

(cliquer pour la diapositive précédente)

## Marchés financiers et crises du capitalisme

Taux de profit et taux d'intérêt

*Conclusion du cours d'analyse financière*

(cliquer pour la diapositive précédente)

## Peut-on proposer une *théorie* de la crise actuelle du capitalisme, *la Chute ?*

Patrick Castex,

4 novembre 2008, remis à jour début mars 2009...

Le 4 novembre 2008, le jour où les américains du *melting pot* ont envoyé un noir à la maison blanche pour tenter de réparer leur histoire : celle où, pendant la guerre du Vietnam, les blancs envoyaient des noirs combattre les jaunes pour garder ce qu'ils avaient volé aux rouges

Attention, la vidéo correspondante date d'octobre 2008.  
Or les évolutions sont rapides...

Deux points de vue, en fait radicalement opposés : la crise financière n'est pas « seulement financière », elle est « réelle »

Ladite crise financière est intrinsèque au capitalisme. Elle n'est ni la conséquence de « voyous » en col blanc « à nettoyer au Kärcher », ni seulement une crise systémique due aux dysfonctionnements du système financier

Elle trouve son origine dans la baisse « réelle » du taux de profit. Cette dernière n'est pas étrangère à la crise de la demande (inégalités et autres affres conséquences des politiques économiques)

Et il est possible d'effectuer une *théorie* de cette crise. Non pas « à chaud », mais « à froid » ; car elle trouve son origine dans le fonctionnement du capitalisme depuis une vingtaine (sinon une trentaine) d'années  
Et elle s'est déclenchée il y a une dizaine d'années...

## PUB...

Pour les connaisseurs qui ont « *évidemment* » lu :

Patrick Castex, *La Chute : théorie de la crise actuelle du capitalisme*,  
*Taux d'intérêt et taux de profit, 2000-2008 : crise financière ou crise réelle*,

L'Harmattan, Collection Ecrit-Tic, *juin* 2008...

... il s'agit là d'une synthèse rapide...

Pour les autres, cela peut servir d'introduction...

## Plan

**Introduction** - Rappel des différentes théories du taux d'intérêt  $r$  : trois fondamentales, dont une percevant  $r$  comme variable monétaire et deux comme variable réelle

**1 - Théories** : Dans quel sens faut-il prendre la relation entre le taux d'intérêt  $r$  et les valeurs de marché  $V$  des titres ?  $r \rightarrow V$  ou  $V \rightarrow r$  ?

**2 - Pratique** : Les différents sens des liaisons,  $r \rightarrow V$  ou  $V \rightarrow r$ , France et Etats-Unis

**3 - Questions** : baisse tendancielle des taux de profit ou simple cycle ? Crise financière ou crise réelle ?

**Conclusion** : Le prix avant la crise pour les salariés  
Existe-t-il des solutions à la crise 2000-2008 ?

## Introduction - Rappel des différentes théories du taux d'intérêt $r$

### Théorie 1 : la théorie de $r$ comme variable monétaire

La première théorie du taux d'intérêt, après que, d'Aristote aux scholastiques chrétiens - avec (Saint) Thomas d'Aquin - et aux musulmans - la religion juive étant plus permissive - fut prohibé le prêt à intérêt, est née avec l'école des *économistes interventionnistes mercantilistes* (du XVI<sup>e</sup> siècle au milieu du XVIII<sup>e</sup> siècle) L'autorisation du prêt à intérêt par le protestantisme calviniste n'est pas étrangère à cette éclosion .

Le taux d'intérêt est une conséquence de la *quantité de monnaie* (on dit maintenant de la « masse monétaire » en circulation,  $M$  ; à l'époque il ne s'agissait que des monnaie métalliques en or et argent) : *si  $M$  augmente,  $r$  diminue*, car il y a concurrence accrue entre les « offreurs de prêts » pour une demande donnée. Le taux d'intérêt apparaît alors comme le « *prix de la monnaie* »

On a donc  $M \rightarrow r$  (*fonction décroissante*)

L'augmentation de  $M$  est alors considérée comme positive pour l'économie, car le coût des emprunts (pour la consommation et l'investissement) diminue. Pour les mercantilistes interventionnistes, la baisse de  $r$  réjouit à la fois le Prince (très endetté) et les capitalistes marchands (le coût de l'emprunt est faible)

Selon cette analyse, la monnaie est alors *intégrée* dans la sphère réelle elle-même ; elle est *active* ; *surtout, la croissance de sa masse peut être bénéfique pour l'économie (... à condition de ne pas exagérer)*

Mais la croissance de  $M$  peut induire un autre phénomène !  
*Une contradiction fondamentale qui traversera toute l'analyse économique est donc née dès le XVI<sup>e</sup>*

D'autres mercantilistes (en particulier Jean Bodin, également au milieu du XVI<sup>e</sup> siècle) pensent au contraire que *quand  $M$  augmente, c'est le niveau général des prix  $P$  qui augmente*

On a donc  $M \rightarrow P$  (*fonction croissante*)

La croissance de  $M$  serait la principale cause de l'inflation, mais pas la seule selon Bodin. C'est la naissance de la *théorie quantitative de la monnaie* : selon ses versions plus modernes, l'augmentation (*excessive*) de  $M$  (avec maintenant la monnaie *fiduciaire* et la monnaie *scripturale* née en particulier du crédit bancaire) n'a aucune influence sur l'activité *réelle* (tous les prix augmentent, par exemple les salaires comme les prix des marchandises : le pouvoir d'achat reste constant)

Selon la vision de la théorie quantitative, la monnaie est donc *passive*, « *neutre* » ; l'économie est divisée en deux sphères : la *sphère réelle* (où les *prix relatifs* expliquant les échanges restent constants) et la *sphère monétaire* où les *prix monétaires* peuvent varier, par l'inflation (quand  $M$  augmente) ou la déflation (quand  $M$  diminue) : c'est la vision *dichotomiste*

Et la croissance de  $M$  n'est plus bénéfique mais *maléfique* !

La première théorie  $M \rightarrow r$  (*fonction décroissante*) sera reprise par **Keynes et l'interventionnisme keynésien** après la crise de 1929 : une **politique monétaire** en temps de crise de surproduction (récession ou faible croissance, chômage), peut permettre de sortir de la crise

Mais on trouve déjà, bien avant, des reprises de cette théorie. Par exemple, ce sera la position de la *Banking school* (une école en fait dissidente de la pensée classique britannique de la première moitié du XIX<sup>e</sup> siècle) : le montant des crédits bancaires peut être supérieur à la masse monétaire en or possédée par la Banque centrale (la *Bank of England*) ; ce qui permettra un accroissement de la richesse future, car ces crédits vont se transformer en investissements. L'inflation n'est pas une conséquence obligée de l'accroissement de  $M$ , sauf, encore une fois, à exagérer. Le principal penseur de cette école est Tooke, après Malthus. Tooke tenta même de montrer que la croissance de  $M$  est la **conséquence** de l'inflation :  $P \rightarrow M$

La *Banking school* s'opposait à la *Currency school* de David Ricardo, fondée sur la théorie quantitative : toute surémission de monnaie fiduciaire induite par le développement du crédit bancaire ne peut entraîner que de l'inflation. C'est la seconde qui gagna la bataille au milieu du XIX<sup>e</sup> siècle.

La seconde théorie  $M \rightarrow P$  (*fonction croissante*) sera donc reprise par tous les économistes libéraux (la plupart des *classiques*, dont Ricardo donc, et les *néoclassiques*) et en particulier par les ultralibéraux actuels, singulièrement les *monétaristes* (avec Milton Friedman, mort il y a peu de temps) : toute politique monétaire créant **en excès** du  $M$ , n'entraîne que de l'inflation et ne peut relancer (**sauf dans une phase transitoire**), l'activité économique et lutter contre le chômage.

C'est la critique libérale, au pouvoir depuis la crise des deux premiers chocs pétroliers, de l'interventionnisme keynésien.

## Théorie 2 : la théorie de $r$ comme variable réelle conséquence du taux de profit

Adam Smith, le premier économiste classique, pense que  $r$  est une **conséquence du taux de profit** des capitalistes, nommée aujourd'hui leur **rentabilité financière**  $r_f$  : c'est ce taux de profit des capitaux propres moins une prime de risque  $R$ , ou  $r = r_f - R$ . Les prêteurs prenant moins de risque que les propriétaires (les actionnaires par exemple dans les sociétés anonymes modernes) et n'assurant pas la gestion des entreprises, il est normal, par les **effets (pas la « loi »...)** de la concurrence des capitaux, que les propriétaires bénéficient d'une prime de risque (plus exactement, mais Smith ne le mentionne pas, que les prêteurs soient soumis à une « décote de non risque » par rapport au taux de profit...)

Cette théorie ne fait **pas intervenir les marchés financiers**, elle fait de  $r$  une variable seulement réelle, expliquée donc, comme le taux de profit, par la théorie de la valeur travail.

Marx sera hésitant mais en fait très critique envers cette théorie. Il l'admet en tant que tendance fondamentale (et encore...), mais il estime que  $r$  est surtout le résultat de l'intervention des banques. Sans le savoir, il retrouve la théorie des mercantilistes (mais avec la « création monétaire » par le crédit bancaire) et anticipe celle de Keynes.

La théorie de Smith et les critiques de Marx sont rarement mises en avant pour expliquer le taux d'intérêt : on se contente le plus souvent d'opposer la théorie keynésienne à la suivante, la théorie néoclassique.

Grave oubli de la science économique qui feint toujours d'oublier pour mieux affirmer ses dogmes...

En fait il y a **deux** types de taux d'intérêt :

- les taux « longs » (des emprunts à long terme, des « marchés de capitaux »), sans doute expliqués par la théorie de Smith : la « **théorie pure** », sans « **frottements sociaux** » ;

- les taux « courts » (des emprunts à court terme, du « marché monétaire »), sans doute expliqués par celle de Keynes, après les mercantilistes : les « **frottements sociaux** », comme ceux de l'air perturbant la chute des corps dans le vide.

Les banques qu'il faut considérer comme des « **machines sociales à déthésauriser** » perturbent ainsi, avec la politique monétaire des Banques centrales qui **orientent** les taux courts, l'évolution spontanée des marchés de capitaux. **Et, en général, les perturbations dominent largement la théorie pure.**

De plus, chaque type de taux d'intérêt est décliné selon les **niveaux de risque des emprunteurs** : par exemple, dans la crise bancaire actuelle, les banques hésitent à se prêter entre elles sur le marché monétaire du refinancement bancaire (*complètement bloqué avant les interventions étatiques massives*) : même une forte baisse des taux directeurs des Banques centrales peut se traduire par une hausse des taux courts, avec les risques croissants de faillites bancaires.

