \cdot \Delta e_f^s}{e_{f(-1)}^s} \quad \text{Pris des titres}$$

$$(5.17 - ii) \Delta (M_a) = \Delta (V_a) - p_e \cdot \Delta (e_a^d) - e_{a(-1)}^d \cdot \Delta (p_e) \quad \text{Dépôts des actionnaires}$$

### Entreprises

$$(5.18) K_t = K_{(-1)}(1 - \delta) + I_t \quad \text{Stock de capital}$$

$$(5.19) u = \frac{Y}{\mu \cdot K_t} \quad \text{Taux d'utilisation des cap. productives}$$

$$(5.20) g_{+1} = \frac{I_{+1}^d}{K} = i_0 + a \cdot \left( \frac{F_T}{K} - \rho \right) + b \cdot u \quad \text{Taux d'accumulation du capital}$$

$$(5.21 - iii) F_T = Y - W \quad \text{Profits globaux}$$

$$(5.22 - vii) S_f = F_T - D_f^s - r_l \cdot L_{(-1)} \quad \text{Épargne des entreprises}$$

$$(5.23) D_f^s = \chi (F_T - r_l \cdot L_{(-1)}) \quad \text{Dividendes versés}$$

$$(5.24) \Delta (e_f^s) \cdot p_e = x \cdot (I - S_{f(-1)}) \quad \text{Émissions de titres}$$

$$(5.25 - iv) \Delta L_f = (1 - x) \cdot (I - S_{f(-1)}) \quad \text{Nouveaux prêts des entreprises}$$

### Banques

$$(5.26) \Delta M^s = \Delta M_a^d \quad \text{Dépôts dans les banques}$$

$$(5.27) \Delta L^s = \Delta L_f^d \quad \text{Offre de prêts}$$

$$(5.28 - v) r_m = r_l \quad \text{Taux d'intérêt}$$

### Répartition et emploi

$$(5.29) \pi_{(+1)} = p \cdot (\rho - r_e) \cdot ur + \pi \quad \text{Taux de marge}$$

$$(5.30) N = \frac{Y}{\mu} \quad \text{Niveau de l'emploi}$$

$$(5.31) N_{fe} = \frac{Y_{fc}}{\mu} \quad \text{Niveau de plein-emploi}$$

$$(5.32) Y_{fc} = K_{(-1)} \cdot \mathcal{G} \quad \text{Production de pleine capacité}$$

$$(5.33) UN = N_{fe} - N$$

Niveau du chômage

$$(5.34) ur = \frac{UN}{N_{fe}}$$

Taux de chômage

**Equation manquante :**  $(vi) \Delta L = \Delta M$

**Texte sous Eviews des équations du modèle :**

$$\text{PIB} = \text{Consw} + \text{consa} + \text{Inv}$$

**Ménages salariés :**

$$\text{consw} = \text{sal}$$

$$\text{sal} = \text{pib} / (1 + \text{txmarge})$$

**Ménages actionnaires :**

$$\text{consa} = \text{beta1} * \text{ra} + \text{beta2} * \text{CG}$$

$$\text{yhra} = (\text{dsf} + \text{rm} * \text{M}(-1))$$

$$\text{d(Va)} = \text{ra} - \text{consa} + \text{CG}$$

$$\text{pe} * \text{ed} = \text{va} * (\text{gamma1} + \text{gamma2} * (\text{rea} - \text{rm}))$$

$$\text{CG} = \text{d(pe)} * \text{es}(-1)$$

$$\text{re} = (\text{dsf} + \text{CG}) / (\text{es}(-1) * \text{pe}(-1))$$

$$\text{rea} = (\text{Dsf}(-1) / \text{es}(-2)) * (1 + \text{d}(\text{Dsf}(-1)) / \text{Dsf}(-2) + \text{d}(\text{pe}(-1)) / \text{pe}(-2))$$

$$\text{d(M)} = \text{d(Va)} - \text{pe} * \text{d(ed)} - \text{ed}(-1) * \text{d(pe)}$$

**Entreprises :**

$$\text{g} = \text{i0} + \text{a} * (\text{rcf}(-1) - \text{rho}) + \text{b} * \text{TUC}(-1)$$

$$\text{capital} = \text{capital}(-1) * (1 - \text{delta}) + \text{inv}$$

$$\text{D(L)} = \text{Inv} - \text{sf} - \text{d(es)} * \text{pe}$$

$$\text{d(es)} * \text{pe} = \text{x} * (\text{inv} - \text{Sf}(-1))$$

$$\text{Dsf} = \text{khi} * (\text{profit} - \text{rl} * \text{L}(-1))$$

$$\text{Sf} = \text{profit} - \text{Dsf} - \text{rl} * \text{L}(-1)$$

$$ed = es$$

$$inv = g * capital(-1)$$

$$rcf = profit / capital$$

$$profit = pib - sal$$

$$TUC = pib / (\mu * capital)$$

$$txmarge = p * (\rho - re(-1)) * cho + txmarge(-1)$$

$$cho = un / Nfe$$

$$un = Nfe - N$$

$$Nfe = Yfc / \mu$$

$$N = pib / \mu$$

$$Yfc = capital(-1) * \sigma$$

**Banques :**

$$rm = rl$$

---

**Annexe 2 : Paramètres et valeurs des variables exogènes retenus pour les simulations**

$$\alpha = 1$$

$$\beta_1 = 0.4$$

$$\beta_2 = 0.02$$

$$\gamma_1 = 0.5$$

$$\gamma_2 = 0.001$$

$$\delta = 0.05$$

$$i_0 = 0.04$$

$$a = 0.4$$

$$b = 0.1$$

$$\chi = 0.7$$

$$\mu = 1$$

$$\rho = 0.08087$$

$$r_l = r_m = 0.02$$

$$\vartheta = 0.35$$

$$x = 0.2$$

$$p = 0.01$$

Avec ces paramètres, nous obtenons à l'état stationnaire les valeurs suivantes :

Taux de croissance : 0.036

Taux d'accumulation : 0.086

Taux de marge : 0.665

Part des salaires : 0.6

Taux de profit : 0.12

Taux de rendement des titres : 0.08

Taux de chômage : 0.11

Valeurs des paramètres modifiées pour les simulations :

$$\rho = 0.081$$

$$x = 0,201$$

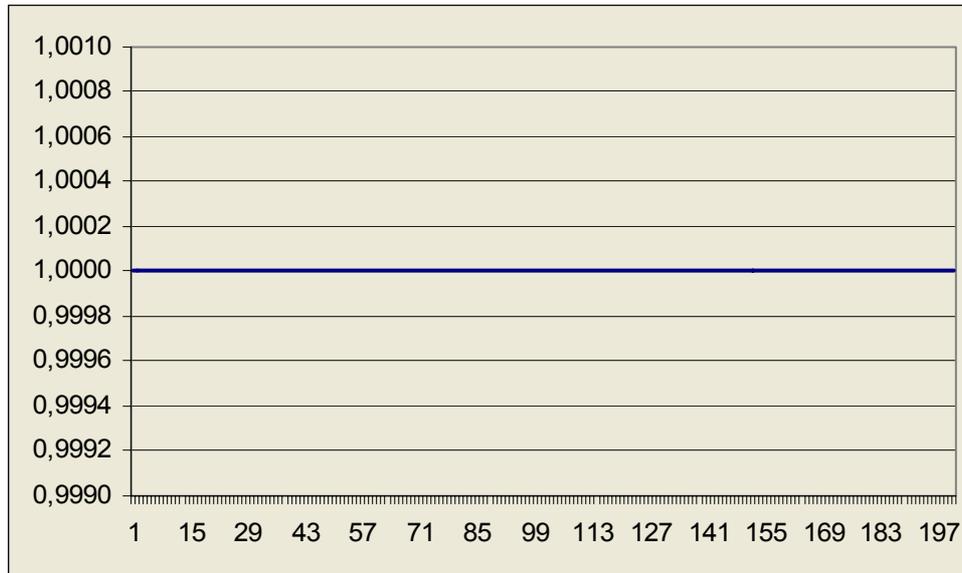
$$\chi = 0.71$$

$$\beta_1 = 0.41$$

$$\gamma_1 = 0.51$$

Vérification de l'équation manquante :

plot m\_0 / l\_0



**Figure 1** : Vérification de l'équation manquante du modèle du chapitre 5

**Figure 2 :** Tableau des valeurs de l'équation manquante

OBS	M_0/L_0	L_0	M_0
1	1,00	80.00000	80.00000
2	1,00	80.00000	80.00000
3	1,00	93.98081	93.98081
4	1,00	106.3863	106.3863
5	1,00	118.6545	118.6545
6	1,00	130.8552	130.8552
7	1,00	143.0603	143.0603
8	1,00	155.3300	155.3300
9	1,00	167.7179	167.7179
10	1,00	180.2714	180.2714
11	1,00	193.0330	193.0330
12	1,00	206.0409	206.0409
13	1,00	219.3300	219.3300
14	1,00	232.9323	232.9323
15	1,00	246.8775	246.8775
16	1,00	261.1934	261.1934
17	1,00	275.9063	275.9063
18	1,00	291.0414	291.0414
19	1,00	306.6233	306.6233
20	1,00	322.6756	322.6756
21	1,00	339.2217	339.2217
22	1,00	356.2848	356.2848
23	1,00	373.8881	373.8881
24	1,00	392.0547	392.0547
25	1,00	410.8081	410.8081
26	1,00	430.1719	430.1719
27	1,00	450.1703	450.1703
28	1,00	470.8278	470.8277
29	1,00	492.1695	492.1695

### Annexe 3 : Texte sous Eviews du programme avec dépenses publiques et endettement public du chapitre 7

$$\text{PIB} = \text{Consw} + \text{consa} + \text{Inv} + \text{Gov}$$

#### Ménages salariés :

$$\text{consw} = \text{sal}$$

$$\text{sal} = \text{pib} / (1 + \text{txmarge})$$

#### Ménages actionnaires :

$$\text{consa} = \text{beta1} * \text{ra} + \text{beta2} * \text{CG}$$

$$\text{yhra} = \text{dsf} + \text{rm} * \text{M}(-1) + \text{rb} * \text{Bda}(-1) - \text{Tra}$$

$$\text{d}(\text{Va}) = \text{ra} - \text{consa} + \text{CG}$$

$$\text{pe} * \text{ed} = \text{va} * (\text{gamma1} + \text{gamma2} * (\text{rea} - \text{rm}))$$

$$\text{Bda} = \text{Bs}$$

$$\text{CG} = \text{d}(\text{pe}) * \text{es}(-1)$$

$$\text{re} = (\text{dsf} + \text{CG}) / (\text{es}(-1) * \text{pe}(-1))$$

$$\text{rea} = (\text{Dsf}(-1) / \text{es}(-2)) * (1 + \text{d}(\text{Dsf}(-1)) / \text{Dsf}(-2) + \text{d}(\text{pe}(-1)) / \text{pe}(-2))$$

$$\text{d}(\text{M}) = \text{d}(\text{Va}) - \text{d}(\text{ed}) * \text{pe} - \text{ed}(-1) * \text{d}(\text{pe}) - \text{d}(\text{bda})$$

#### Entreprises :

$$\text{g} = \text{i0} + \text{a} * (\text{rcf}(-1) - \text{rho}) + \text{b} * \text{TUC}(-1)$$

$$\text{capital} = \text{capital}(-1) * (1 - \text{delta}) + \text{inv}$$

$$\text{D}(\text{L}) = \text{Inv} - \text{sf} - \text{d}(\text{es}) * \text{pe}$$

$$\text{d}(\text{es}) * \text{pe} = \text{x} * (\text{inv} - \text{Sf}(-1))$$

$$\text{Dsf} = (\text{khi} * (\text{profit} - \text{rl} * \text{L}(-1))) - \text{Tdsf}$$

$$\text{Sf} = \text{profit} - \text{Dsf} - \text{rl} * \text{L}(-1) - \text{Tft} - \text{Tdsf}$$

$$\text{ed} = \text{es}$$

$$\text{inv} = \text{g} * \text{capital}(-1)$$

$$\text{rcf} = \text{profit} / \text{capital}$$

$$\text{profit} = \text{pib} - \text{sal}$$

$$TUC = pib / (\mu * capital)$$

$$txmarge = p * (\rho - re(-1)) * cho + txmarge(-1)$$

$$cho = un / Nfe$$

$$un = Nfe - N$$

$$Nfe = Yfc / \mu$$

$$N = pib / \mu$$

$$Yfc = capital(-1) * \sigma$$

**Gouvernement :**

$$Gov = teta * capital(-1)$$

$$T = Tra + Tft + Tdsf$$

$$Tra = t1 * ra(-1)$$

$$Tft = t2 * profit(-1)$$

$$Tdsf = t3 * Dsf(-1)$$

$$Bs = (1 + rb) * Bs(-1) + Gov - T$$

$$txcroissance = d(pib) / pib(-1)$$

$$partsal = sal / pib$$

**Annexe 4 : Paramètres et valeurs des variables exogènes retenus pour les simulations**

$$\alpha = 1$$

$$\beta_1 = 0.4$$

$$\beta_2 = 0.02$$

$$\gamma_1 = 0.34$$

$$\gamma_2 = 0.001$$

$$\delta = 0.05$$

$$i_0 = 0.04$$

$$a = 0.4$$

$$b = 0.1$$

$$\chi = 0.59$$

$$\mu = 0.92$$

$$\rho = 0.101$$

$$r_l = r_m = 0.02$$

$$r_b = 0.025$$

$$t_1 = 0.005$$

$$t_2 = 0.005$$

$$t_3 = 0.005$$

$$\theta = 0.0008$$

$$\mathcal{G} = 0.2978$$

$$x = 0.2$$

$$p = 0.01$$

Avec ces paramètres, nous obtenons à l'état stationnaire les valeurs suivantes :

