

La financiarisation de l'économie et la création de valeur

par

Jean-Marie Harribey

Centre d'économie du développement
Université Montesquieu-Bordeaux IV - France

Résumé

Au cours des vingt-cinq dernières années, les relations entre les processus productifs et les processus monétaires et financiers ont été modifiées au point d'accréditer l'idée que la sphère financière serait devenue complètement autonome de la sphère productive. La thématique de la « création de valeur pour l'actionnaire » s'est imposée et la pression en faveur de l'augmentation permanente de celle-ci reflète une double modification des rapports de forces : entre salariés et détenteurs de capitaux parce que l'accroissement de la rentabilité du capital se fait au détriment de l'emploi et des salaires, et entre capitalistes eux-mêmes parce que l'accaparement de la plus-value donne lieu à un mouvement de centralisation du capital considérable par le biais de fusions et d'absorptions.

Cet article tente de réfuter la vision traditionnelle selon laquelle le capital est capable de s'auto-engendrer ainsi qu'une vision plus récente qui prétend que les croyances sont en elles-mêmes créatrices de valeur sans référence au système productif. Derrière la « création de valeur pour l'actionnaire » se dissimule en réalité un processus de modification de la répartition de la valeur créée par la force de travail. Pour le montrer, le concept de **valeur captée** tient une place centrale. Il permet de voir que si la distinction entre capital productif et capital financier reste pertinente, on ne peut en déduire que le second aurait acquis la possibilité de se valoriser globalement indépendamment du premier.

Abstract : The Financiarisation of the Economy and the Creation of Value

Over the past twenty five years, the connection between the production process and the monetary and financial process have been modified up to the point to give credit to the idea that the financial field has become totally autonomous from the production field. The thematic of the « creation of value for the shareholder » has become uppermost and the pressure towards its permanent increase is the reflection of a double change in the forces strife : between the wage earners and the capitalists because the increase of capital profitability occurs to the detriment of employment and wages, and also among the very capitalists because the monopolizing of the surplus of value entails a centralization movement of the capital through mergers and takeovers.

This paper tries to disprove the traditonal vision according to which the capital is able to self-reproduce as well as a more recent vision that the beliefs are themselves creative of value having no reference to the productive system. In fact, behind the « creation of value for the shareholder », lurks the process of modification of the distribution of value created by the work force. In order to prove this, the concept of **confiscated value** holds a central position. Thus, it enables one to see that if the distinction between the productive capital and the financial capital still has some pertinence, one cannot infer that the latter would have been able to value itself globally, independently from the former.

Sommaire

1.	Introduction	1
2.	La logique financière	2
1.	La finance est inhérente au capitalisme	3
A.	<i>Le capitalisme est une économie monétaire</i>	3
B.	<i>Déconnexion apparente entre production et finance</i>	3
2.	Un nouveau mode de gestion	4
A.	<i>La «création de valeur pour l'actionnaire»</i>	4
B.	<i>Le gouvernement d'entreprise</i>	5
3.	La logique financière engendre-t-elle une "création de valeur" ?	5
1.	Valeur captée versus valeur ajoutée	6
A.	<i>Les trois formes de captation de la valeur</i>	6
B.	<i>Essai de formulation</i>	7
C.	<i>La liquidité de la valeur captée</i>	10
2.	Retour sur la théorie de la valeur	12
A.	<i>La discussion épistémologique</i>	12
B.	<i>Loi de la valeur et production immatérielle</i>	14
4.	Conclusion	15
	<i>Références bibliographiques</i>	16
	<i>Annexes</i>	19

« Or, c'est dans le capital productif d'intérêt que le fétichisme du capital atteint son paroxysme avec l'idée qui attribue au produit du travail accumulé, et cela sous forme d'argent, le pouvoir, inné et secret, de créer, tel un automate, de la plus-value selon une progression géométrique, si bien que ce produit du travail accumulé a (...) depuis bien longtemps escompté toute la richesse du monde pour l'éternité, comme lui appartenant et lui revenant de droit. Ici, le produit du travail passé – voire le travail passé lui-même – est en soi porteur d'une parcelle de surtravail vivant, passé ou futur. Toutefois, nous savons que la conservation – donc également la reproduction – de la valeur des produits du travail passé est en fait, le seul résultat de son contact avec le travail vivant ; nous savons, en outre, que la domination des produits du travail passé sur le surtravail vivant ne peut durer plus longtemps que le système capitaliste, qui repose sur des rapports sociaux donnés, où le travail passé, autonome et tout-puissant, se dresse face au travail vivant. »

Marx, *Le capital*, Livre III [1968, p. 1156-1157]