Bref, dans la théorie « pure », les taux longs sont probablement déterminés selon la vision de Smith, mais cette évolution spontanée est perturbée par les « frottements sociaux » ; comme en physique, répétons-le, la loi de la chute des corps dans le vide est perturbée par les frottements de l'air.

**Théorie 3 : la théorie de  $r$   
comme variable réelle  
conséquence du marché  
des fonds prêtables nouveaux**

Pour les *économistes néoclassiques* (à partir de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, au tournant des années 70), le taux d'intérêt n'est plus une conséquence du taux de profit, notion qu'ils veulent ignorer, ayant évacué la théorie de la valeur travail et la notion d'exploitation qui en découle, implicitement chez les classiques, explicitement chez Marx. Le capitaliste propriétaire a en effet disparu, par miracle, et est remplacé par la **légende (tenace) de l'entrepreneur, indépendant des propriétaires**, qui combine les facteurs de production travail (rémunéré par un salaire) et capital (rémunéré par le taux d'intérêt), mais aussi les ressources naturelles, la terre par exemple (rémunérées par une rente).

Pourquoi une légende ? Car l'entrepreneur n'est que le mandataire des propriétaires, par exemple des actionnaires qui sont ses mandants. Il doit leur verser les profits obtenus, par exemple le dividende aux actionnaires.

Selon cette légende,  $r$  est égal à la productivité marginale du capital nouveau investi qui s'égalise au coût de l'« abstinence » des épargnants, assurant l'égalité de l'épargne et de l'investissement sur le **marché des capitaux**, ou **fonds prêtables nouveaux**, c'est-à-dire le « **marché primaire** », « **du neuf** ».

La productivité marginale décroissante (sinon, rien ne va plus...) fonde la demande d'investissement  $I$ , décroissante donc avec  $r$  (en fait le **taux d'intérêt réel et non pas le taux nominal**) ; l'épargne (notée  $S$ , comme « saving ») croissante avec  $r$  (en général...), fonde l'offre de fonds prêtables.

Sur un graphique, le  **$r$  d'équilibre** égalise  $I$  et  $S$ .

Ce marché des fonds prêtables sera critiqué par Keynes :  $S$  n'est pas, selon lui, une fonction croissante de  $r$  selon la *vision microéconomique* mais un **résidu macroéconomique**, ce qui reste du revenu national après consommation.

De plus  $S$  est corrélé à  $I$  qui induit le revenu macroéconomique par le phénomène du « **multiplicateur (dit) d'investissement** » : on ne peut donc pas construire des fonctions d'offre d'épargne et de demande d'investissement indépendantes...

C'est cette critique qui l'amène à considérer **le taux d'intérêt comme une variable monétaire** s'expliquant par le **marché de la monnaie**.

Il ne faut pas confondre le marché keynésien de la monnaie avec celui des fonds prêtables néoclassique : il s'agit de l'offre de crédit bancaire et de la **demande de monnaie, c'est-à-dire de la thésaurisation**.

Pourtant, le modèle « canonique »  $IS-LM^*$  (le pont aux ânes des apprentis économistes, même dans les périodes ultralibérales) construit en fait cette assimilation...

Ce point de vue de Keynes et des keynésiens (avec moult variantes...) est une autre légende, critiquée par ailleurs par nous (voir par exemple *Histoire critique des théories monétaires des économistes*, L'Harmattan, collection Ecrit-Tic, 2007 ; re-pub...). Keynes commet en effet une erreur quant à sa « **demande de monnaie pour motif de spéculation** » : en analysant le « **marché secondaire** » des obligations, « **de l'occasion** » il néglige la « **nécessaire contrepartie dans les transactions** ».

\*  $I$  comme investissement,  $S$  comme épargne,  $L$  comme demande de liquidité, ou thésaurisation,  $M$  comme offre de monnaie par le crédit bancaire.

On n'abordera pas ici cette critique qui n'est pourtant pas très éloignée de notre sujet puisque nous analyserons plus loin le phénomène de la « *double spéculation* » sur les *marchés secondaires des actions et obligations*

La théorie financière moderne d'essence libérale néoclassique, retrouve évidemment la rémunération des propriétaires ; mais elle *inverse* le point de vue de Smith : le taux de profit des actionnaires (en fait leur *taux de rentabilité « désiré »*) est le taux d'intérêt *plus* une prime de risque :

$$r_f = r + R$$

Deux remarques :

1/ Il s'agit bien, au risque de trop insister, pour l'approche néoclassique, des fonds prêtables « nouveaux », « *du neuf* », du *marché primaire* des capitaux (nouvelles obligations émises, compartiment obligation de la bourse), pas de celui « *de l'occasion* », c'est-à-dire du *marché secondaire*

2/ L'inversion de la liaison entre  $r$  et  $r_f$  n'est pas qu'une inversion mathématique : il s'agit pour les néoclassiques du taux de rentabilité *désiré*, alors que pour Smith, il s'agissait du taux *effectivement réalisé*

## 1 - Théories

Dans quel sens faut-il prendre la relation entre le taux d'intérêt  $r$  et les valeurs de marché  $V$  des titres ?

$r \rightarrow V$   
(fonction décroissante)

ou  $V \rightarrow r$  ?  
(fonction croissante)

11 -  $r \rightarrow V$   
(fonction décroissante)

Le lien de causalité le plus commun pour lier le taux d'intérêt  $r$  et les valeurs de marché  $V$  des titres *longs* (obligations *et* actions) est celui qui va de  $r$  vers  $V$  :

$$r \rightarrow V \text{ (fonction décroissante)}$$

Si  $r$  augmente (versus diminue) *pour des bénéfices futurs anticipés* donnés des actions et le coupon donné des obligations, la valeur des actions comme des obligations diminue (versus augmente)

Dans ce cas, le *taux d'intérêt apparaît autonome* ; il ne peut dépendre alors que de la création monétaire, spontanée ou orientée par la politique monétaire (théorie keynésienne de  $r$  variable monétaire), ou n'est que la conséquence du marché des fonds prêtables nouveaux (théorie néoclassique de  $r$ , variable réelle)

Quid de la théorie de Smith ? On va y venir

En effet, la valeur dite *fondamentale* d'un titre est égal à la somme *actualisée* des revenus futurs qu'il engendre

Supposons un titre de 100 (action ou obligation) donnant un revenu annuel de 10 par an ; on suppose que ce revenu n'est pas capitalisé (qu'il ne s'ajoute pas au principal) : c'est le cas de ces titres. Par exemple, une obligation de 100 à 10 % à l'émission donne un revenu annuel (« dit coupon ») de 10

A l'inverse, connaissant le taux d'actualisation ( $r$  pour simplifier) et les revenus futurs (supposés versés sur une très longue période), disons les « bénéfices »  $B$ , on peut trouver quelle est la valeur d'un titre  $V$ . Quelle est  $V$  qui rapporte, par exemple, 10 si  $r = 10\%$  : évidemment 100, tel que 10 % de  $V$  égale 10 ; ou  $V = 10 / 10\%$ . Quelle est  $V$  qui rapporte  $B$  pour un  $r$  donné :

$$V = B / r$$

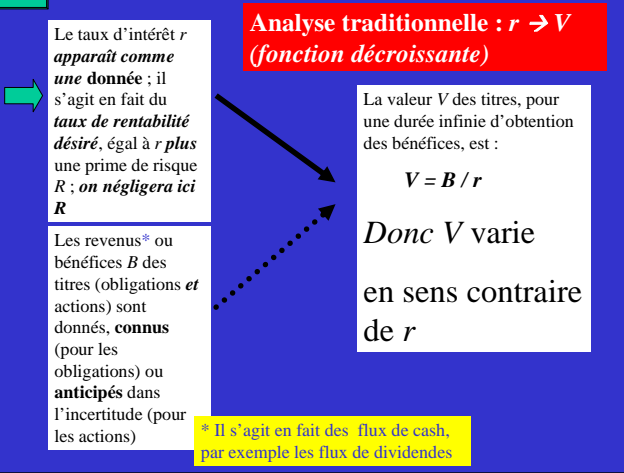
Cette « formule » n'est plus valable pour un titre dont le remboursement n'est pas très lointain, car il faut tenir compte de la valeur actualisée du remboursement, négligeable pour une échéance lointaine, nulle pour une échéance à l'infini

De plus, le taux d'actualisation n'est pas  $r$  mais  $r$  plus une prime de risque  $R$  ; par exemple pour une action le taux de rentabilité désiré par les actionnaires

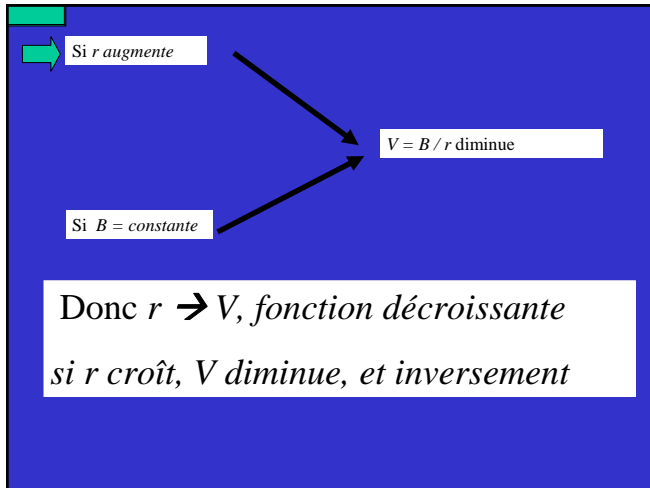
En fait :

$$V = B / (r + R)$$

On négligera dans ce qui suit les primes de risque







## 12 - Analyse inverse $V \rightarrow r$ (fonction croissante)

Mais on peut inverser l'analyse et montrer que **la valeur de marché des actions influence celle des obligations et donc  $r$**  : la causalité va dans ce cas de  $V$  vers  $r$  :

**$V \rightarrow r$ , fonction croissante**

En fait il s'agit plus précisément, en notant  $V_A$  la valeur fondamentale d'une action, de  $V_A \rightarrow r$