Taux de croissance : 0.024

Taux d'accumulation : 0.074

Taux de marge : 0.675

Part des salaires : 0.597

Taux de profit : 0.11

Taux de rendement des titres : 0.066

Taux de chômage : 0.05

Valeurs des paramètres modifiées pour les simulations :

$$t_1 = 0.006$$

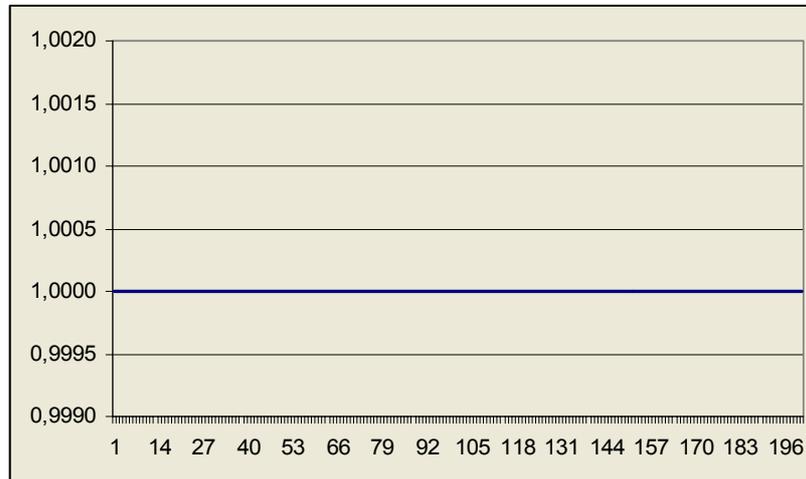
$$t_2 = 0.015$$

$$t_3 = 0.015$$

$$\theta = 0.00085$$

Vérification de l'équation manquante :

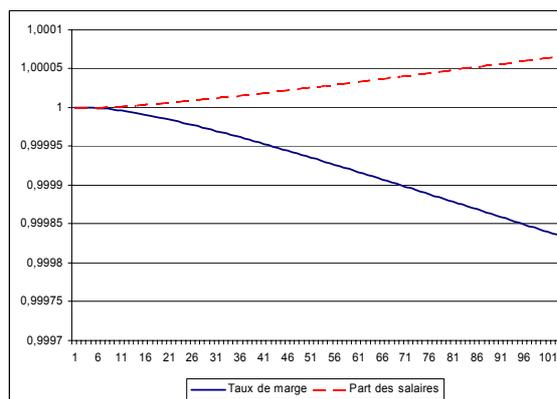
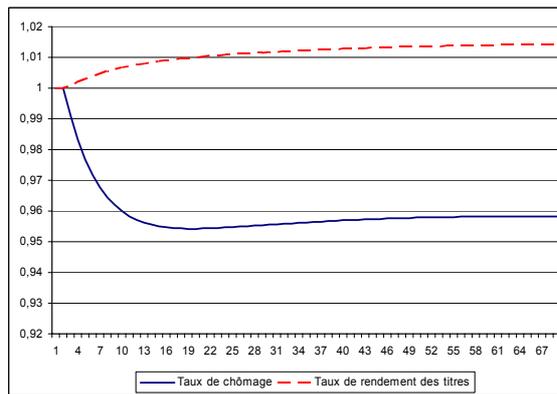
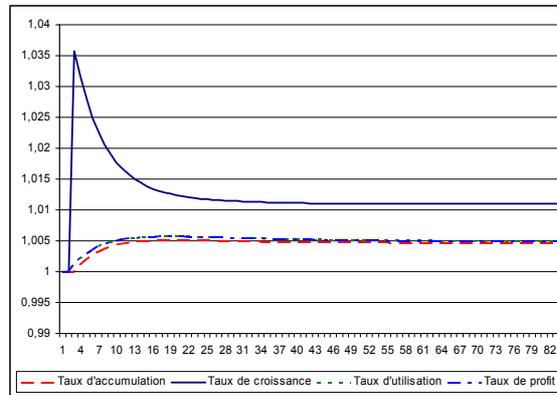
Plot  $M_0 / L_0$  :



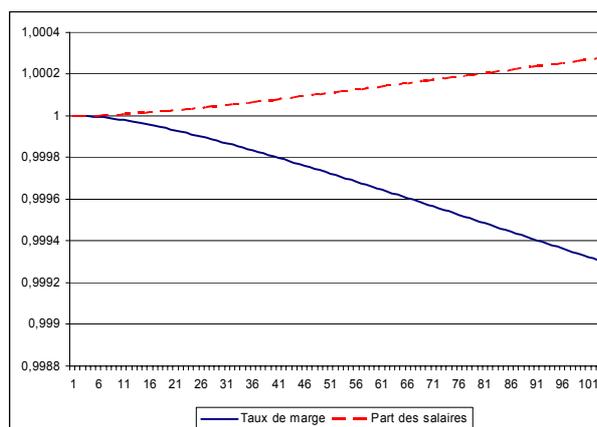
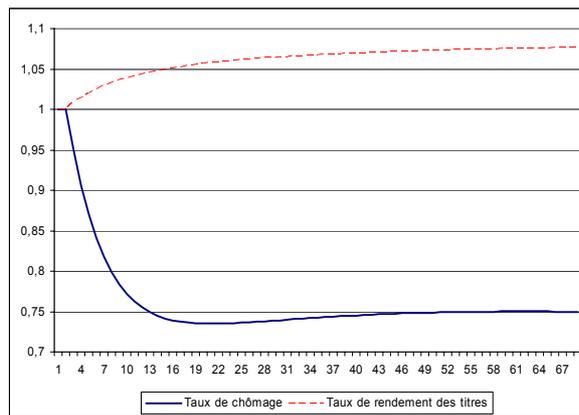
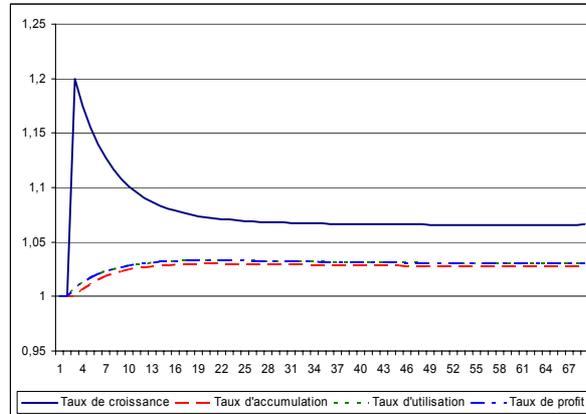
**Figure 3 :** Vérification de l'équation manquante du modèle du chapitre 7

**Annexe 5 : Résultats des simulations sur un accroissement des dépenses publiques**

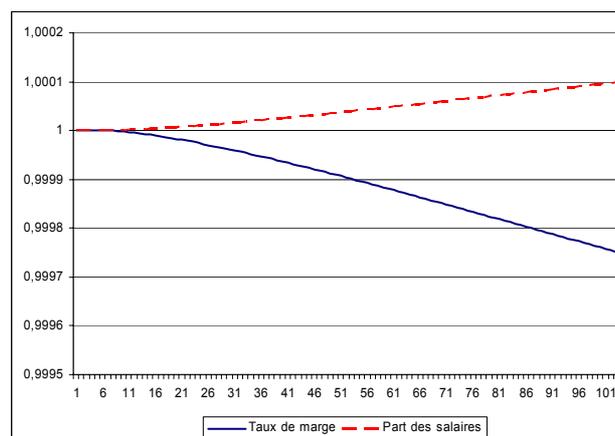
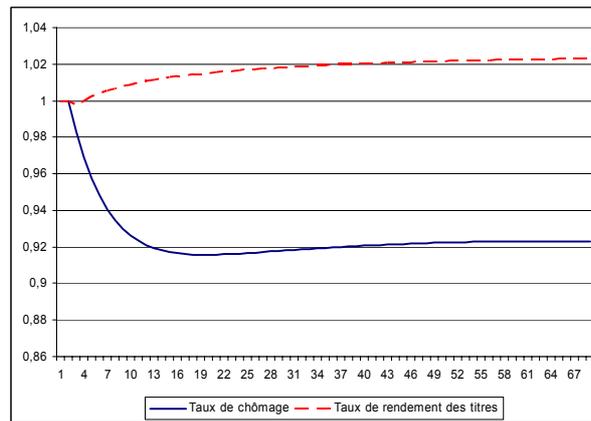
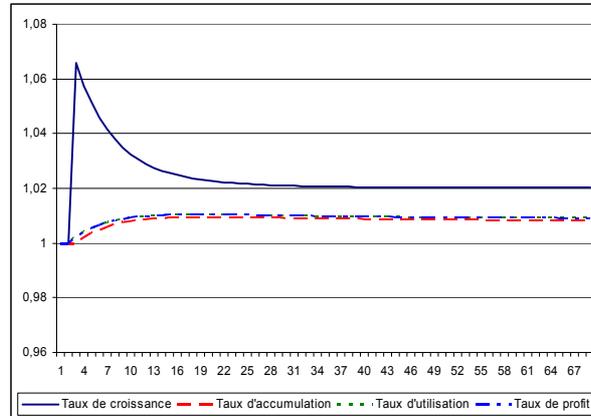
**Figure 4 : Effets du financement avec accroissement des prélèvements sur le revenu des actionnaires**