1. Introduction

Les transformations qu'a connues le capitalisme au cours du dernier quart du XX^e siècle constituent une phase importante de son histoire marquée par le bouleversement des systèmes d'information et de communication, par des formes et des rythmes différents de l'accumulation menée sous le contrôle et la domination d'un capital financier en voie de mondialisation, et par un changement du rapport salarial dont la montée de la précarité et du chômage, l'effritement des protections sociales et la remise en cause du compromis fordien et keynésien sont les signes les plus évidents. Les relations entre les processus productifs et les processus monétaires et financiers ont été modifiées au point d'accréditer l'idée que la sphère financière serait devenue complètement autonome de la sphère productive. Cette idée était très ancienne puisque le fond de la pensée économique néo-classique a toujours été de croire à la « productivité » du capital mais elle prend aujourd'hui une forme renouvelée avec la thématique de la « création de valeur pour l'actionnaire ». La pression en faveur d'une augmentation permanente de la valeur actionnariale (*shareholder value*) reflète une double modification des rapports de forces : entre salariés et détenteurs de capitaux parce que l'accroissement de la rentabilité du capital se fait au détriment de l'emploi et des salaires, et entre capitalistes eux-mêmes parce que l'accaparement de la plus-value donne lieu à un mouvement de centralisation du capital considérable par le biais de fusions et d'absorptions. Elle renvoie donc à des transformations matérielles fondamentales. Mais cette

thématique ressortit aussi à des changements profonds dans le domaine des idées que nous schématisons de la manière suivante. Dans sa version standard que l'on peut rattacher à la théorie néo-classique traditionnelle, la coupure entre production et finance se manifesterait par le fait que le capital pourrait dorénavant s'accumuler sans travail, s'auto-engendrer en quelque sorte¹. Cette vision théorique a des prolongements politiques concrets puisqu'elle est à la base des propositions de recours aux fonds de pension pour financer les futures retraites menacées par l'évolution démographique dans les pays développés. Dans sa version renouvelée qui puise son inspiration dans l'école des conventions, la coupure entre production et finance impliquerait un mécanisme de création de valeur autoréférentiel, fondé sur la croyance majoritaire en une création de valeur précisément.

L'objet de cet article est de tenter de réfuter ces assertions en soulignant que l'autonomie du capital financier n'est que relative. Par rapport à la version standard, il s'agira de rappeler que le capital ne peut pas s'auto-engendrer : sur le plan global, le capital ne peut s'accumuler sans être valorisé par la force de travail, c'est-à-dire sans que celle-ci soit exploitée au sens marxien du terme ; et, entre les mains de tel ou tel capitaliste, le capital ne peut grandir que par un prélèvement sur la plus-value sociale au prorata de son engagement ou bien que par un prélèvement sur la plus-value sociale anticipée grâce à des profits boursiers spéculatifs. Par rapport à la version renouvelée de la coupure entre production et finance,

¹ C'est cette illusion que Marx appelait fétichisme de l'argent. « Toujours est-il que le profit se présente ici comme le produit d'un rapport social et non comme le simple produit d'une chose. (...) Dans la forme du capital productif d'intérêt, cela apparaît directement, sans l'intervention des actes de production et de circulation. Le capital y apparaît comme une source mystérieuse, créatrice de l'intérêt, source de son propre accroissement. La chose (argent, marchandise, valeur) est déjà en tant que telle du capital, et le capital se révèle comme une simple chose ; le résultat du processus de reproduction dans son ensemble apparaît comme une propriété inhérente à une chose (...) Dès lors, c'est dans le capital productif d'intérêt que ce fétiche automatique trouve son expression parfaite, la valeur qui s'engendre elle-même, l'argent qui enfante l'argent : sous cette forme, nulle cicatrice ne trahit plus sa naissance. Le rapport social se trouve achevé dans la relation d'une chose, l'argent, avec elle-même. Au lieu de la transformation réelle de l'argent en capital, c'est une forme sans contenu qui apparaît ici. Comme dans le cas de la force de travail, la valeur d'usage de l'argent est ici sa capacité de créer de la valeur, une valeur d'échange supérieure à celle qu'il renferme. En soi, l'argent est déjà virtuellement de la valeur qui fructifie, et c'est comme tel qu'il est prêté (...) L'argent acquiert ainsi la propriété d'engendre de la valeur, de rapporter de l'intérêt, de la même manière qu'il est dans la nature du poirier de donner des poires. » [Marx, 1968, p. 1151-1152].

il s'agira de montrer que la croyance – au second degré – en l'existence d'une convention présidant à la fixation des valeurs mobilières qui ne serait elle-même que le résultat d'une croyance, sans qu'il n'y ait à aucun moment de lien avec l'état des rapports sociaux de production, est la manifestation d'une nouvelle forme de fétichisme : alors que la théorie libérale néo-classique traditionnelle considère le profit comme le fruit d'une chose morte, tenue pour féconde – le capital –, la théorie conventionaliste court le risque de verser dans un idéalisme absolu, lequel, sous le prétexte de ne pas se laisser abuser par de soi-disant valeurs fondamentales établies par des « marchés efficients », échouerait parce qu'il n'y aurait pas d'autre solution que d'admettre que les marchés financiers – par le biais de croyances – auraient un rôle de créateur de valeur. Réification dans un cas et idéalisme dans l'autre parachèvent alors la vision fétichiste du capital.