Si la valeur des *seules* actions augmente (versus diminue) **pour un taux d'intérêt (provisoirement) donné**, par l'augmentation (versus la diminution) des *bénéfices futurs anticipés*, la valeur des obligations peut baisser (versus augmenter) par **arbitrage** : « on » – *une majorité de spéculateurs, pas tous : sinon les cotations sont suspendues* – délaisse (versus on se précipité vers) les obligations pour les actions (versus on les délaisse)

Ce qui entraîne une augmentation (versus une diminution) de  $r$ , *c'est-à-dire du taux de rendement des obligations*

Ce qui **peut induire** une rétroaction faisant baisser (versus hausser) la valeur des actions qui contrarie l'action initiale et présente donc un effet **théoriquement** régulateur ; on y reviendra

**La spéculation serait régulatrice,  
... au moins dans ses fondamentaux théoriques**

Ces fondamentaux (hypothèses simplificatrices) sont les suivants :

- Le portefeuille des spéculateurs n'est formé que d'actions et d'obligations ; il est *diversifié* (diversification des risques), mais ici sans la monnaie (actif sans risque en valeur nominale) ou même des actifs monétaires (dits « liquides ») sans trop de risque
- Il n'existe donc *pas de crédit bancaire* ; autrement dit, on ne peut acheter des actions sans vendre des obligations
- Si des titres deviennent plus rentables, on délaisse les autres en en vendant une partie pour les acheter

**Mais il faut d'abord expliquer la liaison entre la valeur de marché des obligations  $V_O$  et le taux d'intérêt  $r$**

L'analyse traditionnelle affirme donc, et avec raison (au moins provisoirement...), que  $r \rightarrow V_O$  (dans le sens d'une fonction décroissante). Ce cas renvoie, répétons-le, aux points de vue des keynésiens (avec  $r$  variable monétaire) ou des néoclassiques (avec  $r$  variable réelle issue du marché des fonds prêtables *nouveaux*)

Mais il faut déjà inverser probablement l'analyse : si  $r$  n'est pas déterminé ainsi, c'est la variation de  $V_O$  qui va l'induire : on n'a plus  $r \rightarrow V_O$  mais  $V_O \rightarrow r$

Il reste néanmoins à expliquer pourquoi  $V_O$  va varier...

**Pourquoi  $V_O \rightarrow r$  ?**

Le taux d'intérêt  $r$ , c'est-à-dire le rendement des obligations  
*se déduit*  
de  $V_O$

Le rendement des obligations varie donc à l'inverse de leur valeur de marché. Toute émission nouvelle d'obligations doit suivre ce nouveau rendement (aux primes de risque près)

Si  $V_O$  varie, le coupon  $C$  restant fixe (taux d'intérêt à l'émission  $r_0$  x la « valeur faciale » d'origine de l'obligation  $V_{FO}$ , donc  $C = r_0 V_{FO}$ )

Le rapport  $C/V_{FO}$  varie évidemment en sens contraire de  $V_{FO}$  ; or  $C/V_{FO}$  est le rendement actuel de l'obligation selon sa nouvelle valeur de marché

**Analyse « corrigée » :  $B_a \rightarrow V_A \rightarrow V_O \rightarrow r$  ; donc  $V_A \rightarrow r$  dans le sens d'une fonction croissante**

Le taux d'intérêt  $r$ , c'est-à-dire le rendement des obligations  
*se déduit*  
de  $V_O$

La valeur  $V_O$  des obligations varie en sens contraire de  $V_A$  (arbitrage par la *double spéculation sur les marchés actions et obligations*)

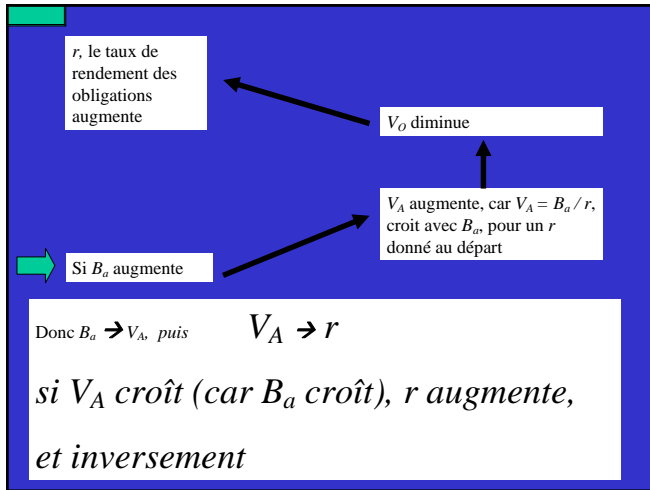
Les revenus ou bénéfices des actions  $B_a$  sont *anticipés* (pour les actions)

La valeur  $V_A$  des actions, pour une durée infinie d'obtention des bénéfices, est :

$$V_A = B_a / r^*$$

$V$  croît avec  $B_a$

\* On néglige encore la prime de risque  $R$



On retrouve par cette *logique des marchés financiers* les conclusions des *économistes classiques*, singulièrement d'Adam Smith qui voyait dans l'intérêt et ses fluctuations un dérivé du taux de profit, avec un différentiel qu'il nommait justement *prime de risque* entre le taux de profit des capitalistes propriétaires et le taux d'intérêts des simples créanciers. Mais pour Smith, *sans intervention des marchés financiers* qu'il ignorait (ils n'étaient que naissants à son époque)

De façon *endogène*, on ne peut donc expliquer les fluctuations du taux d'intérêt – *il s'agit des taux longs* – que par celles des profits économiques *réels*. Mais quid des taux courts, du marché monétaires ? Et on va retrouver Marx...

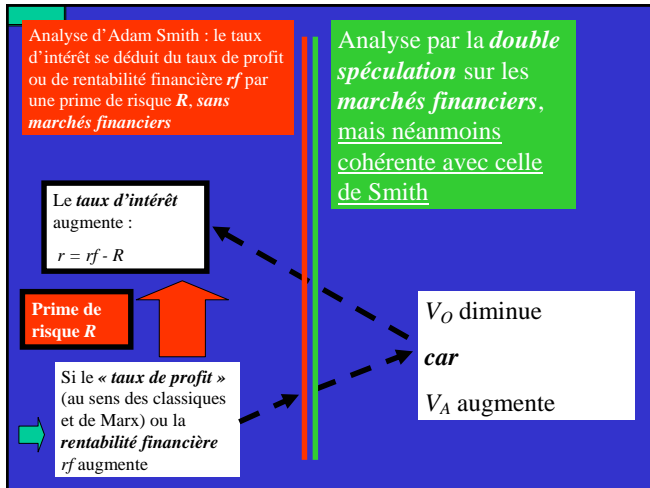
**Le taux d'intérêt n'est fondamentalement que l'avatar du taux de profit, de la rentabilité économique, du moins théoriquement et en tendance**

Mais des variables *exogènes* existent : stock de monnaie des spéculateurs après « retour vers la liquidité » ; crédit bancaire et politique monétaire ; autres produits financiers, lingots et Napoléons d'or valeurs refuges, danger d'inflation qui peut dopper les taux longs alors que les cours des actions diminuent (voir l'été 2008) ; etc.

D'autre part, les adaptations sont loin d'être immédiates : des retards peuvent entraîner des cycles boursiers

La théorie financière prétend que « la bourse ne se trompe jamais », car elle ne voit pas que  $r$  est lié à  $V$

On peut à l'inverse affirmer que la bourse se trompe toujours... car la formule de calcul de  $V$  est soumise à une circularité



### 13 - Spéculation stabilisatrice, autorégulatrice, ou déstabilisatrice ?

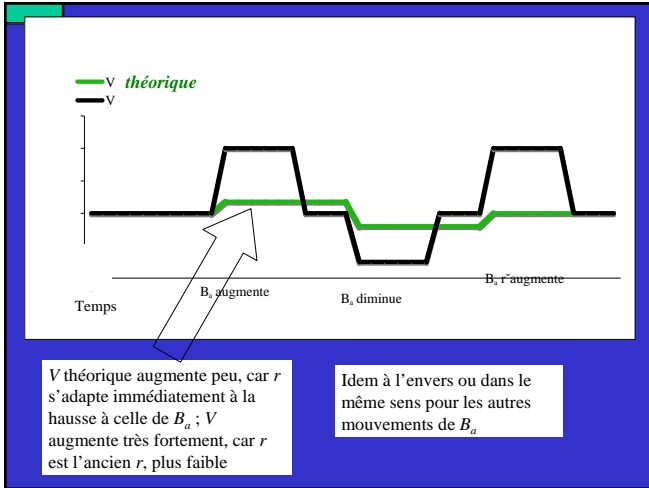
Tout serait pour le mieux dans le meilleur des mondes possibles : en cas de hausse des profits futurs anticipés et donc de boom de  $V_A$ , la rétroaction par la hausse de  $r$  devrait freiner le boom boursier. Le freiner mais non pas l'annuler : on peut montrer que  $V_A$  augmentera jusqu'à l'équilibre des nouvelles rentabilités, compte tenu des primes de risque (le nouveau taux d'intérêt en hausse et celle des actions, avec la nouvelle  $V_A$ )... à condition que l'information soit parfaite, avec des marchés financiers « *super efficients* » et non pas seulement « *efficients* » comme dans la théorie financière orthodoxe. Ce processus théorique est pratiquement impossible, tout simplement...