**Figure 5 :** Effets du financement avec accroissement des prélèvements sur les profits des entreprises

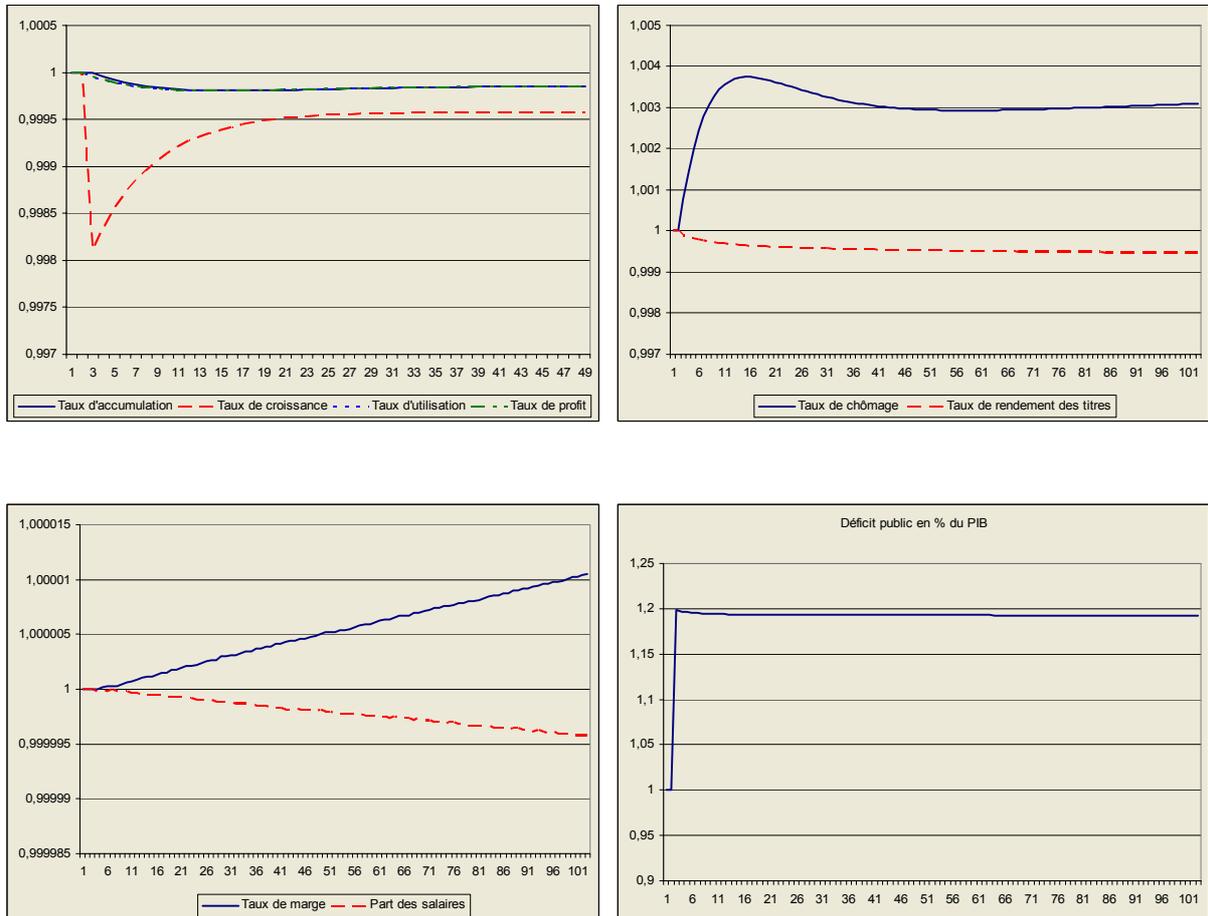


**Figure 6 : Effets du financement avec accroissement des prélèvements sur les dividendes distribués**

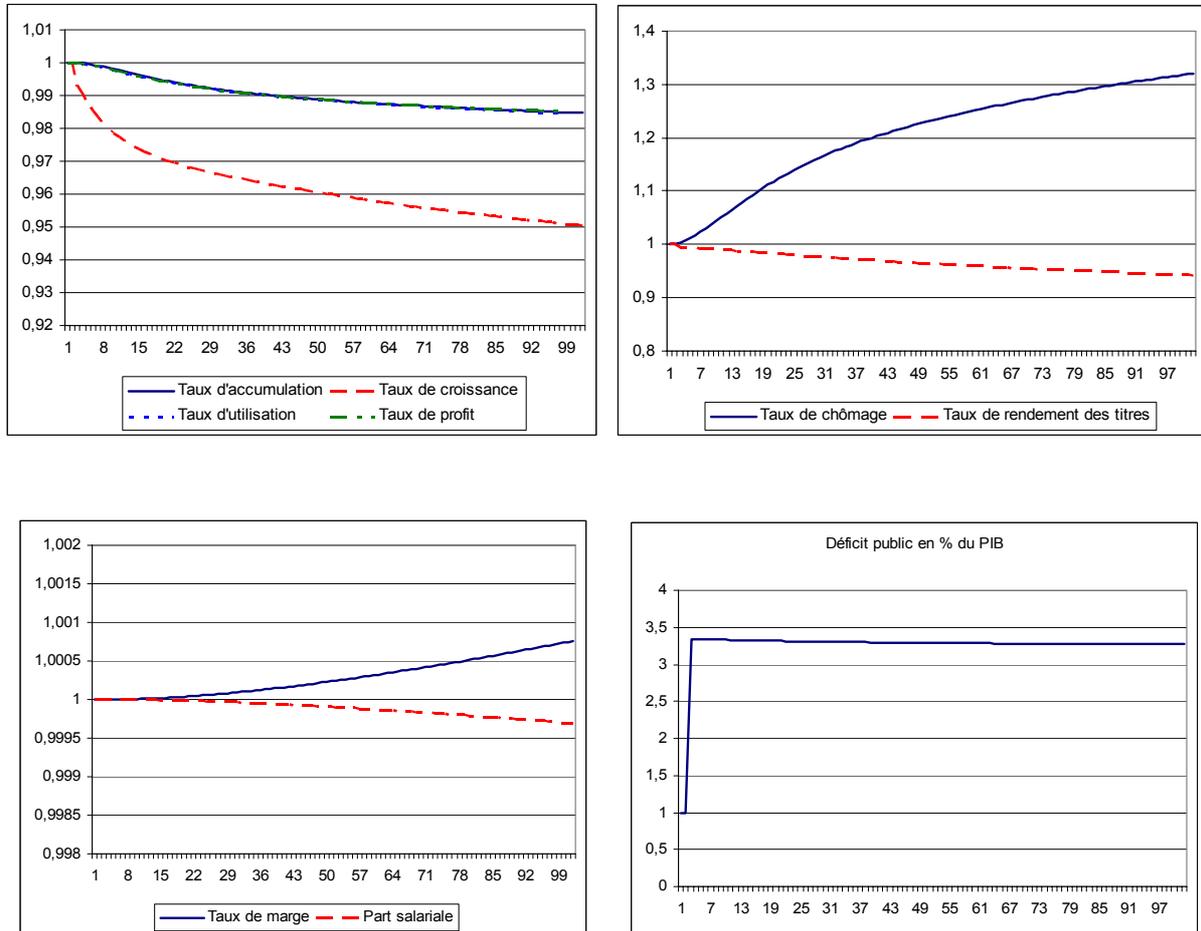


**Annexe 6 : Modification des modalités de financement des dépenses publiques**

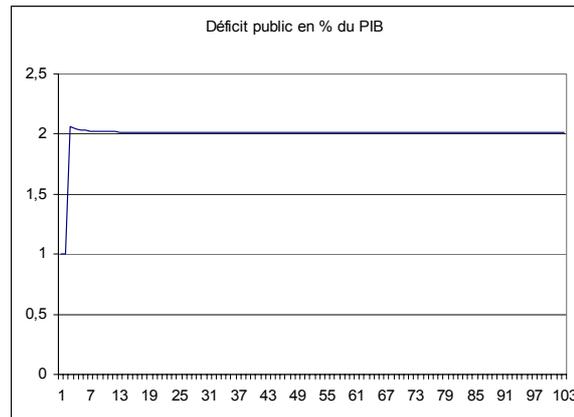
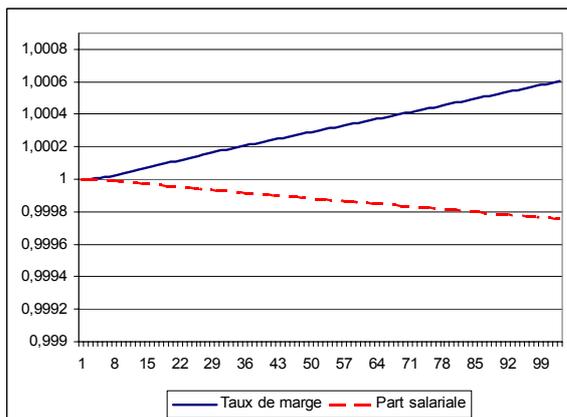
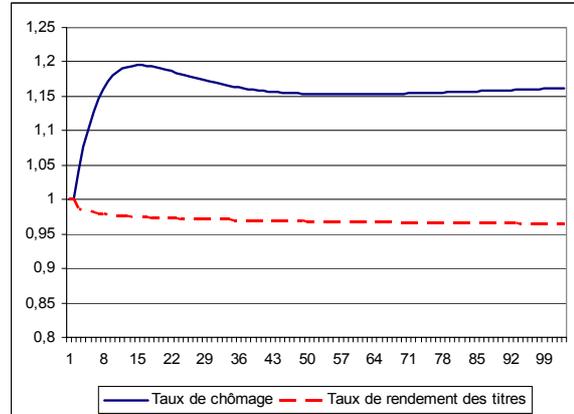
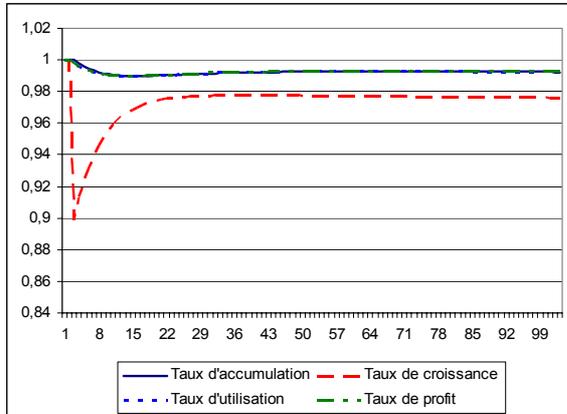
**Figure 7 : Modification des modalités de financement avec un accroissement des prélèvements sur les revenus des ménages actionnaires**



**Figure 8 : Modification des modalités de financement avec un accroissement des prélèvements sur les profits des entreprises**



**Figure 9 : Modification des modalités de financement avec un accroissement des prélèvements sur les dividendes distribués**



## BIBLIOGRAPHIE

ADELMAN I. (1988), "Simulation models", in *Palgrave dictionary of economics*, Eatwell J., M.Milgate et P.Newman (ed.), Macmillan, Londres, p.340-341.

AGLIETTA M. (1997), *Régulation et crises du capitalisme*, Odile Jacob, Paris.

AGLIETTA M. (1998), « Le capitalisme de demain », *Notes de la fondation Saint-Simon*, n°101, Paris.

AGLIETTA M. (1999), « Des mutations du capitalisme : une société salariale schizophrène ? », *Revue de la CFDT*, n°17, février.

AGLIETTA M. (2000), "Shareholder value and corporate governance: some tricky questions", *Economy and Society*, vol.29, n°1, février, p.146-159.

AGLIETTA M. (2001), « Systèmes financiers et régimes de croissance », *Revue d'économie financière*, n°61, p.83-115.

AGLIETTA M. (2001, b), *Macroéconomie financière, tome I*, La Découverte, Paris.

AGLIETTA M. (2001), *Régimes de gouvernance d'entreprise : différences nationales et stratégies d'entreprise*, Appel d'offres « Gouvernement d'entreprise », Commissariat Général du Plan, Projet n°16, septembre.

AGLIETTA M. et R.BRETON (2001), "Financial systems, corporate control and capital accumulation", *Economy and society*, vol 30, N°4, p.433-466.

AGLIETTA M. et A.REBÉRIOUX (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.

AGLIETTA M. et L.BERREBI (2007), *Désordres dans le capitalisme mondial*, Odile Jacob, Paris.

---

ALLAIN O. (2006), « La modération salariale, le point de vue des (néo-)kaleckiens », *colloque Etat et Régulation sociale*, 11-13 septembre, Paris.

AMABLE B., E.ERNST et S.PALOMBARINI (2001), « Institutional complementarities: an overview of the main issues », séminaire sur “Institutional complementarities and Dynamics of economics systems”, Paris, avril.

AMABLE B. (2005), *Les cinq capitalismes, diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*, Seuil, Lonrai.

AMADEO E.J. (1986), “Notes on capacity utilisation, distribution and accumulation”, *Contributions to Political Economy*, n°5, p.83-94.

AMADEO E.J. (1987), “Alternative closures again: a comment on growth, distribution and inflation”, *Cambridge Journal of Economics*, vol.11, n°1, p.75-82.

AMENDOLA M. et J.L. GAFFARD (1988), *La dynamique de l'innovation*, Economica, Paris.

ARESTIS P. (2005), “Washington consensus and financial liberalization”, *Journal of Post Keynesian economics*, vol.27, n°2, p.251-271, hiver.

ARESTIS P. et P.DEMETRIADES (1996), “Finance and growth: institutional considerations and causality”, *UEL, Department of Economics Working Paper*, n°5, mai.

ARESTIS P. et M.SAWYER (2003), “The case for fiscal policy”, *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working paper n°382, New York, mai .

ARESTIS P. et H.STEIN (2005), “An institutional perspective to finance and development as an alternative to financial liberalisation”, *International Review of Applied Economics*, Vol.19, n°4, p.381-398, Octobre.

ARTUS P. (1992), « Politique salariale et taux d'intérêt en France dans les années 1980 : peut-on envisager de poursuivre sur la lancée », *Revue économique*, Vol.43, n°3, p.459-486.

ARTUS P. et D.COHEN (1998), *Partage de la valeur ajoutée*, Rapport du Conseil d'Analyse économique, n°2, La documentation française, Paris.

---

ASENSIO A. (2007), "A Keynesian view on econometrics and macroeconomic theory", mimeo.

ASKENAZY P. (2003), « Partage de la valeur ajoutée et rentabilité du capital en France et aux Etats-Unis : une réévaluation », *Economie et statistique*, n°363-364-365, p.167-189.

ASSOUS M. (2003), *Sous-emploi, cycles et concurrence imparfaite dans l'économie de Michal Kalecki*, thèse de doctorat, Cergy-Pontoise.