Pour étayer notre thèse, nous aurons recours à un concept très inhabituel mais qui est ici central : celui de *valeur captée*. En filigrane chez Marx lorsqu'il énonce la loi de la valeur qui aboutit à l'établissement de prix de production² et lorsqu'il oppose le capital productif au capital marchand (comprenant le capital commercial et le capital financier)³, ce concept est repris aujourd'hui par quelques auteurs, soit pour analyser les contradictions contemporaines du capitalisme à la lumière de la loi

² Marx, *Le capital, Livre III*, deuxième section [1968].

³ « Comme le capital commercial ne produit pas de plus-value, il est évident que la plus-value qui lui échoit sous forme de profit moyen constitue une partie de la plus-value produite par le capital productif total. Mais comment le capital commercial accapare-t-il cette quote-part de plus ou de profit ? » [Marx, 1968, p. 1057]. « Le rapport du capital marchand à la plus-value est différent de celui du capital industriel. Celui-ci produit la plus-value en s'appropriant directement du travail d'autrui impayé. Celui-là s'approprie une partie de cette valeur, en se la faisant céder par le capital industriel. » [Marx, 1968, p. 1065]. « (...) cette espèce de capital [marchand] fonctionne comme capital (...), ce qui lui permet de se faire céder une partie de la plus-value produite par le capital industriel » [Marx, 1968, p. 1066]. « (...) le profit des banquiers n'est qu'une retenue sur la plus-value puisque, au lieu de réer de la valeur, ils opèrent au moyen de valeurs déjà réalisées (...) » [Marx, 1968, p. 1091]. « (...) l'intérêt demeure en réalité ce qu'il paraît être et ce qu'il est à l'origine : une part du profit, c'est-à-dire de la plus-value que le capitaliste actif, industriel ou commerçant – s'il emploie non pas son propre capital mais du capital emprunté – doit verser au propriétaire et prêteur de ce capital. » [Marx, 1968, p. 1131].

marxienne de la valeur⁴, soit pour critiquer les méthodes de gestion de la *corporate governance* quant à l'accroissement de valeur pour les actionnaires mais sans relier celui-ci à la production de valeur⁵. Ce concept de *valeur captée* nous permettra de voir que si la distinction entre capital productif et capital financier reste pertinente, on ne peut en déduire que le second aurait acquis la possibilité de se valoriser indépendamment du premier.

La phase contemporaine du développement du capitalisme est généralement caractérisée comme étant celle de la globalisation financière. La définition la plus répandue de la globalisation financière constituée par le triptyque déréglementation, désintermédiation et décloisonnement. Toutefois, cette définition ne fait pas apparaître les points principaux qui sont :

- l'intégration de l'ensemble des activités productives et commerciales sous l'égide de la finance ;

- l'enrichissement financier des groupes les plus puissants se faisant par captation de plus en plus grande de la valeur ajoutée dont la précarisation du salariat est un élément fondamental du dispositif.

Cette captation de la valeur est dénommée dans le langage de la finance « création de valeur » ou plus crûment « création de valeur pour l'actionnaire ». Nous proposons d'examiner dans un premier temps en quoi consiste la logique financière qui préside aux destinées de la planète en voie d'unification autour de l'objectif de la rentabilité maximale, et dans un second temps de regarder si l'application de cette logique engendre une quelconque création de valeur.

2. La logique financière

Il y a un certain risque de parler de logique financière car cela pourrait laisser croire à un changement de nature du capitalisme dans la phase récente. Or la finance est inhérente au capitalisme. Simplement, ce système connaît aujourd'hui une forme particulière d'accumulation privée dans

⁴ Le concept est plus qu'implicite chez Chesnais puisqu'il parle de « ponction » [1994, p. 212] ; il est explicite chez Zerbato [1999] et Harribey [1999-b et 1999-c]. Le concept était également sous-jacent aux analyses en termes d'échange inégal d'Emmanuel [1969] et d'Amin [1973-a ; 1973-b ; 1977].

⁵ Freeman et Liendtka [1997, p. 56] utilisent le concept pour développer une vision de l'entreprise partenariale ; Fitoussi [1999] dénonce la pression pour capter toujours plus de valeur mais sans la relier à la théorie de la valeur (voir ci-dessous).

laquelle un nouveau critère de gestion tient une place grandissante.

1. La finance est inhérente au capitalisme

La finance est inhérente au capitalisme parce que le capitalisme est une économie monétaire. Il s'ensuit que la déconnexion entre la production et la finance n'est qu'apparente et partielle.

A. Le capitalisme est une économie monétaire

La finance est inhérente à une économie monétaire telle que le capitalisme. En son sein, la monnaie est essentiellement l'instrument de l'accumulation du capital.