En fait, la spéculation régulatrice théorique n'a pas lieu et peut même se transformer en spéculation induisant des cycles contraires aux fondamentaux

Les spéculateurs continuent en effet à considérer un temps *le taux d'intérêt ancien* (en fait  $r + R$ ) pour actualiser leurs  $B_a$ ,  $V_A$  augmente donc beaucoup plus que la valeur théorique qui tiendrait compte de la hausse de  $r$ . Puis, avec la hausse de  $r$ ,  $V_A$  freine sa croissance

A l'inverse, en cas de « *profit warning* » (« avertissement » de profits réels inférieurs aux profits anticipés), les spéculateurs continuent encore à considérer un temps le taux d'intérêt ancien, mais maintenant celui qui a été dopé en période de vaches grasses, pour actualiser leurs  $B_a$  en baisse :  $V_A$  diminue donc beaucoup plus que la valeur théorique qui tiendrait compte de la baisse de  $r$

Le cycle boursier réel (par ces *effets retard*, par « *l'illusion de la valeur présente* », en fait *passée*) apparaît donc plus ample que le cycle théorique (sans effet retard)

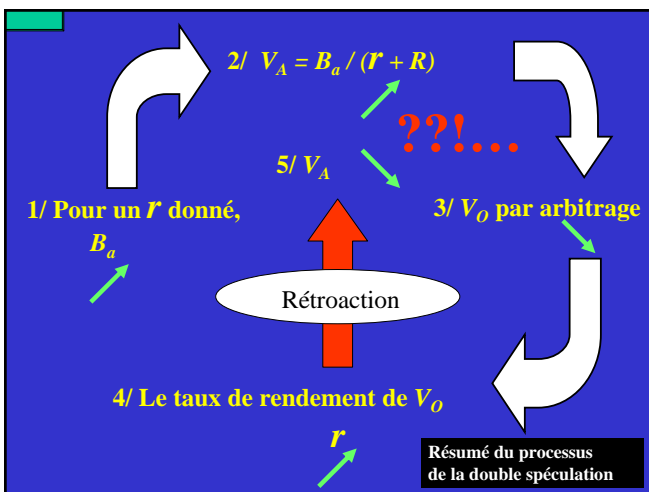


On peut ainsi renforcer, par cette tentative d'analyse, la théorie de l'indétermination des cours boursiers. Ce n'est **pas seulement le futur** qui est incertain (les profits futurs anticipés), mais le **taux de rentabilité désiré actuel**... actualisant ces profits futurs

C'est en cela qu'il est possible de parler d'un **principe d'incertitude généralisé** qui dépasse largement « l'incertitude radicale » de Keynes où seul le futur est incertain

Le principe d'incertitude de Heisenberg en physique théorique nous explique, en gros, que l'on ne peut connaître à la fois la position de l'électron et sa vitesse : quand on sait où il est, on ne sait pas où il va ; quand on sait où il va, on ne sait pas où il est

En économie : on ne connaît ni la « vitesse » de changement des bénéfices futurs, ni, surtout la « position » exact du taux d'actualisation ; ou plutôt, quand on sait où il est, on ne sait pas où il va...



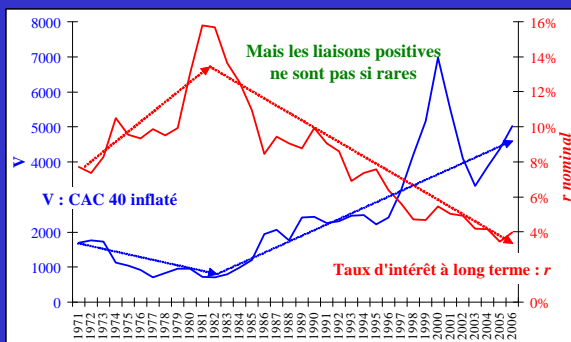
**2 - Pratique**

**Les différents sens des liaisons,  $r \rightarrow V$  ou  $V \rightarrow r$ , France et Etats-Unis**

## 21 - France, vision à long terme : $r \rightarrow V$

Il faut évidemment prendre les taux longs nominaux pour la comparaison avec les indices boursiers, car les valeurs de marché des actions donnent un rendement nominal comparé au taux d'intérêt nominal

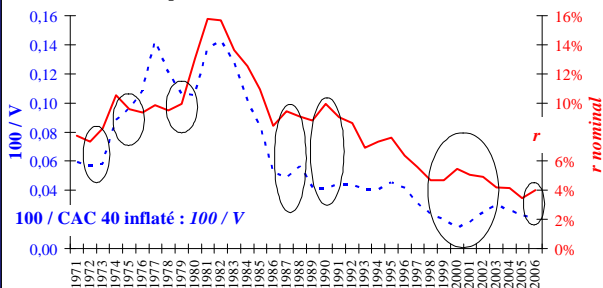
Tentatives de vérification empirique pour la France, depuis 1971, par année  
A long terme,  $r \rightarrow V$ , fonction décroissante, mais avec des exceptions



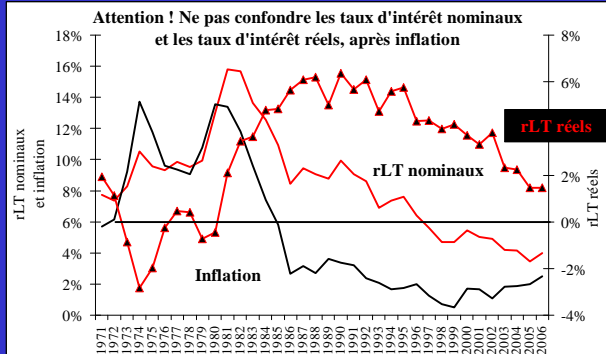
Source : Euronext et reconstitution de l'indice avant 1987 pour V, INSEE pour r (taux de rendement des obligations d'Etat), élaboration PC

La corrélation se perçoit mieux quand on prend l'inverse de V (en gros liée au rendement des actions) : la corrélation devient ainsi positive et les exceptions apparaissent mieux

La liaison en général positive entre le rLT et l'inverse du CAC 40 inflaté, ... sauf pour les bulles et leur éclatement où  $V \rightarrow r$

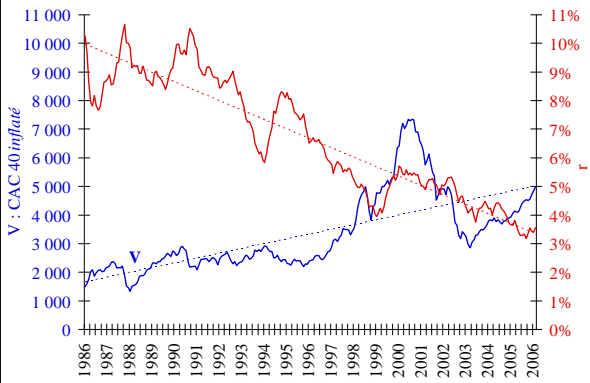


L'évolution des taux réels (compte tenu de l'inflation) n'a rien à voir avec celle des taux nominaux. L'inflation chute au début des années 80, puis la baisse se stabilise avec une rechute à partir de 1999 (mais sans commune mesure avec les deux premiers chocs pétroliers)



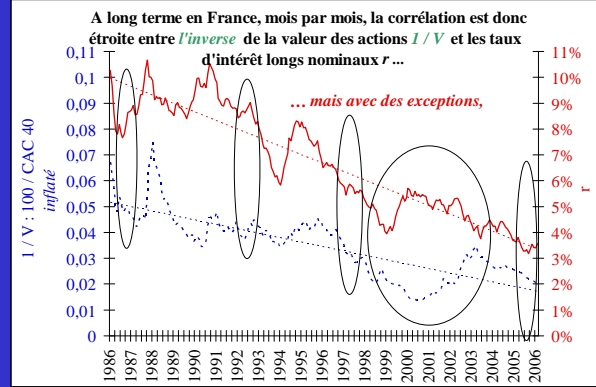
France, Zoom de 1986 à 2006, *par mois*

A long terme,  $r \rightarrow V$ , sans aucun doute, mais avec des exceptions



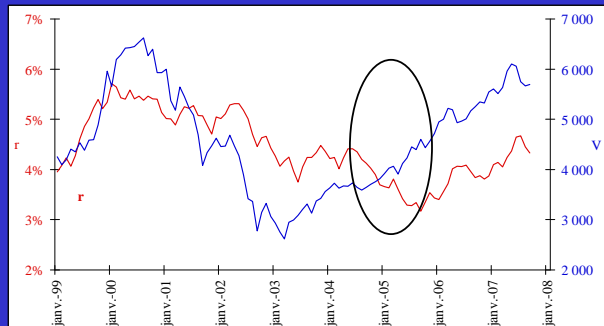
France, Zoom de 1986 à 2006, *par mois*

A long terme,  $r \rightarrow I/V$ , mais avec des exceptions

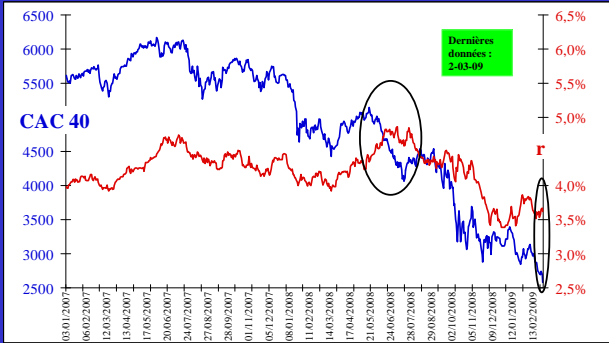


**21 - France,**  
**vision à court terme**  
**sur la période actuelle :  $V \rightarrow r$**

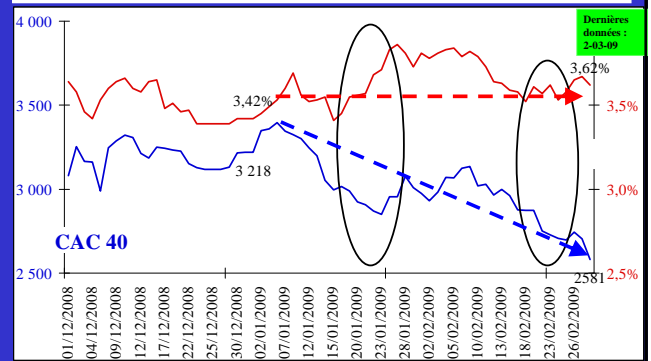
Tentatives de vérification empirique pour la France,  
 jusque fin 2007  
 Depuis une dizaine d'année,  $V \rightarrow r$ , *fonction croissante*  
 sans aucun doute, mais avec encore des exceptions



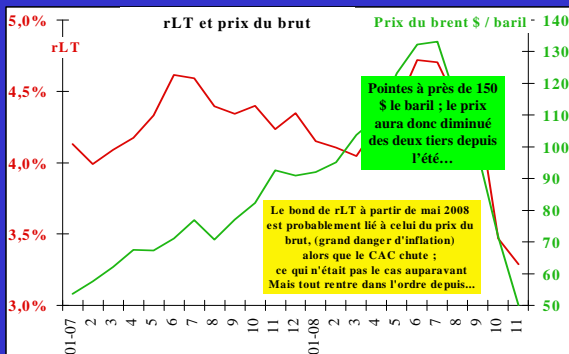
Tentatives de vérifications empirique pour la France,  
2007 à début 2009 :  $V \rightarrow r$ , sans aucun doute,  
mais pas à l'été 2008 ni début 2009



Tentatives de vérifications empirique pour la France,  
Fin 2008 à début 2009 :  $V \rightarrow r$ , sans aucun doute  
**Mais des exceptions début 2009 : et, surtout,  $r$  reste élevé,**  
**malgré le dernier krach boursier de début 2009**



L'exception de l'été 2008 en France est due au danger d'inflation  
(prix du pétrole brut à ses plus hauts niveaux ;  
il atteint fin 2008 autour de 40 à 50 \$ le baril...)