AUER P. et GAZIER B., (2006), *L'introuvable sécurité de l'emploi*, Flammarion.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (2005), « Le rôle des marchés primaires d'actions décline-t-il ? », *Revue mensuelle de l'AMF*, n°17, septembre.

BACKUS D., W.C. BRAINARD, G.SMITH, J.TOBIN (1980), "A model of U.S. financial and nonfinancial economic behavior", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.12, n°2, p.259-293.

BAGHLI M., G.CETTE et A.SYLVAIN (2003), « Les déterminants du taux de marge en France et quelques autres grands pays industrialisés : analyse empirique sur la période 1970-2000 », *Notes d'études et de recherche*, n°99, Banque de France, Paris.

BANQUE DE FRANCE (2003), « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2002 », *Bulletin de la Banque de France*, n°112, avril.

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

BECHT M. et MAYER C. (2000), "The control of corporate in Europe", in H.SIEBER (dir.), *The world's new financial landscape: challenge for economic policies*, Springer, Londres.

BERLE A.A. et G.C.MEANS (1933), *The modern corporation and private property*, Mac Millan, New York.

BHADURI A. et S.MARGLIN (1990), "Unemployment and the real wage: the economic basis for contesting political ideologies", *Cambridge journal of Economics*, vol.14, n°4, pp.375-393, décembre.

- 
- BHADURI A., K.LASKI et M.RIESE (2006), "A model of interaction between the virtual and the real economy", *Metroeconomica*, vol.57, n°3, p.412-427.
- BELLOFIORE R. et P.FERRI (ed) (2001), *Financial keynesianism and market instability, The economic legacy of Hyman Minsky*, vol.1, Edward Elgar, Cheltenham.
- BERTRAND H. (1986), « Où vont les économies développées. France : modernisations et piétinements », in Boyer R. (dir.), *Capitalismes fin de siècle*, PUF, Paris.
- BILLAUDOT B. (1987), « L'enjeu de la crise : aménagement, mutation ou disparition du rapport salarial », in *La transformation du rapport salarial, enjeux et perspectives*, PUL, p.71-97.
- BLECKER R.A. (2002), "Distribution, demand and growth in neo-Kaleckian macro models", in M.Setterfield (ed.), *The Economics of demand-led growth*, Edward Elgar, Cheltenham, p.129-152.
- BOUGRINE H. et M.SECCARECCIA (1999), "Unemployment insurance and unemployment: an analysis of the aggregate demand-side effects for postwar Canada", *International Review of Applied Economics*, Vol.13, n°1, p.5-21.
- BOURNAY J. et P.A. PIONNIER (2007), « L'économie française : ruptures et continuités de 1959 à 2006 », *INSEE Première*, n°1136, mai.
- BOWLES S. et R.BOYER (1995), "Wages, aggregate demand and employment in an open economy: an empirical investigation", in *Macroeconomic policy after the conservative era*, Epstein G.A. et Gintis H.M. (ed.), Cambridge University Press.
- BOYER R. (1986), *La flexibilité du marché du travail en Europe*, La Découverte, Paris.
- BOYER R. (1986b), *Capitalismes fin de siècle*, PUF, Paris.
- BOYER R. (1998), « Commentaire », in Artus P. et D.Cohen, p.35-49.
- BOYER R. (2000), "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", *Economy and Society*, n°1, Volume 29, p.111-145.

---

BOYER R. (2001), « Du rapport salarial fordiste à la diversité des relations salariales », *CEPREMAP working paper*, n°0114, <http://ideas.repec.org/p/cpm/cepmap/0114.html>.

BOYER R. (2002), « Variété des capitalismes et théorie de la régulation », *Théorie de la régulation : l'état des savoirs*, La Découverte, Paris.

BOYER R. (2004a), *Une théorie du capitalisme est-elle possible ?* Odile Jacob, Paris

BOYER R. (2004b), *Théorie de la regulation*, La Découverte, Paris.

BOYER R. et Y.SAILLARD (2002), *Théorie de la régulation : l'état des savoirs*, La Découverte, Paris.

BRAINARD et J.TOBIN (1968), "Econometric models: their: problems and usefulness. Pitfalls in financial model building", *American Economic Review*, vol.85, n°2, p.99-122.

BRAINARD et J.TOBIN (1977), "Asset markets and the cost of capital", *Cowles Foundation Paper*, n°440.

BRUNO M. et J. SACHS (1985), *The economics of worldwide stagflation*, Basil Blackwell, Oxford.

CABALLERO R. et M.HAMMOUR (1997), "Jobless growth: appropriability, factor substitution and unemployment", *NBER Working Paper*, n°6221.

CANRY N. (2003), *Les évolutions de la répartition primaire des revenus et leurs effets sur le chômage en France depuis 1970*, thèse de doctorat, université Paris X Nanterre.

CANRY N. (2005), « Régime wage-led, regime profit-led et cycles: un modèle », *Economie appliquée*, tome LVIII, n°1, p.143-163.

CASE K., R.SHILLER, J.QUIGLEY (2001), "Comparing wealth effects: the stock market versus the housing market", *NBER Working Paper*, n°W86.6, Cambridge, MA, Novembre.

CHARLES S. (2003), *Accumulation, répartition et financement : vers une synthèse postkeynésienne*, thèse de doctorat, Université Paris 8 Saint Denis.

---

CHESNAIS F. (1994), *La mondialisation du capital*, Syros, Paris.

CHESNAIS F. (2001), « La théorie du régime d'accumulation financiarisé : contenu, portée et interrogations », *Forum Régulations*, octobre.

CHESNAIS F. (dir.) (2004), *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, La Découverte, Paris.

CHIRINKO R.S. (1993), "Business fixed investment spending: modelling strategies, empirical results, and policy implications", *Journal of Economic Literature*, p.1875-1911.

CLÉVENOT M. et J.MAZIER (2005), "Investment and rate of profit in a financial context: the French case", Working Paper, n°06-2005, décembre, CEPN, [http://www.univ-paris13.fr/CEPN/wp2005\\_06.pdf](http://www.univ-paris13.fr/CEPN/wp2005_06.pdf).

COASE R. (1937), "The nature of the firm", *Economica* 4, p.386-405.

COLLETIS G. (2004), « Evolution du rapport salarial, financiarisation et mondialisation », *Cahiers du GRES*, n°2004-15, juillet.

COMMENDATORE (2003), "On the Post Keynesian Theory of growth and institutional distribution", *Review of political economy*, vol 15, n°2, p.193-209.

CONCIALDI P. (2004), « L'impact des cotisations sociales en question. Une approche économique », *Informations sociales*, n°117, juin.

CONSEIL d'ANALYSE ECONOMIQUE (2007), *Mondialisation : les atouts de la France*, n°71, La Documentation Française, Paris.

CORDONNIER L. (2006), « Le profit sans l'accumulation : la recette du capitalisme gouverné par la finance », *Innovations : Cahiers d'économie de l'innovation*, vol.23, n°1, p.51-72.

CORDONNIER L. (miméo), « L'instabilité du régime d'accumulation dominé par la finance : quand ce sont les capitalistes qui sont « rigides » », miméo.

---

CORIAT B. (1991), *Penser à l'envers. Travail et organisation dans l'entreprise japonaise*, C. Bourgois Éditeur, Paris.

COTIS J.P. et E.RIGNOLS (1998), « Le partage de la valeur ajoutée : quelques enseignements du paradoxe franco-américain », *Revue de l'OFCE*, n°65, p.291-344.

CROTTY J.R. (1990), "Owner-manager conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin and Minsky", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.12, n°4, p.519-542.

DARES (2003), *Les politiques de l'emploi et du marché du travail*, La Découverte, Paris.

DAVIDSON P. (1990), *Money and employment, collected writings of Paul Davidson*, vol.1, Macmillan, Londres.

DE BOISSIEU C. (dir.) (2006), *Les systèmes financiers. Mutations, crises et régulation*, Economica, 2<sup>ème</sup> édition, Paris.

DELAPLACE M. (2006), « L'évolution du système de financement de l'économie en France depuis 1945 », *Cahiers français*, n°331, mars-avril, p.3-9.

DELEPLACE G. (1998), « Keynes et Ricardo sur la macroéconomie et la monnaie », *Cahiers d'économie politique*, n°30-31, p.49-84.

DELEPLACE G. (1999), *Histoire de la pensée économique*, Dunod, Paris.

DELLI GATTI D. et GALLEGATI M. (1990), "Financial instability, income distribution, and the stock market", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.12, n°3, p.356-374.

DELORME R. et C.ANDRÉ (1983), *L'État et l'économie*, Paris, Seuil.

DEPREZ J. et P.D.DALENDINA (1994), "The monetary determinants of (in)stability: some contrasts of Duménil/Lévy and the Post Keynesians", *Review of Radical Political Economy*, vol.26, n°3, p.66-75.

---

DESPLATZ R., S.JAMET, V.PASSERON et F.ROMANS (2003), « La modération salariale en France depuis le début des années 1980 », *Economie et statistique*, n°367, p.39-67.

DOMAR E.D. (1947), « Expansion et emploi », *American Economic Review*, vol.37, mars, traduction in G.Abraham-Frois, *Problématique de la croissance, vol.1 Néo-classiques et néo-keynésiens*, Economica, 1974, p.3-26.

DORE M.H.I. (1984-5), “On the concept of equilibrium”, *Journal of Post Keynesian economics*, hiver, p.193-206.

DORE R. (2000), *Stock market capitalism: welfare capitalism*, Oxford University Press.

DORE R. (2002), “Stock market capitalism vs. welfare capitalism”, *New Political Economy*, vol.7, n°1, p.115-127.

DOS SANTOS C.H. et G.ZEZZA (2004), “A Post-Keynesian consistent macroeconomic growth model: preliminary results”, *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working paper n°402, New York, février.

DOS SANTOS C.H. et G.ZEZZA (2004b), “A Stock-Flow general framework for formal minskyan analyses of closed economies”, *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working paper n°403, New York, février.

DOS SANTOS C.H. et G.ZEZZA (2005), “A Simplified Stock-Flow Consistent Post-Keynesian Growth Model”, *EconWPA*, n° 0402027, <http://129.3.20.41/eps/mac/papers/0402/0402027.pdf>.

DOS SANTOS C.H. et G.ZEZZA (2007), “A Simplified “Benchmark” Stock-flow Consistent (SFC) Post-Keynesian Growth Model”, *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working paper n°503, New York, juin.

DREES (2006), « Les comptes de la protection sociale en 2005 », *Etudes et Résultats*, n°526, octobre.

DUMÉNIL G. et D.LÉVY (1998), *Au-delà du capitalisme ?*, PUF, Paris.

---

DUMÉNIL G. et D.LÉVY (2001), “Costs and benefits of neoliberalism. A class analysis”, *Review of international political economy*, vol.8, n°4, p.578-607.

DUMÉNIL G. et D.LÉVY (2004), « Le néolibéralisme sous hégémonie états-uniennes », in *La finance mondialisée*, Chesnais F. (dir.), La Découverte, Paris .

DUMÉNIL G. et D.LÉVY (2005), “From prosperity to neoliberalism. Europe before and after the structural crisis of the 1970s”, *Document de travail*, <http://www.jourdan.ens.fr/~levy/dle2002d.htm>.

DUMÉNIL G. et D.LÉVY (2006), « La finance capitaliste: rapports de production et rapports de classe », *Document de travail*, <http://www.jourdan.ens.fr/~levy/dle2006c.htm>.

DUTT A.K. (1984), “Stagnation, income distribution and monopoly power”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 8, n°1, p.25-40.

DUTT A.K. (1992), “Rentiers in Post-Keynesian models”, in Arestis P., Chick V. (eds), *Recent development in Post-Keynesian Economics*, Edward Elgar, Aldershot.

ELLIS L. et K.SMITH (2007), “The global upward trend in the profit share”, *BIS working papers*, n°231, juillet, <http://www.bis.org/publ/work231.pdf>.

EPSTEIN G.A. (ed.) (2005), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Nothampton.

FAMA E. (1980), “Agency Problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy*, vol. 88, pp. 288-307.

FAMA E. et M.JENSEN (1983a), “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 301-326.

---

FAMA E. et M.JENSEN (1983b), "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 327-349.

FAMA E. et M.JENSEN (1985), "Organizational Forms and Investment Decisions », *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 101-119.

FAVEREAU O. (1988), « « La théorie générale » : de l'économie conventionnelle à l'économie des conventions », *Cahiers d'économie politique*, n°14-15, p.197-220.