D'un point de vue macroéconomique, sans création monétaire, l'accumulation serait impossible parce qu'au cours d'une période le capital ne pourrait récupérer en vendant les marchandises produites que les avances faites sous forme de salaires et d'outils de production. Macroéconomiquement, pour qu'un profit accumulable puisse être réalisé, il faut que soit mise en circulation une quantité de monnaie supérieure à celle qui correspond aux avances précédentes.

En termes marxistes, sans création monétaire, les propriétaires des moyens de production ne pourraient transformer la plus-value produite par le travail en profit et donc accroître leur capital. Par le crédit, le système bancaire anticipe le profit monétaire représentant le « travail vivant » approprié par le capital. Le capitalisme ne peut donc se passer de financement pour accumuler. De son côté, l'analyse circuitiste keynésienne permet de relativiser considérablement la thèse de Hicks du passage d'une économie d'endettement à une économie de marché.

La démonstration peut être faite à partir des schémas de la reproduction de Marx.⁶

On désigne par c le capital constant, v le capital variable, r le taux de profit, α la part du profit accumulée.

En début de période, la section 1 a reçu des commandes des sections 1 et 2 dont le montant est :

$$c_1 + c_2$$

la section 2 a reçu des commandes de 1 et 2 :

$$v_1 + v_2$$

Ces commandes correspondent aux avances en capital productif des capitalistes des deux sections. En fin de période, chacune a livré ces commandes et a perçu l'argent correspondant. Aucune des deux ne peut acheter les biens qui permettraient à l'autre de « réaliser » la plus-value que l'emploi de v_1 et de v_2 leur a permis de créer. Il n'y aura donc pas possibilité

d'investir et d'enclencher l'accumulation. Pour que cela soit possible, il faut qu'en début de période, le système bancaire ait fait l'avance correspondant à l'anticipation des profits⁷, le montant anticipé de ces derniers étant :

$$r(c_1 + v_1 + c_2 + v_2)$$

A ce moment-là, le profit monétaire est possible de même que la reproduction élargie puisque chaque section a en sa possession :

$$1 : c_1 + c_2 + \alpha r(c_1 + v_1 + c_2 + v_2)$$

$$2 : v_1 + v_2 + (1-\alpha)r(c_1 + v_1 + c_2 + v_2)$$

B. Déconnexion apparente entre production et finance

Le capital étant du travail accumulé, l'argent est une représentation du travail vivant. Le capital n'a aucune capacité en lui-même d'engendrer un supplément de valeur. Le capital ne peut s'accroître par lui-même, et, pire, s'il n'y a pas de force de travail pour le valoriser, il perd sa propre valeur. Il n'a donc aucune autonomie par rapport au travail. C'est la raison pour laquelle Marx le considérait comme un rapport social.

C'est ainsi que la caractérisation du circuit du capital par Marx s'applique parfaitement aux relations existant entre sphère financière et sphère réelle. L'argent est investi pour acheter des marchandises utilisées comme capital productif et de la force de travail ; de nouvelles marchandises sont produites pour être vendues et récupérer un capital plus grand.

$$A \rightarrow M \left\{ \begin{array}{l} MP \\ FT \end{array} \right\} \rightarrow M' \rightarrow A'$$

Le capital financier peut changer n fois de mains par jour, cela n'enlève rien au fait que s'il veut s'accroître macroéconomiquement (et pas seulement dans les mains de tel ou tel capitaliste), alors le détour par le système productif est indispensable. Le capital compté dans la capitalisation boursière et qui dépasse les capitaux propres peut être considéré comme du capital fictif⁸ macroéconomiquement parlant et même

⁷ On fait abstraction ici de la vitesse de circulation de la monnaie. La levée de cette hypothèse ne gênerait pas la démonstration : il suffirait de diviser le montant des profits anticipés par la vitesse de circulation, *i.e.* le nombre de fois qu'une même unité monétaire se transforme en capital-argent pendant le temps de rotation du capital.

⁸ « En tant que duplicata, négociables eux-mêmes comme marchandises et pouvant circuler comme valeurs-capital, ils (les titres de propriété) n'ont qu'une valeur fictive dont la hausse ou la baisse est absolument indépendante du mouvement du capital réel qui est leur objet. Leur valeur, c'est-à-dire leur cotation en Bourse, tend

⁶ Marx [1965 et 1968] ; voir aussi : Amin [1973-a, p. 71-74] et Harribey [1998-a].

microéconomiquement tant que tel ou tel capitaliste n'a pas pris ses bénéfices, dans la mesure où ils ne pourront pas tous à la fois réaliser cette capitalisation, c'est-à-dire vendre leurs titres simultanément.