Les exceptions de début 2009 sont sans doute les conséquences de la crainte de besoins de financement des Etats en déficit budgétaires suite aux plans de relance : ce n'est plus le danger d'inflation qui explique la hausse des taux longs (alors que le CAC s'écroule encore), mais l'anticipation d'une forte demande sur le marché primaire des obligations d'Etat



Le marché des obligations présente bien sûr une certaine autonomie par rapport au marché des actions : la double spéculation théorique est évidemment perturbée par les « frottements » de l'économie, hormis ceux qui ont déjà été évoqués

Un danger d'inflation amoindri les intérêts touchés par les obligataires : il réduit le taux d'intérêt réel anticipé et entraîne des ventes d'obligations. Ainsi, par la baisse de  $V_O$ ,  $r$  (*nominal*) augmente, compensant son érosion probable par l'inflation pour retrouver un  $r$  réel  $r_r$  (en gros  $r_r = r - P_a$ ,  $P_a$  étant le taux anticipé d'inflation) plus ou moins stable. Probablement pas par vases communicants avec les actions en période de krach boursier, mais vers des valeurs refuges (or, immobilier - mais c'est aussi raté actuellement...-, etc.

Le même danger d'inflation induit par ailleurs des hausses de taux pour les émissions nouvelles

Plus généralement, les *effets* (toujours pas la « loi ») de l'offre et de la demande jouent. Par exemple, un besoin de financement élevé de l'Etat, financé par des émissions nouvelles d'obligations, peut faire grimper  $r$  (c'est le marché des fonds prêtables néoclassique)

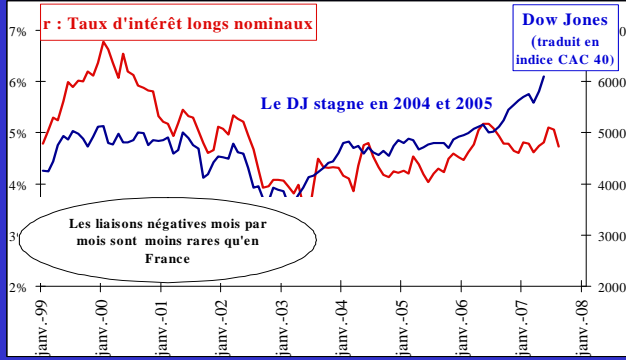
C'est ce qui se passe actuellement aux Etats-Unis : le Dow Jones chute, comme le CAC 40, entraînant les taux longs longs ; mais depuis peu  $r$  augmente car est anticipé un bond des émissions nouvelles d'obligation pour financer le plan Paulson

Mais  $r$  (le  $r_{LT}$ , évidemment) sera toujours soumis au résultat de la double spéculation des marchés actions et obligations qui reste le fondamental: les effets de l'offre et de la demande n'interviennent que dans ce cadre. Il est curieux que si la liaison empirique entre  $V_A$  et  $r$  est bien sûr évoquée (et de plus en plus, surtout en période de crise financière), *la théorie est totalement ignorée* : on a oublié, bizarrement, Smith...

Et il faut de plus tenir compte des critiques de Marx : le crédit bancaire et la politique monétaire interviennent également, pour contrecarrer l'évolution spontanée ; mais en fait le plus souvent en l'accompagnant ! Le cas européen depuis une dizaine d'années est frappant ; de même que la récente baisse concertée des taux directeurs de la Fed, de la BCE et d'autres grandes Banques centrales, décidée en pleine panique financière en octobre 2008, ne fait qu'accompagner la chute de  $r$  suivant celle des cours boursiers...

**23 - Etats-Unis,  
vision à court terme  
sur la période actuelle :  $V \rightarrow r$**

Tentatives de vérifications empirique pour les Etats-Unis  
 Depuis une dizaine d'année,  $V \rightarrow r$ , sans aucun doute,  
 mais avec des exceptions



On peut mentionner, en passant, l' « énigme d'Alan Greenspan », le patron de la Fed, décelée en 2005. Il s'étonne que les taux longs ne suivent pas la hausse des taux courts  $r_{CT}$  (induite par celle des taux directeurs de la Fed pour bloquer la nouvelle bulle financière qui s'annonce depuis début 2003)

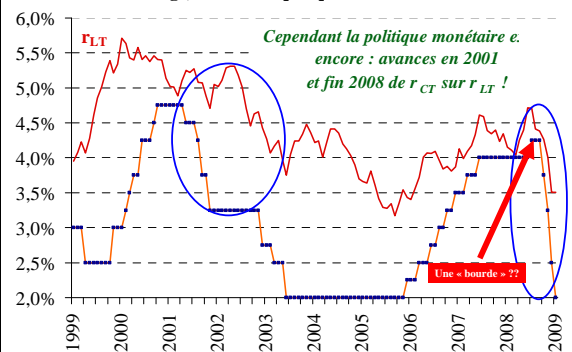
Explication possible : la hausse des actions est en effet freinée, au moins jusqu'au milieu 2006 ( $r_{CT} \rightarrow V$ ) ; ce qui induit une stagnation des taux longs  $V \rightarrow r_{LT}$ ...

Bref, il existe bien une dialectique sociale des taux courts et des taux longs, surdéterminée par la politique monétaire. Et les spéculateurs voient surtout ce qui est visible, pas plus loin que le bout de leur CAC : les taux directeurs, dans le sens, évidemment,  $r_{CT} \rightarrow V$  ! (voir par exemple leur réaction fort positive fin octobre quand est annoncée – même par Trichet ! – une nouvelle baisse des taux directeurs...)

Vulgaire question de « paradigme »...

## 24 - Les dialectiques taux longs, taux courts et politique monétaire : suivisme ou volontarisme ?

Fondamentalement depuis 1999,  
 la politique monétaire de la BCE suit l'évolution  
 des taux longs, mais avec quelques avances et retards



La BCE reste (restait ?) obnubilée par la lutte contre l'inflation ; c'est, il est vrai, sa seule tâche officielle correspondant à l'orientation monétariste décidée lors de sa création (et depuis bien avant 1999) : il a fallu attendre le lundi noir du 6 octobre 2008 pour que le danger d'inflation apparaisse comme secondaire, Trichet ne pouvant néanmoins s'empêcher de rappeler que le danger d'inflation « *de second tour* » étaient toujours présent, si les salariés tentaient (à Dieu ne plaise...) de rattraper les fortes baisses du pouvoir d'achat

Trichet semble avoir néanmoins été convaincu par les Cassandre des gouvernements européens et suit maintenant le mouvement général. Il est vrai que fin novembre 2008, on parle plus de danger de déflation que de danger d'inflation... Et tout le monde parle maintenant de la « bourde » du début de l'été 2008 où le refi fut augmenté...

La Fed présente une politique plus « pragmatique » : elle lutte à la fois contre l'inflation mais n'hésite pas à lutter contre le danger de récession. Elle est plus keynésienne et beaucoup plus réactive donc

Greenspan aura suivi cette politique depuis 1987. Il a tenté de lutter de 1998 à 2000 contre la bulle boursière en augmentant les taux directeurs ; il a en partie déclenché la chute boursière de 2000-2001. Il avait annoncé la première catastrophe de la bulle de la « *Nouvelle économie* », avait tenté un atterrissage en douceur (un « *soft landing* ») qui s'est avéré le premier krach de 2000-2001. Puis il a détendu les taux pour lutter contre ce krach et le danger de récession, avec un certain succès

Certains l'accusent d'être, par son « laxisme », à l'origine de la crise des subprimes. C'est oublier quelle s'est déclenchée bien après, justement, quand la Fed eut gonflé de nouveau ses taux directeurs pour lutter contre la nouvelle bulle boursière à partir de 2004...

A très long terme, les politiques monétaires ou l'évolution spontanée de la masse monétaire (par les découvertes de métaux précieux, or et argent) dominent sans aucun doute les effets théoriques « à la Smith » ou par la double spéculation sur les marchés actions et obligations. Marx n'avait pas tort « d'hésiter » et, tout compte fait, de s'opposer à la théorie de Smith...

C'est sans doute l'explication des « *cycles longs* » ou « *vagues longues* » de Kondratieff (d'un demi siècle) : quand la masse monétaire augmente (découvertes de gisements d'or au XIX<sup>e</sup> siècle, ou politiques monétaires de baisse des taux au XX<sup>e</sup> siècle), l'économie « va bien » (forte croissance, faible chômage, mais infalton), avec de faibles taux d'intérêt. Et inversement, quand les mines d'or se tarissent ou que les politiques monétaires sont restrictives, l'économie « va mal » (faible croissance, fort chômage et faible inflation sinon stagnation du niveau général des prix), avec des taux d'intérêt élevés.

Les théories des « cycles du crédit » (« *credit cycles* ») renvoient au même phénomène pour ce qui concerne les *cycles courts* (ou *cycles Juglar*, d'un dizaine d'années). Quand l'économie repart après une crise, les taux d'intérêt bancaires sont faibles et les rentabilités économiques se réveillent : l'effet de levier de l'endettement (très positif), dope les investissements et est probablement source de forte croissance et d'inflation. Le retournement à lieu quand les rentabilités économiques se tarissent et que les taux bancaires sont dopés par les risques de faillites. Et la crise se déclenche

Ce sont les théories des néoclassiques dissidents Wicksell et Hayek (entre autres). La crise est *d'abord une crise bancaire* et est la conséquence du laxisme monétaire. Marx les avaient probablement anticipé ; Keynes les reprendra dans son « *Treatise on money* » de 1930 avant de s'autocritiquer dans sa « *Théorie générale* » de 1936 : il voyait en effet dans la baisse volontariste des taux courts une solution (*partielle*) à la crise.