FAVEREAU O. (1988b), "Probability and uncertainty: "after all, Keynes was right" ", *Economies et Sociétés, série PE, Oeconomica*, n°10, octobre, p.133-167.

FERRAI-FILHO F. et O.A. CAMARGO CONCEIÇÃO (2005), "The concept of uncertainty in Post Keynesian theory and in institutional economics", *Journal of Economic Issues*, vol. XXXIX, n°3, septembre.

FREEMAN R.B. (2000), "Single peaked vs. diversified capitalism: the relation between economic institutions and outcome", *NBER working paper series*, n°7556.

FRIEDMAN M. (1962), *Capitalism and freedom*, University of Chicago Press, Chicago.

FRIEDMAN M. (1970), "The social responsibility of business is to increase its profits", *New York Times magazine*, 13 septembre.

FRIOT B. (1999), *Et la cotisation sociale créera l'emploi*, La Dispute, Paris.

FROUD J. et al (2000a), "Restructuring for shareholder value and its implication for labour", *Cambridge Journal of Economics*, n°24, p.771-797.

FROUD, J., HASLAM, C., JOHAL, S. et WILLIAMS, K. (2000b), "Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves", *Economy and Society*, vol. 29, n°1, p.80-110.

FROUD et al (2002), "Financialization and the coupon pool", *Capital and class*, n°78.

---

GADREY J. (1996), *Services : la productivité en question*, Desclée de Brouwer, collection Sociologie économique, Paris.

GODLEY W. et F.CRIPPS (1983), *Macroeconomics*, Fontana, Londres.

GODLEY W. (1996), "Money, finance and national income determination: an integrated approach", *Jerome Levy Institute*, Working Paper n°167, juin.

GODLEY W. (1999), "Money and credit in a Keynesian model of income determination", *Cambridge Journal of Economics*, n°23, p.393-411.

GODLEY W. et M.LAVOIE (2001-02), "Kaleckian models of growth in a coherent stock-flow monetary framework: a Kaldorian view", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.24, n°2, p.101-135.

GODLEY W. et M.LAVOIE (2004), "Feature of a realistic banking system within a post-Keynesian stock-flow consistent model", *communication au Basil Moore Festschrift conference*, Stellenbosch University, Afrique du Sud.

GODLEY W. et M.LAVOIE (2007), *Monetary Economics. An integrated approach to credit, money, income, production and wealth*, Palgrave MacMillan, New York.

GOODWIN R.M. (1967), "A growth cycle", in *Capitalism and economic growth*, C.H. Feinstein (ed.), Cambridge University Press, p.54-58.

GOYEAU D. et A. TARAZI (2006), « Concurrence et mutations des marchés financiers en Europe », *Cahiers français*, n°331, mars-avril, p.17-25.

GRÉAU J.L. (1998), *Le capitalisme malade de sa finance*, Gallimard, Mesnil-sur-l'Estrée.

GRÉAU J.L. (2005), *L'avenir du capitalisme*, Gallimard, Mesnil-sur-l'Estrée.

GUILLEN M. (2000), "Corporate governance and globalisation: is there convergence across countries?", mimeo, Wharton school et Département de sociologie, Université de Pennsylvanie.

---

HARROD R. (1948), *Towards a dynamic economics*, MacMillan, Londres.

HEIN E. et OCHSEN C. (2003), “Regimes of interest rates, income shares, savings and investment: a kaleckian model and empirical estimations for some advanced OECD economies”, *Metroeconomica*, vol 4, n°54, p.404-433.

HEIN E. et T.VAN TREECK (2007), “ “Financialisation” in Kaleckian/Post-Kaleckian models of distribution and growth”, *IMK, Hans Böckler Stiftung*, Working Paper, n°7/2007.

HEIN E. et L.VOGEL (2007a), “Distribution and growth in France and Germany – single equation estimations and model simulations based on the Bhaduri/Marglin model”, *IMK, Hans Böckler Stiftung*, Working Paper, n°4/2007.

HEIN E. et L.VOGEL (2007b), “Distribution and growth reconsidered – empirical results for Austria, France, Germany, the Netherlands, the UK and the USA”, *IMK, Hans Böckler Stiftung*, Working Paper, n°3/2007, [http://www.boeckler.de/pdf/p\\_imk\\_wp\\_03\\_2007.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_03_2007.pdf).

HEWITSON G. (2003), “Banking”, in J.E. King (ed.), *The Elgar Companion to Post Keynesian economics*, Edward Elgar, Cheltenham, p.20-24.

HOANG-NGOC L. (1996), *Salaires et emploi : une critique de la pensée unique*, Syros, Paris.

HOANG-NGOC L. (1998), *La facture sociale. Sommes-nous condamnés au libéralisme ?*, Arléa, Paris.

HOANG-NGOC L. (2000), *Les politiques de l'emploi*, Seuil, Paris.

HOANG-NGOC L. (2002), « Fondements macroéconomiques et sélection des institutions dans les systèmes économiques modernes », *Economie et société*, série Socio-économie du travail, n°8, p.1269-1296.

HOANG-NGOC L. (2005), *Refermons la parenthèse libérale !*, La Dispute, Paris.

HOANG-NGOC L. (2007), *Le fabuleux destin de la courbe de Phillips*, Septentrion, Villeneuve-d'Ascq.

---

HOANG-NGOC L. (2007 b), *Vive l'impôt*, Grasset, Paris.

HOANG-NGOC L. et B.TINEL (2005), « La régulation du « nouveau capitalisme ». Analyses positives et recommandations normatives comparées », *Economie Appliquée*, tome LVIII, n°1, p.33-57.

HOANG-NGOC L. et B.TINEL (2006), « Sommes-nous sortis de l'Etat social ? », colloque Etat et Régulation sociale, 11-13 septembre, Paris.

HOURIEZ J.M. (2003), « Des ménages modestes aux ménages aisés : des sources de revenus différentes », *INSEE Première*, n°916, août.

HUFFSCHMID J. (2007), "From finance for investment to financial investment. Background and consequences of the new role of financial markets and investors in developed economies", communication au *11th Research Network Macroeconomic Policies: Finance-led capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Berlin, 26-27 octobre.

HUSSON M. (2005), « Finance, hyper-concurrence et reproduction », séminaire d'études marxistes, 17 février, mimeo.

INSEE (2005), « France, portrait social », *Dossier de presse*, Edition 2005-2006, 10 novembre.

IRES (2005), *Les mutations de l'emploi en France*, La Découverte, Paris.

JAYADEV A. et G.EPSTEIN (2007), "The correlates of rentier returns in OECD countries", *Political Economy Research Institute*, Working Paper, n°123, janvier.

JEANTET T. (2006), *Economie sociale, la solidarité au défi de l'efficacité*, La Documentation Française, Paris.

JENSEN M.C. et MECKLING W.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency Costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.

---

JENSEN M.C. (1983), "Organization theory and methodology", *Accounting Review*, vol. 58, pp. 319-339.

JENSEN M.C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.

KALDOR (1955-56), "Alternative theories of distribution", *The review of economic studies*, vol.23, n°2, p.83-100.

KALDOR N. (1966), "Marginal productivity and the macro-economic theories of growth and distribution", *Review of Economic Studies*, Octobre, n°33, p.309-319.

KALDOR N. (1985), *Le fléau du monétarisme*, Economica.

KALECKI M. (1938), "The determinants of distribution of the national income", in Kalecki (1990).

KALECKI M. (1939), "Money and real wages", in Kalecki (1990).

KALECKI M. (1942), "A theory of profits", *The Economic Journal*, n°52, p.258-267.

KALECKI M. (1944), "Three Ways to full employment", in Kalecki (1990).

KALECKI M. (1965), *Théorie de la dynamique économique*, Gauthier Villars, Paris.

KALECKI M. (1971), "Class struggle and distribution of national income", in Kalecki (1990).

KALECKI M. (1990), *Collected works of Michal Kalecki*, volume 1, Osiatynski J. (ed) Clarendon Press, Oxford.

KEYNES J.M. (1930), *A treatise on money*, Harcourt, New York.

KEYNES J.M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot édition 1969, Lonrai.

---

KEYNES J.M. (1937), "Alternative theories of the rate of interest", *The Economic Journal*, vol.47, n°186, juin, p.241-252.

KEYNES J.M. (1937b), "The general theory of employment", *The quarterly journal of economics*, février, vol.51, n°2, p.209-223.

KLEIN B. (1983), "Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 367-374.

KLEIN B., R.CRAWFORD et A.ALCHIAN (1978), " Vertical Integration, appropriable rents and the competitive contracting process", *Journal of Law and Economics*, vol. 21, pp. 297-326.

KONTCHOU H. et F.BRUNET (2000), « Baisse du sous-emploi, après 8 ans de hausse », *INSEE Première*, n°693, janvier.

KREGEL J. (1976), "Economic methodology in the face of uncertainty: the modelling methods of Keynes and the Post-Keynesians", *The Economic Journal*, Vol.86, n°342, p.209-225.

KREGEL J. (1988), "Natural and warranted rates of growth", in *Palgrave dictionary of economics*, Eatwell J., M.Milgate et P.Newman (ed.), Macmillan, Londres, p.600-602.

LANDAIS C. (2007), « Les hauts revenus en France (1998-2006) : une explosion des inégalités ? », Mimeo, Ecole d'Economie de Paris.

LAVOIE M. (1987), *Macroéconomie, théorie et controverses postkeynésiennes*, Dunod, Paris.

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

LAVOIE M. (1995), "Interest rates in Post-Keynesian models of growth and distribution", *Metroeconomica*, n°46, p.146-177.

LAVOIE M. (1995), "The Kaleckian model of growth and distribution and its neo-Ricardian and neo-Marxian critiques", *Cambridge Journal of Economics*, vol.19, n°6, p.789-818.

---

LAVOIE M. (2001), "Endogenous money in a coherent Stock-Flow framework", communication au *Monetary foundations of macroeconomic policy: old puzzles and new issues*, Berlin, 23-25 mars.

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

LAVOIE M. (2005), «Les théories hétérodoxes ont-elles quelque chose en commun? Un point de vue postkeynésien», *Économies et Sociétés*, série *Oeconomica*, vol.39, n°6, Juin 2005, p.1091-1124.

LAVOIE M. (2006), "Cadrisme within a Kaleckian Model of Growth and Distribution", *ROBINSON Working Paper*, n°06-05, Université d'Ottawa.

LAVOIE M. (2007), "Financialisation issues in a Post-Keynesian Stock-Flow consistent model", communication au *11th Research Network Macroeconomic Policies: Finance-led capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Berlin, 26-27 octobre.

LAVOIE M., G.RODRÍGUEZ et M.SECCARECCIA (2004), "Similitudes and Discrepancies in Post-Keynesian and Marxist Theories of Investment: A Theoretical and Empirical Investigation", *International Review of Applied Economics*, vol.18, n°2, p.127-149.

LAZONICK W. et M.O'SULLIVAN (2000), "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance", *Economy and Society*, n°1, vol. 29, p.13-35.

LEBORGNE D. et A.LIPIETZ (1991), « Restructurations économique et territoire », *Espace et sociétés*, n°66-67.

LE HÉRON E. (2006), "Liquidity preference and endogenous money: a reconciliation in Post-Keynesian stock-flow consistent model", *communication à la 9ème conférence Post Keynésienne*, Kansas City.

LESTER R. (1962), *The economics of unemployment compensation*, Princeton.

LEVINE R. (2003), "More on finance and growth: more finance, more growth?", *Review of the Federal Reserve Bank of St.Louis*, juillet-août, p.31-46.

---

LEVINE R. (2005), "Finance and growth: theory and evidence", in Aghion P. et S.Durlauf (eds.), *Handbook of economic growth*, Elsevier, p.866-934.

LIPIETZ A. (1982), « Derrière la crise : la tendance à la baisse du taux de profit », *Revue économique*, vol.33, n°2, p.197-232.

LORDON F. (1997), *Les quadratures de la politique économique*, Albin Michel, Paris.

MACHLUP F. (1963), *Essays on Economic semantics*, Miller M.H. et N.J. Englewood Cliffs (ed.), Prentice-Hall.

MARCHAL J. et J.LECAILLON (1970), *La répartition du revenu national*, Génin, Paris.

MARX K. (1867), *Le capital, Livre 1*, Garnier-Flammarion, édition de 1967, Paris.

MINSKY H.P. (1964), "Longer waves in financial relations: financial factors in the more severe depressions", *The American Economic Review*, vol.54, n°3, pp.324-335.

MINSKY H.P. (1980), "Capitalist financial processes and the instability of capitalism", *Journal of economic issues*, vol.XIV, n°2, juin, p.505-523.