En dépit du décalage entre les transactions purement financières (1500 milliards de \$ par jour, 450000 milliards par an) et les transactions commerciales (5000 milliards de \$ par an pour un produit mondial de 30 000 milliards), et en dépit du gonflement de bulles spéculatives assez régulièrement (la capitalisation boursière dépasse virtuellement le capital social des sociétés : phénomène du *goodwill*), la déconnexion entre production et finance n'est qu'apparente : le capital a conquis une autonomie totale de mouvement mais reste dépendant du travail productif pour son accroissement global.

Cette dépendance se manifeste de plusieurs façons analysées en son temps par Marx : par la contradiction entre la restriction du travail vivant et la nécessité de le mettre en œuvre pour produire de la plus-value qui est au cœur de l'analyse des crises ; et par la difficulté ensuite de réaliser la plus-value si les débouchés ne suivent pas le rythme de la production de marchandises.

Cette dépendance du capital par rapport au travail pour l'accumulation globale explique pourquoi se renforce la concurrence pour l'accaparement de la valeur créée. Mais, et le cas est fréquent, l'apparence des choses est prise pour leur essence : la mise en place d'un nouveau mode de gestion des entreprises et surtout des groupes industriels et financiers intégrés donne, à l'échelle microéconomique, l'illusion d'une création de valeur.

2. Un nouveau mode de gestion

Il se caractérise par l'adoption d'un critère qui tend aujourd'hui à se généraliser : la « création de valeur pour l'actionnaire », et par sa traduction institutionnelle à travers le gouvernement d'entreprise.

A. La « création de valeur pour l'actionnaire »

nécessairement à hausser avec la baisse du taux d'intérêt dans la mesure où celle-ci – indépendante des mouvements particuliers du capital-argent – est la simple conséquence de la baisse tendancielle du taux de profit ; c'est là une des raisons pour laquelle cette richesse imaginaire connaît une si grande extension dans le processus de développement de la production capitaliste. » Marx [1968, p. 1200].

Cette notion, née il y a près d'une dizaine d'années, s'est répandue très rapidement. Elle est issue des travaux de W.E. Fruhan et de A. Rappaport⁹ qui ont renouvelé la théorie financière. Elle a fait l'objet d'un dépôt de brevet par ses inventeurs J. Stern et G.B. Stewart¹⁰ et a été créditée immédiatement du statut de concept quasiment scientifique. Il s'agit d'une mesure des résultats financiers de l'entreprise à partir non pas du chiffre d'affaires ou de l'excédent d'exploitation, notions traditionnelles fournies par la comptabilité, mais à partir du solde entre profit et rémunération des capitaux. La méthode comporte deux aspects complémentaires centrés sur l'EVA et la MVA.

L'*economic value added* (EVA) est égale à la différence entre le résultat opérationnel après impôt (ou le *cash flow*) et la rémunération des capitaux :

En appelant P la production vendue,

p le prix de cette production,

F les facteurs de production,

f le prix de ces facteurs,

K le capital investi,

k le taux de rémunération de ce capital,

r le taux de rendement économique

équivalent à :
$$\frac{P \cdot p - F \cdot f}{K}$$

$$EVA = P \cdot p - F \cdot f - K \cdot k = K \cdot r - K \cdot k = K(r - k)$$

Dans le cas où l'EVA est positive, l'entreprise est considérée comme « créatrice de valeur ». On le voit, il ne s'agit pas de considérer si de la valeur ajoutée nette (VAN), au sens où on l'entend en économie, est apparue. En économie, la VAN comprend les salaires et les profits. Ici, l'EVA ne représente qu'une partie du profit au sens économique.

L'EVA ne doit pas être confondue avec le prix des actifs financiers ni avec la rentabilité financière.

Dans la conception financière traditionnelle, le prix d'une action en tendance est considérée comme étant la valeur actualisée de tous les revenus (dividendes) qu'elle procurera dans l'avenir :

$$\text{prix de l'action} = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t}$$

avec R le dividende, i le taux d'actualisation et t la période.

⁹ Fruhan [1979] ; Rappaport [1986]. Voir aussi Rappaport [1998].

¹⁰ Stewart [1991].

Comme il est difficile de prévoir avec certitude les bénéfices à venir, ce sont les bénéfices passés qui permettent de calculer le *Price earning ratio* (PER) qui est l'inverse du taux de rentabilité financière :

PER = prix de l'action/bénéfice par action.

Plus le PER augmente, plus le taux de rentabilité financière diminue. Donc plus le cours des actions monte, plus la rentabilité diminue pour une même masse de profits.

La *Market Value Added* (MVA) est la valeur actualisée à un taux représentant le coût moyen des capitaux de toutes les EVA prévues :

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1+i)^t}$$

Le changement apporté par l'introduction de ces nouvelles notions reflétant les nouveaux objectifs stratégiques des entreprises est d'opérer « un renversement complet de perspective, assujettissant la performance économique de la firme à une exigence posée *ex ante* de rémunération financière »¹¹.