Il est frappant de constater que les explications « vulgaires » ou théoriques de la crise actuelle renvoient fondamentalement à ces théories : les crises trouvent toujours leur source dans la sphère monétaire, dissociée de la sphère réelle (la dichotomie) : « **la faute aux banques** ». On peut penser le contraire : la crise trouve sa source dans l'économie réelle

Solution **partielle à la crise** selon Keynes ; en effet, il pensait qu'entre le taux d'intérêt (il ne percevait que les taux courts, de part sa *théorie monétaire* du taux d'intérêt) et la rentabilité économique marginale du capital, la seconde était dominante. Et, pour lui, le frein à la hausse de la rentabilité marginale se trouvait dans la faiblesse de la demande effective anticipée. **Explication par la demande**. Marx en restait à la baisse tendancielle du taux de profit comme explication des crises cycliques, à laquelle s'ajoutait la hausse des salaires en fin de période d'expansion. **Explication par l'offre**

Marx a sans doute raison ; sauf qu'il faut lier les deux explications par la demande et par l'offre.

On insistera dans ce qui suit sur la constatation de la baisse des taux de profit, mais sans oublier que cette dernière est probablement la conséquence de la faiblesse de la demande des classes sociales à faibles revenus, de la répartition de plus en plus inégalitaires des revenus dans les pays riches (et les grands pays « émergents »).

On n'oubliera pas non plus qu'une répartition du revenu macroéconomique plus favorable aux salariés en période de crise ne veut pas forcément dire hausse du pouvoir d'achat des « pauvres », mais simplement baisse de la part des profits des « riches » dans le revenu.

### 3 - Questions

**Baisse tendancielle du taux de profit ou simple cycle ?**

**Crise financière ou crise réelle ?**

La crise bancaire et financière actuelle, avec le krach boursier d'octobre 2008, est en fait née vers 1999 dans la sphère réelle

Les taux de profit *nominiaux*, c'est-à-dire non corrigé du taux d'inflation, (ici les **rentabilités économique et financière nettes\***) calculés pour la France, à partir des séries de la comptabilité nationale de l'INSEE), peuvent apparaître en baisse tendancielle depuis vingt ans, mais avec une reprise de 1994 (après la crise de 1993) à 1999. Ensuite, la chute est évidente de 1999 à 2006 (et probablement jusqu'à 2008)

La chute de  $r$  est phénoménale ;  **$r$  est également une rentabilité : celle des prêteurs. On a donc bien à considérer trois rentabilités**

\* La **rentabilité économique nette** est le **profit net** (après consommation de capital fixe ou dotations aux amortissements) **d'exploitation** (Excédent net d'exploitation, ENE, pour les connaisseurs) **ramené aux capitaux économiques mis en œuvre CMO** en valeur de marché. La **rentabilité financière nette** est l'ENE moins les **intérêts nets et impôts ramenés aux capitaux propres** en valeur de marché

On peut calculer une myriade de taux de profit : les taux bruts avant amortissements par exemple

On propose d'abord de tordre le cou à une légende, une autre : certes la part de la rémunération des salariés dans la valeur ajoutée brute (VAB) des *Sociétés non financières (SNF)* à fortement baissé depuis le pic de 1982 (le « scandale de dix points perdus », donc de « gain de dix points » pour la part des profits) ; mais cette baisse et donc cette hausse sont bien anciennes (de 1983 à 1989) !

Or, depuis 1998, avec le troisième choc pétrolier, la part de la rémunération des salariés est plutôt « tendanciellement » **en hausse**. Il est vrai que depuis 2003, elle stagne à la baisse, mais à un niveau encore confortable comparé à ceux de 1998 et 1999. Les efforts des entreprises pour lutter contre la morosité de leurs profits (stagnation puis baisse du pouvoir d'achat des salariés, surtout en 2007-2008) n'ont porté que partiellement leurs fruits en période de crise où les profits sont touchés de plein fouet par la faiblesse de la croissance puis la récession.

On peut montrer que ce n'est là, dans une certaine mesure, qu'une illusion due à la part de l'énergie qui a dopé les consommations intermédiaires et ainsi fait baisser à la fois la part du travail et du capital (l'Excédent brut d'exploitation, l'EBE) dans la production. En effet, une partie de la production (3 à 4 % : ce n'est pas rien) a été transférée en consommations intermédiaires vers les pays pétroliers ; et la VAB perd ainsi 3 à 4 points dans la production. L'« illusion » notée plus haut n'est que partielle : il ne reste en France à se partager... que la valeur ajoutée qui subsiste après transfert !

Corrélativement, le « **taux de marge** » (l'Excédent brut d'exploitation, l'EBE, ramené à la VAB, le ratio sur lequel la communication est générale) a bien été dopé après son étiage (exceptionnel) de 1982 ; mais la remontée ne date pas d'hier : elle date de la même période 1983-1989

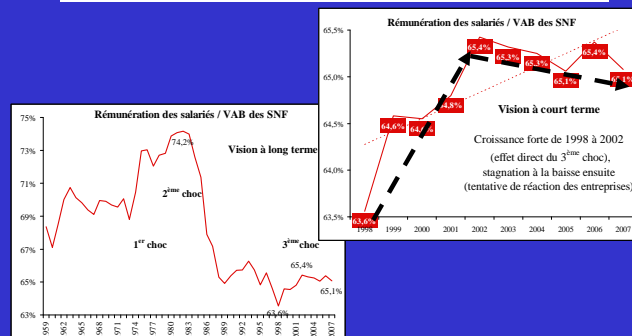
Et, depuis le pic de 1989, la tendance est plutôt à la baisse, accélérée depuis le troisième choc pétrolier. Le taux de marge aura perdu près de deux points de 1998 à 2002 ; il ne remonte (mais que de 0,5 point) de 2003 à 2007

Les « faits sont têtus ». Autrement dit, sur la période récente, la part de l'EBE dans la VAB est « tendanciellement » en baisse, après le rebond évident depuis 1982. On peut même faire remonter à la fin des années 80 cette baisse tendancielle du taux de marge (voir les graphiques qui suivent)

C'est là **l'une** des raisons de la baisse tendancielle et/ou du cycle des taux de profit (la chute est évidente à partir de 1999) depuis une vingtaine d'années

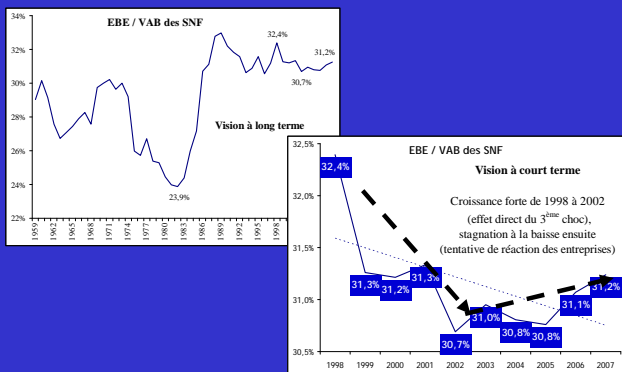
L'une des raisons, mais pas la seule

### La part du travail, avec zoom sur la période récente...



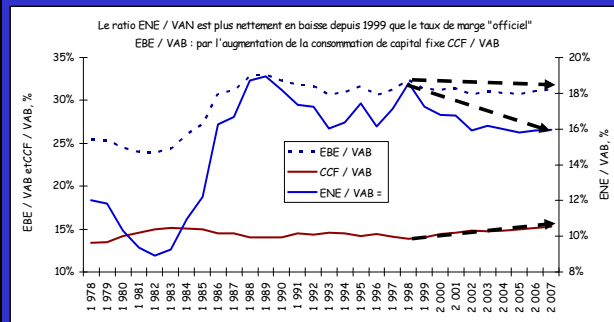
Source INSEE, Comptes nationaux, comme tout ce qui suit (élaboration P. Castex)

La part du capital, avec zoom sur la période récente...



Source INSEE, Comptes nationaux, comme tout ce qui suit (élaboration P. Castex)

De plus, le « vrai » taux de marge doit être appréhendé par le ratio ENE / VAB. Avec la croissance de la consommation de capital fixe ramenée à la VAB, le « vrai » taux de marge est en baisse encore plus marquée depuis 1999 ! Baisse nettement plus marquée que selon le taux « officiel » EBE / VAB

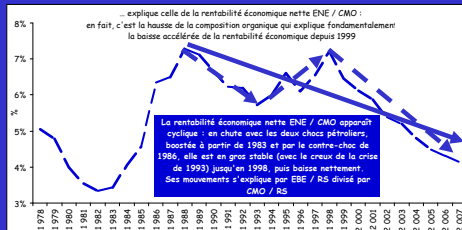
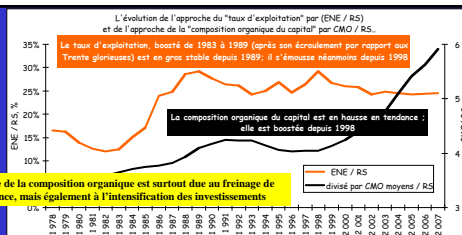


Le « *taux d'exploitation* » (selon Marx, le rapport entre la « plus-value » réalisée en profit et la Rémunération des salariés RS) étant approchée par le ratio *ENE / RS*) est assez stable depuis 2002, après sa chute (voir plus haut...) après 1998

La baisse des taux de profit sur cette période est en fait surtout due à la croissance de la « *composition organique du capital* », ici approchée par le ratio *CMO / RS*

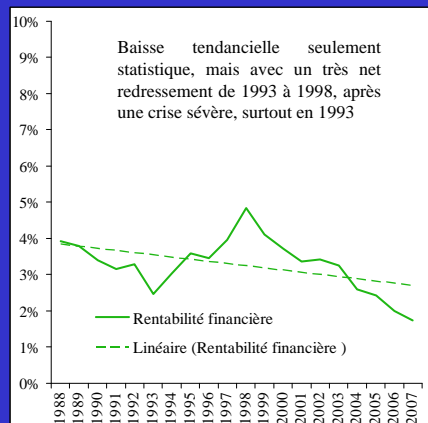
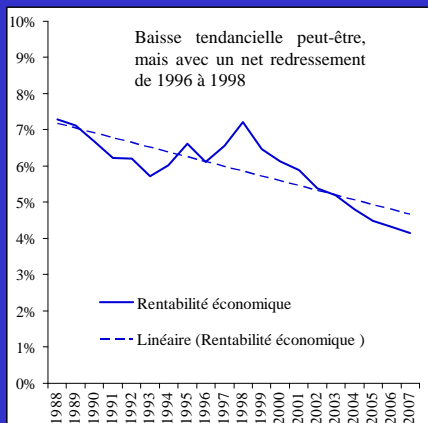
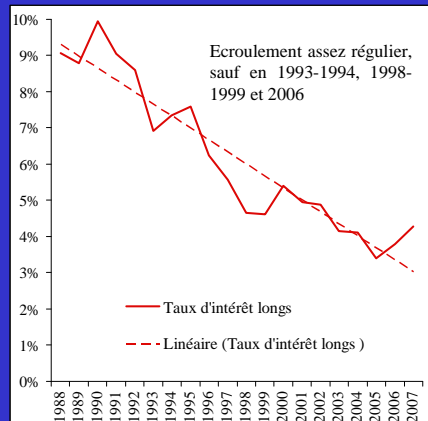
On a en effet :