MINSKY H.P. (1992), "The financial instability hypothesis", *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working paper n°74, New York.

MODIGLIANI F. et M.H.MILLER (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, vol.48, n°3, juin, p.261-297.

MONNIER J.-M. et B.TINEL (2006), « Endettement public et redistribution en France de 1980 à 2004 », in Pellet R. (ed.), *Finances publiques et redistribution sociale*, Economica, Paris, p.329-350.

MONTAGNE S. (2006), *Les fonds de pension entre protection sociale et spéculation financière*, Odile Jacob, Paris.

---

MOORE B.J. (1975), "Equities, capital gains, and the role of finance in accumulation", *The American Economic Review*, vol.65, n°5, p.872-886.

MORAN J. (1999), "The dynamics of class politics and national economies in globalisation: the marginalisation of the unacceptable", *Capital and class*, n°66, automne, p.53-83.

MOHRS (2007), "Financialisation and unemployment in the euro area: a kaleckian perspective", communication au *11th Research Network Macroeconomic Policies: Finance-led capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Berlin, 26-27 octobre.

MORIN F. (2006), *Le nouveau mur de l'argent, essai sur la finance globalisée*, Seuil, Paris.

MOSS S.J. (1978), "The post-Keynesian theory of income distribution in the corporate economy", *Australian Economic Papers*, vol.17, n°31, décembre, p.303-322.

MOTT T. et E.SLATTERY (1994), "The influence of changes in income distribution on aggregate demand in a Kaleckian model: stagnation vs. exhilaration reconsidered", in P.Davidson et J.A.Kregel (eds.), *Employment, growth and finance*, Edward Elgar, Aldershot, p.69-82.

MOUAKIL T. (2006), *Instabilité financière et méthode stock-flux : analyse critique de l'hypothèse de Minsky*, thèse de doctorat, Université Montesquieu Bordeaux 4.

NAASTEPAD C.W.M. et S.STORM (2006-7), "OECD demand regimes (1960-2000)", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.29, n°2, p.211-246.

ORLÉAN A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.

ORLÉAN A. (1988), « L'auto-référence dans la théorie keynésienne de la spéculation », *Cahiers d'économie politique*, n°14-15, p.229-242.

ORLÉAN A. (1987), « Anticipations et conventions en situation d'incertitude », *Cahiers d'économie politique*, n°13, p.153-172.

---

PALLEY T.I. (2007), "Financialization: what it is and why it matters", *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working paper n°525, New York, décembre.

PAPADIMITRIOU D.B. et L. RANDALL WRAY (2001), "Minsky's analysis of financial capitalism", in *Bellofiore R. et P.Ferri* (ed.), Edward Elgar, Cheltenham.

PASINETTI L. (1962), "Rate of profit and income distribution in relation to the rate of economic growth", *The review of economic studies*, vol. 29, n°4, p.267-279.

PASINETTI L.L. (2005), "The Cambridge School of Keynesian Economics", *Cambridge Journal of Economics*, vol.29, n°6, novembre, p.837-848.

PERRAUDIN C., N.THÉVENOT, B.TINEL et J.VALENTIN (2006), « Sous-traitance dans l'industrie et ineffectivité du droit du travail : une analyse économique », *Economie et Institutions*, n°9, 2<sup>ème</sup> semestre.

PETIT H., C.PERRAUDIN, N.THÉVENOT, A.REBÉRIOUX et J.VALENTIN (2006), *L'autonomie des établissements en matière de gestion de l'emploi : une hypothèse à revoir ?*, rapport dans le cadre de la convention d'étude sur l'Enquête REPONSE, pour le compte de la DARES, sous la direction de H. PETIT, décembre.

PETIT P. (1998), « Formes structurelles et régimes de croissance de l'après-fordisme », *L'année de la régulation*, vol.2, La Découverte, Paris, p.169-196.

PICART C. (2004), « Evaluer la rentabilité des sociétés non financières », *Economie et statistique*, n°372, p.89-116.

PLIHON D. (1995), « Liquidité et investissement. Une lecture keynésienne des mutations financières récentes et de leurs conséquences », *Economies et sociétés*, HS n°33, novembre, p.57-91.

PLIHON D. (1998), *Les banques : nouveaux enjeux, nouvelles stratégies*, La documentation française, Paris.

---

PLIHON D. (2000), « L'économie de fonds propres : un régime d'accumulation financière », in *Les pièges de la finance mondiale*, Chesnais F. et D. Plihon (coord.), Syros, Paris, p.17-37.

PLIHON D. (dir.) (2002), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, Commissariat général du plan, La Documentation française, Paris.

PLIHON D. (2003), *Le nouveau capitalisme*, La Découverte, Paris.

POTERBA J.M. (2000), « Stock market wealth and consumption », *Journal of Economics Perspectives*, vol.14, n°2, p.99-118.

POUGET J. (2005), « Primes, participation et intéressement dans le secteur privé », *Insee Première*, n°1022, juin.

PRIGENT C. (1999), « La part des salaires dans la valeur ajoutée en France : une approche économique », *Economie et Statistiques*, n°323, p.73-94.

RAJAN R.G. et L.ZINGALES (2000), "The governance of the new enterprise", *NBER Working Paper*, n°7958, octobre.

RAJAN R.G. et L.ZINGALES (2001), "The influence of the financial revolution on the nature of the firm", *American Economic Review*, vol.91, n°2.

RAMAUX C. (2006), *Emploi: éloge de la stabilité. L'Etat social contre la flexicurité*, Mille et une nuits, Paris.

REBÉRIOUX A. (2001), « Valeur actionnariale versus démocratie industrielle : une approche cognitive de la gouvernance d'entreprise », in *Régimes de gouvernance d'entreprise : différences nationales et stratégies d'entreprise*, Aglietta M. (dir.), Appel d'offres « Gouvernement d'entreprise », Commissariat Général du Plan, Projet n°16, septembre.

REBÉRIOUX A. (2002), *Gouvernance d'entreprise et théorie de la firme. De la valeur actionnariale à la citoyenneté industrielle*, thèse de doctorat, Université de Paris X – Nanterre.

---

RICARDO D. (1821), *Des principes de l'économie politique et de l'impôt*, Garnier-Flammarion, édition de 1992, Paris.

ROBINSON J. (1962), *Essays in the Theory of Economic Growth*, Macmillan, Londres.

ROWTHORN R. (1981), "Demand, real wages and economic growth", *Thames Papers in Political Economy*, Automne, p.1-39.

ROWTHORN R. (1999), "Unemployment, wage bargaining and capital-labour substitution", *Cambridge Journal of Economics*, vol.23, n°4, p.413-425.

SCIALOM L. (2006), « Le paysage bancaire et ses mutations », *Cahiers français*, n°331, mars-avril, p.11-16.

SECCARECCIA M. (1991), "An alternative to labour-market orthodoxy: the post-Keynesian / institutionalist policy view", *Review of political economy*, vol.3, n°1, p.43-61.

De SERRES A., SCARPETTA S. et de la MAISONNEUVE C. (2002), "Sectoral shifts in Europe and the United States : how they affect aggregate labour share and the properties of wage equations", *OCDE ECO/WKP(2002)*, n°12.

SETTERFIELD M. (1997), "Should economists dispense with the notion of equilibrium?", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.20, n°1, p.47-77.

SETTERFIELD M. (1999), "Expectations, path dependence and effective demand: a macroeconomic model along Keynesian lines", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.21, n°3, p.479-501.

SHACKLE G.L.S. (1972), *Epistemics and Economics*, Cambridge.

SHINN J. (2001), "Private profit or public purpose? Shallow convergence on the shareholder model", papier présenté à la discussion sur "Varieties of Capitalism", Chapel Hill, Université de Caroline du Nord.

---

SKOTT P. (1989), "Effective demand, class struggle and cyclical growth", *International Economic Review*, Vol.30, n°1, février, p.231-247.

SKOTT P. et S.RYOO (2007), "Macroeconomic implications of financialization", communication au *11th Research Network Macroeconomic Policies: Finance-led capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Berlin, 26-27 octobre.

SMITHIN J. (1996), *Macroeconomic policy and the future of capitalism*, Edward Elgar, Cheltenham.

STEIN J.C. (1988), "Takeover threats and managerial myopia", *Journal of Political Economy*, n°96, p.61-80.

STEINDL J. (1952), *Maturity and stagnation in American capitalism*, Blackwell, Oxford.

STERDYNIAK H. (2006), « Quelle marge de manœuvre pour la politique économique ? L'exemple français », *Cahiers français*, n°335, novembre - décembre, p.55-62.

STOCKHAMMER E. (1999), "Robinsonian and kaleckien growth. An update on post-Keynesian growth theories", *Working paper*, n°67, octobre, Université de Vienne.

STOCKHAMMER E. (2004a), *The rise of unemployment in Europe, a Keynesian approach*, Edward Elgar, Cheltenham.

STOCKHAMMER E. (2004b), "Financialization and the slowdown of accumulation", *Cambridge journal of economics*, vol. 28, n°5, p.719-741.

STOCKHAMMER E. (2005-6), "Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle", *Journal of Post Keynesian economics*, vol 28, n°2, p.193-215, hiver.

STOCKHAMMER E. (2007), "Some stylised facts on the finance-dominated accumulation regime", *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts, Working Paper Series, n°142, Juillet.

---

STOCKHAMMER E. et O.ONARAN (2004), "Accumulation, distribution and employment: a structural VAR approach to a Kaleckian macro model", *Structural change and economic dynamics*, n°15, p.421-447.

STOCKHAMMER E., O.ONARAN et S.EDERER (2007), "Functional income distribution and aggregate demand in the Euro area", *Vienna University of Economics and Business Administration*, Economics Working Papers, n°102.

SYLVAIN A. (1998), « Le partage de la valeur ajoutée », *Economie internationale*, n°75, p.75-89.

TAYLOR L. (1985), "A stagnationist model of economic growth", *Cambridge journal of economics*, vol. 9, n°4, p.383-403.

TAYLOR L. (1991), *Income distribution, inflation and growth*, MIT Press, Cambridge.

TAYLOR L. (2004), *Reconstructing macroeconomics: Structuralist Proposals and Critiques of the Mainstream*, Harvard University Press.

THÉVENOT N. et J.VALENTIN (2003), « Sous-traitance et précarité de l'emploi : une analyse empirique », communication au Forum de la Régulation, Recherche et Régulation, Paris, 9 et 10 octobre.

THÉVENOT N. et J.VALENTIN (2005), « La sous-traitance comme alternative au contrat de travail : une évaluation empirique pour la France 1984-2000 », *Economie Appliquée*, tome LVIII n°3, pp.51-79.

TINEL B. (2004a), « Que reste-t-il de la contribution d'Alchian et Demsetz à la théorie de l'entreprise ? », *Cahiers d'Economie Politique*, n° 46, p.67-89.

TINEL B. (2004b), *A quoi servent les patrons ? Marglin et les radicaux américains*, ENS Editions.

TOBIN J. (1969), "A general equilibrium approach to monetary theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.1n °1, p.15-29.

---

TOBIN J. (1982), "Money and finance in the macroeconomic process", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.14, n°2, mai, p.171-204.

VAN TREECK T. (2007a), "Reconsidering the Investment-Profit Nexus in Finance-Led Economies: an ARDL-Based Approach", *IMK Working Paper*, Hans Böckler Stiftung, n°01/2007, [http://www.boeckler.de/pdf/p\\_imk\\_wp\\_01\\_2007.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_01_2007.pdf).

VAN TREECK T. (2007b), "A synthetic, stock-flow consistent macroeconomic model of financialisation", *IMK Working Paper*, Hans Böckler Stiftung, n°06/2007.

VERCELLONE C. (2007), « La nouvelle articulation salaire, profit, rente dans le capitalisme cognitif », *European Journal of Social Systems*, vol.20, n°1/2007, p.45-64.

VILLIEU P. (2000), *Macroéconomie – L'investissement*, La Découverte, Paris.

VOLOVITCH P. (2001), « L'évolution des ressources de la protection sociale (1959-1999) », *Revue de l'IRES*, n°37, 2001/3, p.3-29.

WATSON M. (1999), "Rethinking capital mobility, re-regulating financial markets", *New political economy*, vol. 4, n°1.

WILLIAMS K. (2000), "From shareholder value to present-day capitalism", *Economy and Society*, vol.29, n°1, février, p.1-12.

WILLIAMSON O.E. (1979), "Transaction-Cost economics: the governance of contractual relation", *Journal of Law and Economics*, vol.22, n°2, octobre, p.233-264.

WILLIAMSON O.E. (1985), *The economic institutions of capitalism*, Basic Books, New York.