B. Le gouvernement d'entreprise

Le gouvernement d'entreprise est une méthode de gestion tendant à rendre maximal le rendement des actions. La nouveauté est que cette recherche ne se fait plus prioritairement par le développement d'une stratégie de production mais par le biais de la prise de contrôle des entreprises les plus performantes. Cette stratégie peut se décliner de deux manières complémentaires : maximiser les dividendes pour les porteurs d'actions et maximiser la valeur boursière des actions pour engranger des plus-values lors de leur revente.

Cette démarche est pratiquée en premier lieu par les groupes financiers spécialisés dans la gestion de fonds. Ces opérateurs sont essentiellement les fonds de couverture (les *hedge funds*), les fonds mutuels et les fonds de pension. Par la quantité d'actions qu'ils détiennent dans le capital des grandes sociétés multinationales, ils ont acquis une telle puissance financière que les transactions se déroulent largement entre eux. Le prix des actions ne peut alors que monter pour éviter une perte à tel ou tel fonds spéculatif, et cette montée dépasse l'accroissement de

la production dans les entreprises dont les titres sont échangés.¹² Ainsi prend naissance le mécanisme appelé bulle financière qui ne représente que du capital fictif.¹³

Pour réduire les tensions engendrées par le gonflement de ce capital fictif qui accroissent l'incertitude des investisseurs quant à la possibilité de récupérer leur capital avec profit, il n'est pas d'autre moyen que de chercher à élever constamment le taux de rendement des fonds propres. A cet égard, la modification de la structure du passif des entreprises joue un rôle important : en accroissant le ratio dettes/fonds propres, le rendement des fonds propres s'élève, pour une productivité et une part des profits dans la valeur ajoutée données, par le simple fait d'un effet de levier plus important.¹⁴ Le rachat de ses actions par une société en ayant recours à l'endettement permet en outre d'obtenir une montée du cours boursier des actions puisqu'il accroît la demande par rapport à l'offre de titres. Le phénomène de montée de l'endettement fut particulièrement marqué aux Etats-Unis, notamment au cours des périodes 1982 à 1990 et depuis 1994 qui correspondent à des phases de croissance économique.¹⁵

Dans un contexte de quasi disparition de l'inflation, la création monétaire par le crédit renforce la tendance à la hausse du cours des titres. L'écart grandissant entre l'augmentation de la productivité, de la production et du surplus social réel d'un côté, et l'augmentation du rendement des fonds propres et de la capitalisation boursière de l'autre, multiplie les risques d'instabilité financière. Mais la fragilité des systèmes financiers repose en fin de compte sur l'illusion de la création de valeur.

3. La logique financière engendret-

¹² Voir Nikonoff [1999].

¹³ Sur la notion de capital fictif, voir la synthèse de Zerbato [1999].

¹⁴ A noter cependant que ce qui est vrai sur le plan microéconomique ne l'est pas sur le plan macroéconomique. Le théorème de Modigliani-Miller [1958] montre que la variation des prix des actifs financiers consécutive à une modification de la structure financière des entreprises annule les effets sur le rendement des fonds propres. Pour une présentation synthétique de ce point, voir Villieu [2000].

¹⁵ Voir Artus et Debonneuil [1999] et aussi Baudru et Morin [1999].

¹¹ Baudru et Morin [1999, p. 155].

elle une "création de valeur" ?

La transposition du concept économique traditionnel de valeur ajoutée ne rend pas compte du phénomène qui préside à la transformation actuelle du capitalisme et du mot d'ordre affiché dans tous les conseils d'administration des sociétés anonymes. La thèse avancée ici est que, derrière la « création de valeur pour l'actionnaire », il n'y a qu'une question de répartition. Mais la démonstration de cette thèse impose un retour aux sources de l'économie politique et de sa critique : la théorie de la valeur.

1. Valeur captée *versus* valeur ajoutée

Pour montrer que la soi-disant « création de valeur pour l'actionnaire » dissimule un problème de répartition de la valeur, il est nécessaire d'introduire le concept de *valeur captée* et d'examiner les formes qu'elle prend.

A. Les trois formes de captation de la valeur

La raison d'être fondamentale des fusions et concentrations est de s'approprier les résultats de l'activité économique des groupes industriels et financiers adverses. L'enrichissement d'une société réussissant ses OPA et OPE¹⁶ peut donc avoir trois origines :