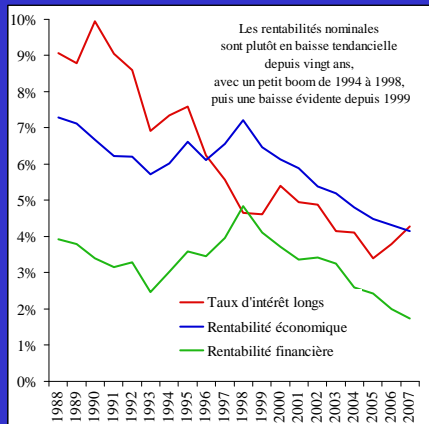
$$\text{Taux de profit} = \frac{\text{ENE}}{\text{CMO}} = \frac{\text{ENE} / \text{RS}}{\text{CMO} / \text{RS}} = \frac{\text{Taux d'exploitation}}{\text{Composition organique}}$$



## 31 - Les rentabilités nominales\*

\* Il s'agit des rentabilités calculées à partir des agrégats en euros courants, avant prise en compte de l'inflation. Au dénominateur, il s'agit des capitaux (mis en œuvre ou capitaux propres) réévalués, proches des valeurs de marché





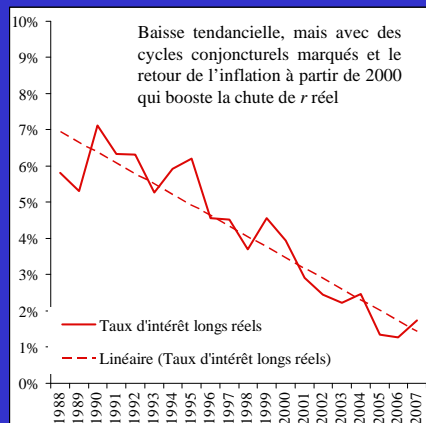
## 32 - Les rentabilités réelles\*

\* Il s'agit des rentabilités calculées à partir des agrégats en euros courants, mais après prise en compte de l'inflation. Au dénominateur, il s'agit toujours des capitaux (mis en œuvre ou capitaux propres) réévalués, proches des valeurs de marché

Les taux de profit *réels*, c'est-à-dire corrigés du taux d'inflation, sont également en baisse tendancielle, mais moins marquée

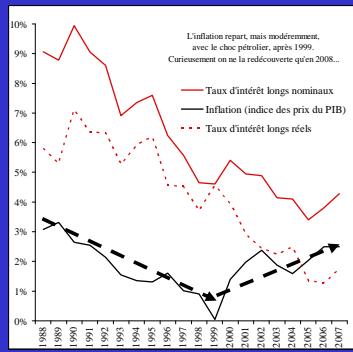
En fait, plutôt qu'une baisse tendancielle des taux de profit, il vaut mieux considérer un cycle : boom avant 1999 crise réelle après

La question de la baisse tendancielle du taux de profit (théorie de Marx) reste néanmoins une question ouverte

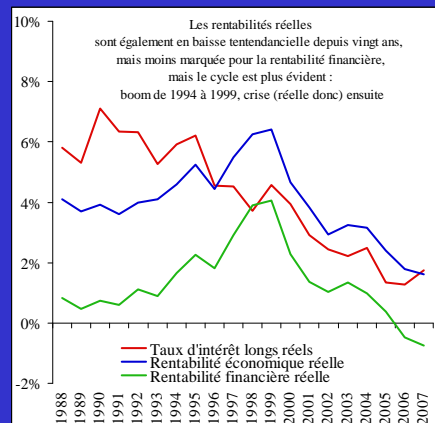
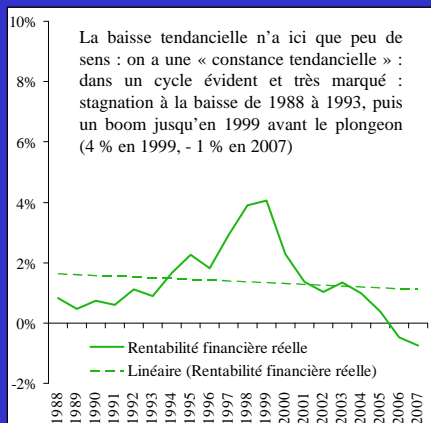
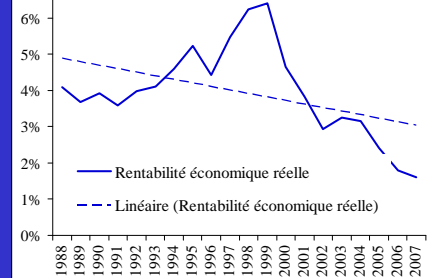




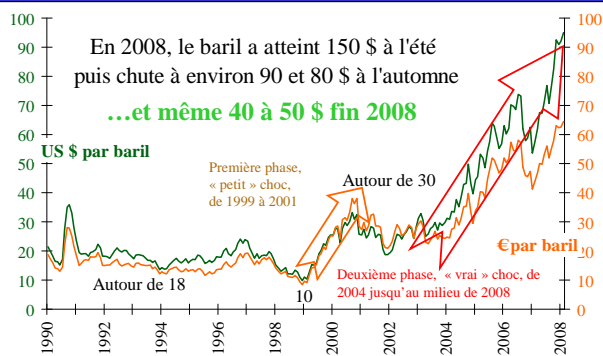
Cette forte chute des taux réels à partir de 2000 est évidemment due à la hausse du taux d'inflation sur la période du troisième choc pétrolier, surtout depuis 2005



La baisse tendancielle n'est que statistique ; et elle est faible : on a en fait un cycle évident : reprise de 1988 à 1999, puis un plongeon jusqu'en 2002, avec un petit soubresaut en 2003-2004, avant la seconde phase du troisième choc pétrolier, le « vrai choc pétrolier » de 2005-2008



Ce qui est certain, c'est que la crise des taux de profit après 1999 est sans aucun doute liée au troisième choc pétrolier (avec l'effet taux de change €/\$ qui perturbe l'analyse, surtout depuis 2003)



Et le troisième choc pétrolier trouve en partie sa cause dans le boom des économies émergentes (Chine et Inde en particulier) : un *renversement géopolitique majeur ; le monde capitaliste « occidental » plonge mais l'Orient émerge...*

Mais il est fort probable que la récession annoncée par quelques Cassandre depuis longtemps, et maintenant avérée, fasse chuter le prix du brut ; on le voit en octobre et novembre 2008

Et ce n'est probablement pas fini...

## Conclusion -

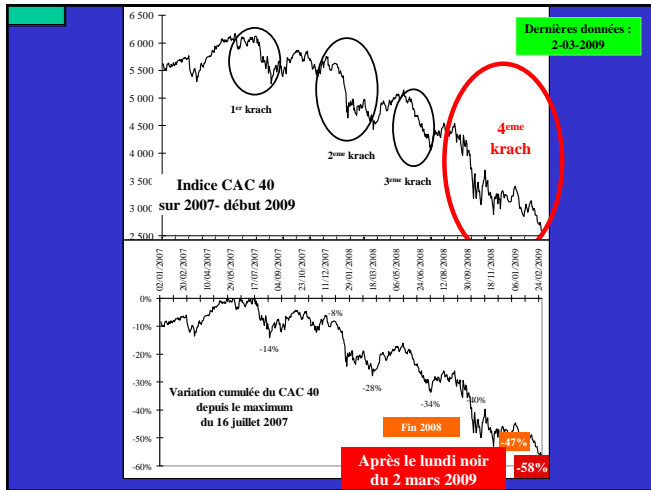
**Le prix avant la crise pour les salariés ... et après ?**

**Existe-t-il des solutions à la crise 2000-2008 ?**

La dernière crise boursière commença au milieu de juillet 2007, quand la crise bancaire des « subprimes » apparut au grand jour...

...pour aboutir, après quelques plongeon et des soubresauts, au krach de la semaine du 6 octobre 2008...

... enfin au lundi noir du 2 mars 2009



... les mesures prises après octobre 2008 furent peut-être efficaces pour sauver les banques, l'économie « monétaire », ...

... mais pas pour éviter la récession de l'économie « réelle » à notre avis déjà enclenchée depuis près de dix ans ...

...d'où les mesures de relance budgétaires prises plus tard, fortes aux Etats-Unis, plus timorées en France...

NB : on doutait qu'elles fussent prises en octobre 2008 (voir et entendre notre vidéo...)

L'Europe a décidé, après la semaine noire, de mobiliser 1 700 G€ (milliards d'euros) pour le sauvetage des banques (dont 360 G€ pour la France : 40 pour recapitaliser et 320 pour garantie bancaire). Le plan Paulson et d'autres interventions tourneront autour de 1 000 G\$ (à diviser par environ 1,5 pour convertir en €, un peu moins en octobre...)

Ça fait beaucoup de sous ; le PIB français tourne autour de 2 000 G€, le PIB mondial autour de 40 à 50 000 G€

Et quel mal n'a-t-on pas eu pour trouver 1 G€ pour financer le RSA !

Mais la relance, tant aux Etats-Unis qu'en Europe (mais avec peu de concertation...) s'effectue maintenant en acceptant de gros déficits budgétaires. En France, on trouve des centaines de milliards (dont la plus grande partie n'est que fictive : les garanties bancaires) pour les banques, 26 G€ pour une relance par l'investissement, mais rien (ou presque : après les premières manifestations) pour la relance de la consommation... Ubuesque ; voir page suivante...

« ...