WOLFSON M.H. (1996), "A Post Keynesian theory of credit rationing", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.18, n°3, p.443-470.

## LISTE DES SCHÉMAS, GRAPHIQUES, TABLEAUX ET ENCADRÉS

---

<b>Graphique 1.1 :</b> Actifs des fonds d'investissement français en millions d'euros, encours en fin de période .....	29
<b>Graphique 1.2 :</b> Indice des cours des actions .....	29
<b>Graphique 1.3 :</b> Evolution du CAC40.....	30
<b>Graphique 1.4 :</b> Taux d'intermédiation financière en %.....	32
<b>Graphique 1.5 :</b> Composition en % du taux d'intermédiation au sens large.....	33
<b>Graphique 1.6 :</b> Part des actions et titres d'OPC dans le bilan des institutions financières.....	34
<b>Graphique 2.1 :</b> Taux d'autofinancement des SNF .....	43
<b>Graphique 2.2 :</b> Part de l'épargne brute dans la valeur ajoutée brute des SNF.....	44
<b>Graphique 2.3 :</b> Capacité (+) et besoin (-) de financement des SNF en % de la VAB .....	44
<b>Graphique 2.4 :</b> Endettement rapporté à la valeur ajoutée brute des SNF .....	45
<b>Graphique 2.5 :</b> Décomposition de l'évolution des crédits nets des SNF (en %) .....	46
<b>Graphique 2.6 :</b> Evolution des actions et titres au passif, au passif net et à l'actif rapportés au total des actifs non financiers (en %), en valeur .....	47
<b>Graphique 2.7 :</b> Evolution des actions et titres au passif, à l'actif et au passif net rapportés au total des actifs non financiers (en %), en volume au prix de 1977 .....	49
<b>Graphique 2.8 :</b> Evolution des flux d'émissions et d'achats d'actions et de titres, ainsi que des flux nets, en % du total des opérations financières .....	50
<b>Graphique 2.9 :</b> Ratio q de Tobin (Actions et titres OPCVM au passif rapportés aux fonds propres) 51	
<b>Graphique 2.10 :</b> Taux d'investissement brut des SNF.....	53
<b>Graphique 2.11 :</b> Taux d'accumulation net des SNF .....	54
<b>Graphique 2.12 :</b> Part des actifs financiers dans le total des actifs des SNF.....	55
<b>Graphique 2.13 :</b> Structure des actifs financiers des SNF.....	55

<b>Graphique 2.14</b> : Taux de marge des SNF .....	57
<b>Graphique 2.15</b> : Taux de marge des SNF et taux d'accumulation : des évolutions divergentes	58
<b>Graphique 2.16</b> : Taux d'utilisation des capacités productives et taux d'accumulation .....	59
<b>Graphique 2.17</b> : Part de la FBCF sur l'excédent brut d'exploitation des SNF .....	59
<b>Graphique 2.18</b> : FBCF rapporté aux dividendes distribués pour les SNF de 1959 à 2006 .....	61
<b>Graphique 2.19</b> : Revenus distribués par les SNF rapportés à l'EBE, de 1959 à 2006 .....	61
<b>Graphique 2.20</b> : Dividendes nets distribués par les SNF en pourcentage de leur profit après impôts (RDB + dividendes nets versés) .....	62
<b>Graphique 2.21</b> : Intérêts et dividendes versés par les SNF en pourcentage de leur profit après impôts (RDB + dividendes + intérêts) .....	63
<b>Graphique 2.22</b> : Intérêts nets et dividendes nets versés par les SNF en pourcentage de leur profit après impôts.....	64
<b>Graphique 2.23</b> : Rentabilité économique des SNF selon différents calculs de 1978 à 2006 en France	66
<b>Graphique 2.24</b> : Décomposition de la rentabilité économique des SNF .....	67
<b>Graphique 2.25</b> : Décomposition de la rentabilité économique brute des SNF .....	67
<b>Graphique 2.26</b> : Calcul de la rentabilité économique corrigée des revalorisations du compte de patrimoine	68
<b>Graphique 2.27</b> : Profitabilité pour les actionnaires.....	69
<b>Graphique 2.28</b> : ROE des SNF du CAC40 .....	70
<b>Encadré 2.1</b> : Les évaluations de la rentabilité économique et financière à partir de la comptabilité nationale et de la comptabilité d'entreprise .....	71
<b>Graphique 2.29</b> : Part de la rémunération salariale dans les SNF .....	75
<b>Graphique 2.30</b> : L'accroissement du taux de chômage .....	75
<b>Graphique 2.31</b> : Taux de croissance de la consommation, de l'investissement et du PIB, en termes réels.....	76
<b>Graphique 2.32</b> : Part des revenus du capital dans le RDB des ménages .....	78
<b>Graphique 2.33</b> : Composition des revenus déclarés avec plus-value de différents fractiles de revenus (2005).....	79
<b>Graphique 2.34</b> : Part du RDB hors EBE (après impôt) des ménages dans le PIB (en %).....	80

<b>Graphique 2.35</b> : Evolution du taux d'épargne des ménages en pourcentage entre 1959 et 2006 en France	81
<b>Graphique 2.36</b> : Evolution des dépenses des administrations publiques (APU) en % du PIB en France de 1959 à 2006	94
<b>Graphique 2.37</b> : Evolution de la structure des dépenses des APU en % en France de 1959 à 2006	95
<b>Graphique 2.38</b> : Part de la FBCF et des intérêts dans le total des dépenses des APU en % en France de 1959 à 2006	96
<b>Graphique 2.39</b> : Endettement des APU en % du PIB de 1978 à 2006 en France	96
<b>Graphique 2.40</b> : Taux de socialisation du revenu des ménages en pourcentage de 1959 à 2006	99
<b>Graphique 2.41</b> : Taux de redistribution sociale et prestations sociales en pourcentage du PIB de 1959 à 2006	100
<b>Graphique 2.42</b> : Cotisations sociales en pourcentage du PIB de 1959 à 2006	101
<b>Graphique 2.43</b> : Taux de cotisation des employeurs, pour les SNF, et des salariés rapportés à la rémunération des salariés, de 1959 à 2006	102
<b>Graphique 2.44</b> : Part des cotisations à la charge des salariés et des employeurs dans le total des cotisations sociales de 1959 à 2006	103
<b>Graphique 2.45</b> : Part des impôts sur le revenu des ménages dans les revenus primaires de 1959 à 2006	104
<b>Graphique 2.46</b> : Taux de prélèvements obligatoires des SNF et part des prélèvements obligatoires dans le revenu primaire des ménages de 1959 à 2006	105
<b>Graphique 2.47</b> : Taux de prélèvements obligatoires des ménages et part des cotisations sociales effectives à la charge des employeurs des SNF dans leur VAB de 1959 à 2006	106
<b>Schéma 3-1</b> : De l'émergence d'un mode de régulation à sa crise structurelle	155
<b>Tableau 4. 1</b> : Typologie des modèles postkeynésiens de répartition	179
<b>Tableau 4. 2</b> : Typologie des régimes de demande d'une économie financiarisée	207
<b>Tableau 5.1</b> : Matrice des flux	228
<b>Schéma 5.1</b> : Matrice des flux	229
<b>Tableau 5.2</b> : Matrice des bilans	230

---

<b>Tableau 5.3 :</b> Une représentation alternative des profits dans la matrice des flux.....	233
<b>Schéma 5.2 :</b> La chronologie de la répartition .....	253
<b>Schéma 5.3 :</b> Les principaux enchaînements macroéconomiques d'une économie financiarisée .....	256
<b>Graphique 6.1 :</b> Baisse du taux de croissance, du taux d'accumulation, du taux d'utilisation et du taux de profit après une hausse des normes de rentabilité financière exigées .....	271
<b>Graphique 6.2 :</b> Accroissement du taux de marge et recul de la part des salaires consécutifs à une hausse des normes de rentabilité financière exigées .....	271
<b>Graphique 6.3 :</b> Accroissement du taux de chômage et diminution du taux de rendement des titres à la suite d'une hausse des normes de rentabilité financière exigées.....	272
<b>Graphique 6.4 :</b> Diminution des dividendes distribués et des gains en capitaux après une hausse des normes de rentabilité financière exigées.....	273
<b>Graphique 6.5 :</b> Hausse du taux d'endettement des entreprises consécutive à une hausse des normes de rentabilité financière exigées .....	273
<b>Graphique 6.6 :</b> Ralentissement de l'activité économique à la suite d'une hausse de la part de l'investissement financée par émission de titres .....	276
<b>Graphique 6.7 :</b> Ralentissement du prix des titres et de la consommation des actionnaires après une hausse de la part de l'investissement financée par émission de titres .....	276
<b>Graphique 6.8 :</b> Réduction du taux de rendement des titres après une hausse de la part de l'investissement financée par émission de titres .....	277
<b>Graphique 6.9 :</b> Accroissement du taux de marge et baisse de la part des salaires après une hausse de la part de l'investissement financée par émission de titres.....	278
<b>Graphique 6.10 :</b> Réduction du taux d'endettement consécutive à une hausse de la part de l'investissement financée par émission de titres .....	278
<b>Graphique 6.11 :</b> Relance de l'activité économique à la suite d'une hausse du taux de distribution des dividendes.....	280
<b>Graphique 6.12 :</b> Hausse du taux de rendement des titres et baisse du taux de chômage après une hausse du taux de distribution des dividendes .....	280
<b>Graphique 6.13 :</b> Réduction du taux de marge et hausse de la part des salaires à la suite d'une hausse du taux de distribution des dividendes .....	281

---

<b>Graphique 6.14 :</b> Réduction du taux d'endettement après une hausse du taux de distribution des dividendes	282
<b>Graphique 6.15 :</b> Relance de l'activité économique et paradoxe de l'épargne à la suite d'une hausse de la propension à consommer des ménages actionnaires.....	284
<b>Graphique 6.16 :</b> Hausse des dividendes versés et du prix des titres après une hausse de la propension à consommer des ménages actionnaires .....	284
<b>Graphique 6.17 :</b> Accroissement du taux de rendement des titres consécutif à une hausse de la propension à consommer des ménages actionnaires .....	285
<b>Graphique 6.18 :</b> Réduction du taux de marge et hausse de la part des salaires suite à une hausse de la propension à consommer des ménages actionnaires .....	285
<b>Graphique 6.19 :</b> Relance de l'activité économique à court terme suite à une baisse de la préférence pour la liquidité des ménages actionnaires.....	287
<b>Graphique 6.20 :</b> Hausse du taux de rendement des titres après une baisse de la préférence pour la liquidité des ménages actionnaires .....	287
<b>Graphique 6.21 :</b> Recul du taux de marge et hausse de la part des salaires à court terme à la suite d'une baisse de la préférence pour la liquidité des ménages actionnaires .....	288
<b>Graphique 6.22 :</b> Recul de l'endettement et hausse des dividendes distribués et du prix des titres consécutifs à une baisse de la préférence pour la liquidité des ménages actionnaires.....	289
<b>Tableau 7.1 :</b> Matrice des flux avec prélèvements et prestations sociales .....	301
<b>Graphique 7.1 :</b> Effets sur les taux de croissance, d'accumulation, d'utilisation et de profit d'un accroissement des prélèvements effectués sur le revenu des actionnaires.....	302
<b>Graphique 7.2 :</b> Effets sur les taux rendement des titres, le taux de chômage, et la répartition des revenus d'un accroissement des prélèvements sur le revenu des actionnaires .....	303
<b>Graphique 7.3 :</b> Effets sur les taux de croissance, d'accumulation, d'utilisation et de profit de prélèvements effectués sur les profits des entreprises.....	305
<b>Graphique 7.4 :</b> Effets sur le taux de rendement des titres et le taux de chômage, le taux de marge et la part des salaires, de prélèvements effectués sur les profits des entreprises...	305
<b>Graphique 7.5 :</b> Effets sur les taux de croissance, d'accumulation, d'utilisation et de profit de prélèvements effectués sur les dividendes distribués par les entreprises .....	308