- La première est les profits réalisés en son sein grâce au travail productif de ses salariés : c'est l'exploitation habituelle du travail. Cette exploitation est doublement masquée. Elle est masquée d'abord par le fait que c'est la force de travail qui est rémunérée et non le travail lui-même. Elle est masquée également par le décalage entre la valeur en termes de travail concret incorporé – au sens ricardien – et les prix, comme l'avaient pressenti les classiques, comme avait tenté de le montrer Marx mais de manière erronée, et comme aujourd'hui on peut le démontrer grâce à l'algèbre matricielle. La circulation des capitaux tend à égaliser les conditions de rémunération du capital dans le monde ; il s'ensuit que les prix qui se fixent surcompensent les secteurs modernes très capitalistiques et sanctionnent les secteurs moins modernes parce que le taux de profit s'applique à la masse de capital investie dont la structure entre moyens de production et salaires – la composition organique du capital chez Marx – varie d'un secteur à l'autre ; il y a donc une appropriation par les secteurs très capitalistiques de l'équivalent monétaire d'une quantité de travail supérieure à celle qui est incorporée dans les marchandises produites au

sein de ces secteurs, et, au contraire, un abandon par les secteurs moins capitalistiques d'une partie de l'équivalent monétaire du travail incorporé dans les marchandises qu'ils produisent. Plus une entreprise exerce un pouvoir de monopole et possède des moyens techniques sophistiqués, plus elle peut imposer un prix supérieur à l'équivalent monétaire du travail concret qui est contenu dans chaque unité de ses produits. C'est le contraire pour une entreprise moins capitaliste ou en moins bonne position sur le marché. La valeur ajoutée qui apparaît alors comme naissant dans un secteur dit à « haute valeur ajoutée » est en fait un mélange inextricable de *valeur ajoutée* dans ce secteur et de *valeur captée* dans d'autres secteurs par le biais des prix. Précisons que, à nos yeux, l'expression « transfert de plus-value » d'un secteur capitaliste à l'autre, en usage dans toute la littérature marxiste et dans Marx lui-même, est ambiguë et ne convient pas. La valeur d'échange n'étant constatée qu'au moment de sa réalisation monétaire, si la marchandise est vendue au taux moyen de profit, alors il y a, par le biais des prix de production, une fraction de l'équivalent monétaire du travail concret effectué dans certaines branches qui se trouve être absente du prix de ces branches et présente dans le prix de certaines autres. Ce n'est donc pas un transfert d'une valeur qui préexisterait à la vente, c'est une captation d'équivalent monétaire de travail, cet équivalent ne pouvant être mis en évidence qu'*a posteriori*.¹⁷ Autrement dit, les prix représentent l'équivalent monétaire d'une quantité de travail rendu abstrait par le marché capitaliste qui est différent de l'équivalent monétaire de la quantité de travail concret. Il est important de noter que ce processus résulte de l'application même de la loi capitaliste de la valeur.

- La deuxième origine de l'enrichissement d'une entreprise est les profits réalisés grâce au travail des salariés dans les sociétés filiales : à l'exploitation classique s'ajoute une captation de valeur par les actionnaires de la multinationale suzeraine au détriment des salariés et/ou des actionnaires de l'entreprise vassale.

- La troisième origine concerne les profits réalisés en achetant et en revendant plus cher des actions – à condition qu'elles trouvent repreneurs sinon la liquidité de la capitalisation boursière ne peut être réalisée – : il y a une captation par anticipation d'une part des profits qui résulteront demain de l'activité menée dans la société dont les actions font l'objet de spéculation aujourd'hui.¹⁸

¹⁷ Pour de plus longs développements voir Harribey [1998-a et 2000].

¹⁸ Nous laissons de côté le caractère idéologique des louanges apportées à ce mode de gestion : « Pour créer de

¹⁶ Sur la suprématie du mouvement de centralisation du capital sur celui de concentration, voir Serfati [1999].

B. Essai de formulation

La démonstration de la première forme de captation comprend deux étapes. La première étape est donnée par Marx avec la théorie de la plus-value. Elle ne souffre pas de faille. Sa contestation éventuelle doit porter sur son hypothèse : seule la force de travail est productrice de valeur dans le cadre de rapports sociaux capitalistes. Nous y reviendrons plus loin¹⁹. La deuxième étape est celle dont Marx a eu l'intuition mais sans pouvoir lui donner une formulation satisfaisante : elle est aujourd'hui possible grâce à l'algèbre matricielle.²⁰ Il reste simplement à formuler la mesure de cette forme de valeur captée par certains capitalistes aux dépens d'autres : c'est la différence entre le prix de production d'une marchandise et l'équivalent monétaire du travail incorporé dans celle-ci.²¹

A = matrice des coefficients techniques (n.n)
 p = vecteur des prix de production (1.n)
 l = vecteur des quantités de travail direct (1.n)
 w = salaire unitaire défini comme fraction de la valeur ajoutée nette (1.1)
 v = vecteur des quantités de travail incorporé dans chaque marchandise (1.n)

$$p = (1 + r)(pA + wl) \\ = (1 + r)wl [I - (1 + r)A]^{-1}$$

$$v = vA + l \\ = l(I - A)^{-1}$$

$$p - v = (1 + r)wl [I - (1 + r)A]^{-1} - l(I - A)^{-1}$$

la valeur, une entreprise doit rechercher à la fois l'enchantement de ses clients, l'enthousiasme de ses collaborateurs et la satisfaction de ses actionnaires. » [Nassar, 1995, p. 87].