Mère Ubu - *Perce ce mystère et nous serons riches, sac à vin ! Comment se fait-il que d'un côté on ne trouve jamais d'argent pour le trou de la Sécu, pour la faim dans le monde, pour les bas salaires, pour, que sais-je, les pays de claquedents criant misère, et que tout soudain les milliards se débloquent et grouillent comme vermine dès qu'il s'agit de renflouer de gras banquiers victimes de leurs propres machinations calculatoires !*

Père Ubu - *Décervelée que tu es, c'est que les gouvernants et les banquiers s'entraident, étant amis comme cochons, ainsi que le sait le premier sagouin venu.*

... » pcc Alfred Jarry, Jean-Luc Porquet,

*Activons la pompe à phynances !*

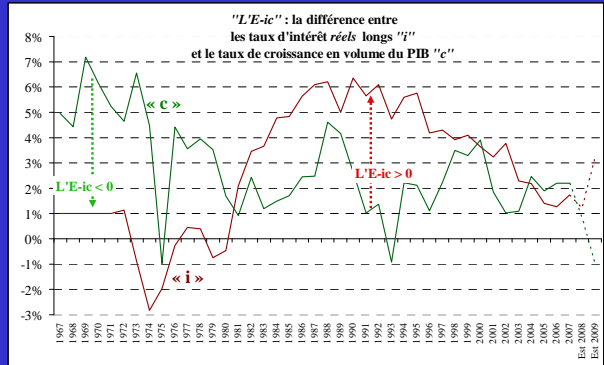
Le Canard enchaîné, 15 octobre 2008, page 5

D'après la théorie économique, le taux de rentabilité économique réel et le taux d'intérêt réel ( $r$  moins taux d'inflation) que nous noterons cependant ici «  $i$  », doivent se caler à long terme sur le taux de croissance annuel en volume du PIB que nous noterons ici «  $c$  » comme croissance. C'est cet écart (donc «  $E$  ») entre «  $i$  » et «  $c$  » que nous baptiserons  $L'E-ic$  ; et c'est une mesure de « l'efficacité de la lutte de classes des rentiers », en points favorables ou défavorables à ces capitalistes contre les salariés

D'après la théorie,  $L'E-ic$  devrait être nul dans une économie en équilibre...

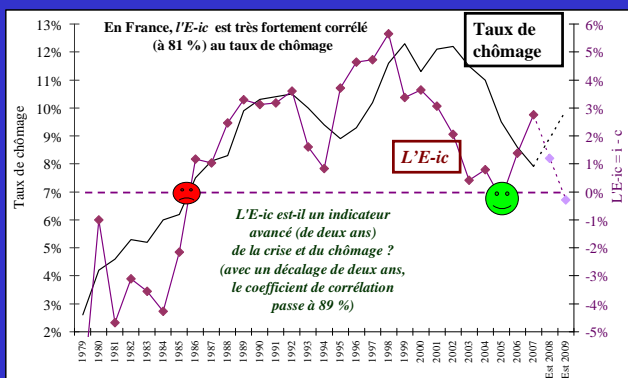
Or,  $L'E-ic$  est en France le plus souvent très positif sur les trente dernières années : le match fut gagné sur cette période par les épargnants héros de l'abstinence, sauf de 1999 à 2008 et surtout depuis 2004 où  $L'E-ic$  positif s'amenuise et tend vers zéro. Il était par contre largement perdu à la fin des Trente glorieuses : le hic pour eux, avec un écart très négatif. Le retournement, brusque, dû surtout à «  $i$  », date de 1980-1981

... «  $c$  » est très fluctuant, avec trois creux et deux bosses sur la période



«  $i$  » présente une parabole, avec un maximum autour de 1988-1991...

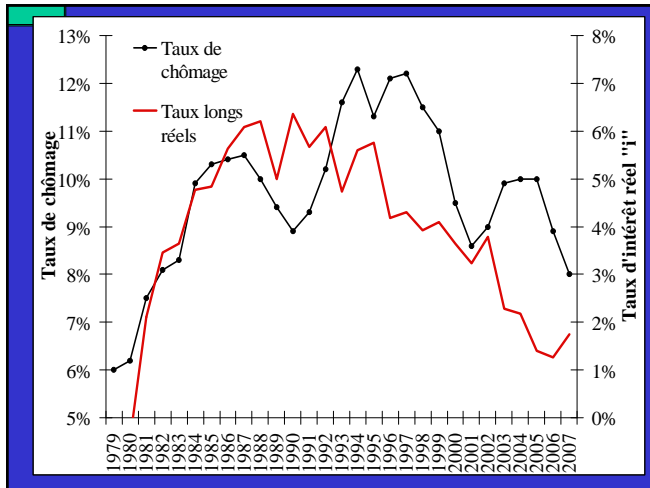
... et  $L'E-ic$  est parfaitement corrélé au taux de chômage



Notre invention de  $L'E-ic$  comme « critère de performance de la lutte des classes » n'est en fait qu'une finasserie bien universitaire. Mais elle semble cependant annoncer les variations du taux de chômage : il s'agit peut-être d'un indicateur avancé de crise. On peut se contenter d'une analyse plus élémentaire, celle entre le taux de chômage et le taux d'intérêt réel :

- quand les créanciers (et les actionnaires) se goinfrent, l'économie va mal, la croissance est faible et le chômage élevé
- quand les créanciers sont « euthanasiés », selon l'expression de Keynes qui ne les aimait guère, l'économie va mieux et le chômage diminue

Sauf que la crise réelle depuis 1999 et le krach boursier actuel va s'accompagner à la fois de l'euthanasie des rentiers et des actionnaires et de la montée du chômage...



La corrélation est étonnamment remarquable entre le taux de chômage sur longue période et l'*E-ic* ; mais elle est déjà très remarquable avec, tout simplement, « *i* »  
 On ne mentionne pas ici la croissance des inégalités de revenu entre les riches (avec les « *working richs* ») et les pauvres avec les « *working poors* »...

De méchantes langues pourraient plagier le titre de Boukharine : *L'économie politique du rentier*. Ils évoqueraient alors « *la politique économique du rentier* » pour caractériser la politique monétariste qui a dominé la période des trente années de plomb  
 On en connaît même qui rajouteraient : la politique économique du social-libéralisme...

Les deux périodes caractérisant l'*E-ic* sont on ne peut plus claires ; elles indiquent en outre que la *théorie* de Smith enrichie par celle de la double spéculation est largement dominée par les *frottements* de la politique monétaire : jusqu'au début des années 90, le monétarisme aura, avec sa politique de taux courts élevés, largement dominé la liaison spontanée  $V_A \rightarrow r$   
 Ces frottements semblent disparaître depuis 1999. Les causes de ce retournement ne sont pas évidentes : *mondialisation* arrivée « à maturité » (avant le pourrissement ?) ; *maturité également de la financiarisation* (maturité sans aucun doute très avancée...)

Il est piquant de remarquer que l'*E-ic* moyen des quarante dernières années est proche de zéro et que la crise du début du XXI<sup>e</sup> siècle semble rétablir l'équilibre tendanciel entre « *i* » et « *c* », conformément à la théorie économique traditionnelle

La politique économique des trente années de plomb aura conduit à la catastrophe que l'on connaît

Cette crise va peut-être bouleverser encore la théorie économique ; l'interventionnisme (par exemple les nationalisations des banques) va certainement revenir comme fondement de la « science » économique : nécessité fait loi !

Mais la politique monétaire est bien insuffisante, Keynes l'a montré après la crise de 1929 tandis qu'il fustigeait la « bourse casino ». Seule une politique budgétaire massive peut renverser la vapeur. Nous pensions en novembre 2008 que ces dogmes tiendraient bon ; erreur : des Etats-Unis d'Obama à la France de Sarkozy, la politique budgétaire est en marche. Plus vive aux Etats-Unis, avec relance de la consommation, plus molle en France où l'on se contente d'une relance par l'investissement.

Nous pensions en novembre :

« *Keynes, réveille-toi,  
ils sont tous devenus fous !* »,  
et *Keynes s'est donc réveillé...*

### Keynes est donc de retour, et plus vite que l'on aurait pu le croire...

Il était évident (mais on pouvait se tromper...) qu'un keynésien aurait, dans la tourmente boursière, le prix Nobel d'économie (qui n'est pas un prix Nobel, mais qu'importe : à vous de trouver le hic...)

Par exemple, « Libé » du mardi 14 octobre (2008), alors que la bourse rebondit en Europe et ailleurs (grâce à « *Un casse à 1 700 milliards* » (le titre en cinq colonnes à la une résumant l'intervention européenne du week-end), annonce en bas de première page, toujours sur cinq colonnes, une « *Rencontre avec Paul Krugman* », le Nobel « *de l'antibushisme* » 2008

« Libé » n'avait pas eu le temps de publier cette interview du mois d'août, des « *propos inédits* » qui viennent bien à propos. Une remarque de l'économiste français Thomas Piketty résume ces articles sur Krugman : qui « *a tracé la voie entre le libre-échangeisme bête et méchant et le protectionnisme borné* », bref, la mondialisation régulée à la « *New FMI* » tendance Strauss Kahn

Krugman est un « *libéral* », au sens des économistes américains, ou au sens du Keynes des années trente : un interventionniste modéré pour policer le capitalisme

Pas au sens de Delanoé qui s'emmêle les pinceaux avec son libéralisme, politique, évidemment : ce n'est plus le moment de gaffer....

Ce qui est fascinant, dit-on de Krugman, « *ce n'est pas ce qu'il écrit, mais qu'il soit le seul à le faire aussi violemment* » ; toujours comme Keynes qui n'avait pas de mots assez durs contre le laisser faire et ses partisans : les rentiers qu'il rêvait d'euthanasier

Ou « *Il faut tout changer pour que rien ne change* »

« Libé » annonce par ailleurs (discrètement, en page 36) : « *Keynes et le temps des crises* » (un tissu de banalités et de contresens sur des citations-clichés du maître)

On peut lire par contre dans *La Tribune* de la veille, un article d'Isaac Johsua, un marxiste, qui éreinte le Plan Paulson (*Le sauvetage des banques américaines, Plan Paulson : de Charybde en Scylla*)

Keynes new-look, ou Marx\* comme réponses à la crise ?

\* Il paraît que *Le capital* de Marx ne s'est jamais aussi bien vendu que depuis quelques jours... Et on ne parle plus, à la télé ou chez notre Omniprésent, d'*économie de marché* mais d'*économie capitaliste*...