---

<b>Graphique 7.6 :</b> Effets sur les taux rendement des titres, le taux de chômage, et la répartition des revenus, de prélèvements sur les dividendes distribués par les entreprises .....	309
<b>Tableau 7.2 :</b> Matrice des flux avec endettement de l'Etat et dépenses publiques .....	312
<b>Graphique 7.7 :</b> Accroissement des dépenses publiques et relance de l'activité économique.	314
<b>Graphique 7.8 :</b> Réduction de la part du déficit public dans le PIB suite à une relance par les dépenses publiques.....	315
<b>Figure 1 :</b> Vérification de l'équation manquante du modèle du chapitre 5 .....	331
<b>Figure 2 :</b> Tableau des valeurs de l'équation manquante.....	332
<b>Figure 3 :</b> Vérification de l'équation manquante du modèle du chapitre 7.....	336
<b>Figure 4 :</b> Effets du financement avec accroissement des prélèvements sur le revenu des actionnaires.....	337
<b>Figure 5 :</b> Effets du financement avec accroissement des prélèvements sur les profits des entreprises.....	338
<b>Figure 6 :</b> Effets du financement avec accroissement des prélèvements sur les dividendes distribués .....	339
<b>Figure 7 :</b> Modification des modalités de financement avec un accroissement des prélèvements sur les revenus des ménages actionnaires .....	340
<b>Figure 8 :</b> Modification des modalités de financement avec un accroissement des prélèvements sur les profits des entreprises .....	341
<b>Figure 9 :</b> Modification des modalités de financement avec un accroissement des prélèvements sur les dividendes distribués.....	342

# TABLE DES MATIÈRES

---

<b>INTRODUCTION GÉNÉRALE</b> .....	1
Le contexte institutionnel et empirique .....	1
Le cadre théorique de référence .....	6
Approche adoptée et étapes de l'analyse.....	8
Plan de la thèse.....	14
<b>Chapitre I. Réformes institutionnelles et financiarisation</b> .....	21
<b>1. De l'encadrement du crédit à la libéralisation financière</b> .....	22
1.1. La France des Trente Glorieuses : un système financier reposant sur l'Etat et le secteur bancaire .....	22
1.2. Les années 1980 et 1990 : réformes institutionnelles et développement des marchés financiers .....	24
1.2.1. L'ouverture du marché monétaire .....	24
1.2.2. Construction européenne et essor des marchés financiers .....	25
1.3. Une capitalisation boursière croissante et des cours en forte hausse .....	27
1.4. Une réorientation des activités des banques.....	31
<b>2. Privatisations, influence croissante des investisseurs institutionnels et évolution de la     gouvernance des entreprises</b> .....	34
2.1. Des spécificités institutionnelles qui s'estompent avec les privatisations .....	34
2.2. Une influence croissante des investisseurs institutionnels et des principes de « gouvernance d'entreprise » .....	37
<b>Conclusion</b> .....	39

---

<b>Chapitre II. La France des années 1990 : les effets de ces réformes sur le reste de l'économie</b> .....	41
<b>1. Transformation des modalités de financement des entreprises</b> .....	42
1.1. La montée du taux d'autofinancement et des capacités de financement.....	43
1.2. Recul de l'endettement et accroissement des émissions d'actions .....	45
<b>2. Ralentissement de l'accumulation et accroissement des activités financières des SNF</b> .....	52
2.1. Vers un ralentissement de l'accumulation du capital.....	52
2.2. L'accroissement des actifs de nature financière.....	54
<b>3. Amélioration puis stagnation de la rentabilité économique des SNF et dégradation de l'emploi et de la part des salaires</b> .....	56
3.1. Redressement du taux de marge et écart croissant entre investissement et profit.....	57
3.2. Du redressement de la rentabilité économique des SNF à sa stagnation, parallèlement à un redressement de la profitabilité retirée par les actionnaires .....	65
3.3. Réduction de la part des salaires et dégradation de l'emploi .....	73
3.4. Des facteurs explicatifs des évolutions de la répartition primaire des revenus aux relations entre croissance et répartition en France .....	82
3.4.1. Les facteurs explicatifs des évolutions de la répartition primaire des revenus en France.....	82
3.4.2. L'économie française, une économie <i>wage-led</i> ? Le résultat des études empiriques .....	88
<b>4. Les évolutions de la répartition secondaire des revenus</b> .....	93
4.1. Stagnation des dépenses publiques et accroissement de l'endettement en France .....	94
4.2. Les évolutions de la répartition secondaire des revenus en France.....	97
4.2.1. Les évolutions des prestations et cotisations sociales .....	98
4.2.2. Les évolutions de la fiscalité .....	104
<b>Conclusion</b> .....	108

### **Chapitre III. Des origines de la financiarisation à ses effets induits : les débats**

<b>théoriques</b> .....	113
<b>1. De la théorie des coûts de transaction à la gouvernance d'entreprise : l'approche néo-institutionnaliste</b> .....	114
1.1. Les théories de l'agence .....	115
1.2. L'approche transactionnelle .....	116
<b>2. De la dynamique cyclique des marchés financiers à la transformation des objectifs de gestion des entreprises : les analyses postkeynésiennes</b> .....	118
2.1. Développement des marchés financiers et instabilité dans le cadre des économies monétaires de production .....	118
2.2. Introduction de la notion de gouvernance d'entreprise et place centrale de la finance dans la régulation de l'économie.....	120
2.2.1. Gouvernance d'entreprise et logique spéculative.....	121
2.2.2. De la place centrale du taux d'intérêt à celle du prix des actifs .....	122
2.3. De la sélectivité croissante des projets d'investissement à la modification des objectifs de gestion.....	124
<b>3. Conflit de classe, convergence des régimes économiques et confiscation des ressources par la finance : l'analyse marxiste</b> .....	127
3.1. La financiarisation comme résultat de la confrontation sociale.....	127
3.1.1. Crise du fordisme et essor de la finance.....	128
3.1.2. Changement de régime monétaire international et financiarisation.....	130
3.2. Les effets induits de la financiarisation : convergence des modèles nationaux de capitalisme et ralentissement de l'accumulation .....	132
3.2.1. La financiarisation comme mouvement de convergence des modèles nationaux de capitalisme : vers une instabilité croissante.....	132
3.2.2. Confiscation des ressources par la finance et ralentissement de l'accumulation .....	135
<b>4. De la crise du fordisme à la financiarisation : le débat régulationniste autour de la hiérarchie institutionnelle et des effets induits de la financiarisation</b> .....	139

4.1. De la place centrale du rapport salarial à celle des institutions financières : les débats autour des facteurs de la financiarisation .....	140
4.1.1. Rôle premier du rapport salarial et focalisation sur la crise du fordisme : une financiarisation non perçue à l'origine .....	141
4.1.2. Mais une approche nuancée : le rôle important des institutions monétaires et financières dans l'explication de la croissance fordiste et de la financiarisation .....	146
4.1.3. Vers une inversion de la hiérarchie institutionnelle : l'intégration de la financiarisation dans l'analyse régulationniste .....	153
4.1.4. Financiarisation et diversités des modèles nationaux de capitalisme ...	156
4.2. L'instauration d'un régime d'accumulation financiarisé : les conséquences institutionnelles et macroéconomiques de la financiarisation.....	158
4.2.1. Vers un nouveau modèle d'entreprise .....	159
4.2.2. Financiarisation et ralentissement de l'accumulation du capital.....	163
4.2.3. Vers un régime de croissance cohérent ? .....	166
4.2.4. Financiarisation et répartition : les effets induits sur le rapport salarial	170
<b>Conclusion</b> .....	175

## ***Chapitre IV. Financiarisation, répartition et croissance dans les analyses***

<b><i>postkeynésiennes</i></b> .....	177
--------------------------------------	-----

<b>1. Financiarisation, répartition et comportement d'épargne dans les modèles cambridgiens</b> .....	180
1.1. Les déterminants traditionnels de la répartition dans les modèles de Kaldor (1956) et Pasinetti (1962) .....	180
1.2. L'introduction des marchés financiers et du financement par émission de titres .....	184
1.3. Une reformulation du modèle de Kaldor (1966).....	187
<b>2. Financiarisation, comportement d'accumulation et de consommation : les modèles kaleckiens</b> .....	190
2.1. Une répartition exogène au centre de la dynamique économique.....	190
2.1. Financiarisation et croissance dans les modèles kaleckiens.....	195

2.1.1. Renforcement du pouvoir des actionnaires et accumulation.....	195
2.1.2. La consommation des dividendes comme source de profits .....	198
<b>3. Des modèles <i>wage-led</i> – <i>profit led</i> à un possible régime de croissance tiré par la finance</b>	<b>200</b>
3.1. De la relation entre profits et accumulation aux modèles <i>wage-led</i> / <i>profit-led</i> .....	201
3.2. L'introduction des variables financières dans les modèles <i>wage-led</i> - <i>profit-led</i> : vers un régime <i>finance-led</i> .....	204
<b>Conclusion .....</b>	<b>211</b>
<b><i>Chapitre V. Financiarisation et répartition : un modèle</i> .....</b>	<b>215</b>
<b>1. Présentation de la méthodologie et des hypothèses .....</b>	<b>217</b>
1.1. Présentation de la méthodologie .....	217
1.2. Les principales questions théoriques et les hypothèses du modèle.....	220
<b>2. L'écriture des matrices et le décompte des variables et identités comptables .....</b>	<b>225</b>
2.1. La matrice des flux .....	225
2.2. La matrice des bilans.....	229
2.3. Le décompte des variables et identités comptables.....	232
2.3.1. La liste des variables .....	232
2.3.2. La liste des identités comptables.....	233
<b>3. La définition de chaque variable par une équation .....</b>	<b>235</b>
3.1. Le secteur des ménages .....	235
3.1.1. Les Ménages salariés.....	236
3.1.2. Les ménages actionnaires.....	237
3.2. Le secteur des entreprises.....	241
3.2.1. La détermination de l'investissement.....	241
3.2.2. Les débats autour de la fonction d'investissement et du ratio $q$ de Tobin .....	246
3.2.3. Le financement de l'investissement .....	247
3.3. Le secteur bancaire.....	249
3.4. Une répartition endogène des revenus .....	249
3.5. L'équation manquante et la cohérence du modèle .....	253

---

<b>Conclusion .....</b>	<b>255</b>
-------------------------	------------

<b><i>Chapitre VI. Analyse des propriétés du modèle par simulations et interprétation de la trajectoire française .....</i></b>	<b>259</b>
---	------------

<b>1. Apports et limites de la méthode de résolution par simulations numériques à partir de l'état stationnaire.....</b>	<b>260</b>
1.1. La méthode de résolution par simulations numériques.....	260
1.2. L'état stationnaire : un outil analytique.....	262
1.3. Les limites de la résolution par simulations numériques .....	265
1.4. Incertitude radicale et discussion sur la notion d'équilibre.....	266
<b>2. L'analyse des propriétés du modèle et l'interprétation de la trajectoire française .....</b>	<b>269</b>
2.1. Les effets d'un accroissement des normes de rentabilité financière exigées .....	270
2.2. Les effets d'un accroissement du financement de l'investissement par émission de titres .....	275
2.3. L'accroissement du taux de distribution des dividendes.....	279
2.4. Les effets d'une modification du comportement des ménages actionnaires : la hausse de leur propension à consommer et de leur préférence pour les titres .....	283
2.4.1. Les effets d'un accroissement de la propension à consommer des ménages actionnaires.....	283
2.4.2. Les effets d'un accroissement de préférence pour les titres des ménages actionnaires.....	286
2.5. Une interprétation de l'impact de la financiarisation sur la croissance et la répartition en France .....	290
<b>Conclusion .....</b>	<b>294</b>

**Chapitre VII. Politiques économiques et fiscales dans le cadre d'une économie**

<b>financiarisée</b> .....	297
1. Le rôle des politiques de redistribution dans une économie financiarisée .....	298
1.1. L'introduction d'un impôt sur le revenu des actionnaires.....	301
1.2. L'introduction d'un impôt sur les profits des entreprises .....	304
1.3. L'introduction d'un impôt sur les dividendes distribués.....	307
2. Dépenses publiques et endettement dans une économie financiarisée .....	310
2.1. L'introduction des dépenses publiques .....	310
2.2. L'introduction du financement par l'émission de bons du Trésor .....	311
<b>Conclusion</b> .....	316
 <b>CONCLUSION GÉNÉRALE</b> .....	319
 <b>ANNEXES</b> .....	325
Annexe 1 : Liste des équations du modèle du chapitre 5 .....	326
Annexe 2 : Paramètres et valeurs des variables exogènes retenus pour les simulations .....	330
Annexe 3 : Texte sous Eviews du programme avec dépenses publiques et endettement public du chapitre 7.....	333
Annexe 4 : Paramètres et valeurs des variables exogènes retenus pour les simulations.....	335
Annexe 5 : Résultats des simulations sur un accroissement des dépenses publiques .....	337
Annexe 6 : Modification des modalités de financement des dépenses publiques .....	340
 <b>BIBLIOGRAPHIE</b> .....	343
 <b>LISTE DES SCHÉMAS, GRAPHIQUES, TABLEAUX ET ENCADRÉS</b> .....	367
 <b>TABLE DES MATIÈRES</b> .....	373