¹⁹ Dans le § 3.2.

²⁰ Entre les deux solutions pour résoudre le problème de la « transformation » des valeurs-travail en prix de production nous choisissons celle de Duménil [1980], Foley [1982] et Lipietz [1983] face à celle de Morishima [1973]. Sur les raisons de ce choix, voir Harribey [1998-a et 2000].

²¹ Le vecteur p est exprimé en termes monétaires. Les vecteurs l et v doivent être exprimés également en termes monétaires par l'intermédiaire de « l'expression (ou équivalent) monétaire des valeurs » définie comme le rapport du prix monétaire du produit brut et de la quantité de travail utilisée. Sur cette notion, voir Gouverneur [1987, p. 48-50, p. 249, p. 261-264 ; et 1998, p. 44-45, p. 213-216] et Aglietta [1997, p. 56-64]. Précisons que l'équivalent monétaire de l'unité de travail n'a rien à voir avec le salaire de l'unité de travail puisque le premier comprend le salaire unitaire et la plus-value unitaire.

Il n'y a que dans le cas où le taux de profit serait nul, ou bien, ce qui revient au même pour le problème traité ici, dans le cas où la composition organique du capital serait identique dans toutes les branches capitalistes, que le prix de production de chaque marchandise serait égal à l'équivalent monétaire du travail incorporé dans celle-ci. Dans ce cas exceptionnel, le vecteur des prix de production serait égal à celui des « valeurs-travail » ricardiennes :

$$(1 + r)wl [I - (1 + r)A]^{-1} = l(I - A)^{-1} \\ \text{si } r = 0, wl [I - A]^{-1} = l(I - A)^{-1}$$

d'où $w = 1$: les salariés recevraient toute la valeur ajoutée nette.

Dans la réalité, le taux de profit n'est pas nul et la composition organique diffère selon les branches. La concurrence capitaliste et la tendance à l'accumulation provoquent alors la redistribution dans l'espace des prix des équivalents monétaires du travail concret effectué dans le temps réel. La correspondance biunivoque entre un système de quantités de travail et un système de prix peut être établie, à ceci près que le système-travail dont il s'agit n'est pas le système des quantités de travail incorporé mais le système des quantités de travail validé.²² Telle est l'interprétation que l'on peut raisonnablement donner de l'énoncé marxien : la valeur des marchandises est déterminée par le temps de travail *socialement nécessaire*. De ce fait, l'appellation de *valeur captée* doit être entendue ici dans une acception large par rapport aux deux suivantes. On pourrait même décider de restreindre l'utilisation de cette expression pour les deux formes strictes ci-dessous de captation puisque la loi de la valeur formulée dans une théorie correcte des prix de production rend parfaitement compte de la première forme de captation. Nous faisons le choix de conserver l'appellation de valeur captée même dans ce cas, en précisant qu'il s'agit de la conception élargie.²³ parce qu'au sein de la société les trois formes de captation sont à l'oeuvre simultanément en reflétant les différents rapports de forces qui s'y nouent.

La deuxième forme de captation de la valeur est de type prédateur et la troisième est de type spéculatif mais elles n'existeraient pas sans la première qui est,

²² Voir Harribey [2000], notamment l'annexe non publiée et disponible sur demande.

²³ Ajoutons que l'intérêt de la formalisation de cette forme de captation de valeur au sens large n'est pas de préciser une théorie microéconomique des prix mais bien la théorie des rapports sociaux capitalistes, lesquels ont une expression dans le champ économique à travers la loi de la valeur.

elle, le trait dominant de l'accumulation capitaliste à travers l'application de la loi de la valeur. Les trois processus d'appropriation de la valeur agissent simultanément et exercent en retour une pression contre l'emploi et les salaires²⁴, c'est-à-dire sur la production de plus-value elle-même. Cette pression pour capter toujours plus de valeur est dénoncée par Fitoussi, mais cet auteur ne la relie pas à la seule théorie de la valeur susceptible d'éclaircir cette question puisqu'il considère le profit comme la « récompense de l'esprit d'entreprise »²⁵, en ne distinguant pas l'origine et l'éventuelle justification du profit²⁶. A première vue, on pourrait souscrire au souhait qu'il exprime : « Pour des raisons à la fois éthiques et scientifiques, je propose donc que l'on évite d'utiliser l'expression création de valeur lorsqu'il s'agit de désigner l'activité qui consiste de façon contrainte, et parfois désespérée, à accroître la rente servie aux détenteurs du capital financier »²⁷ ; mais ce souhait devrait être fondé en théorie : seule, la loi de la valeur de Marx comme expression des rapports sociaux capitalistes le permettrait. Or, le processus d'appropriation de la valeur est inhérent au capitalisme. Quelle qu'en soit la modalité, la captation de la valeur résulte soit de la loi de la valeur elle-même (première forme de captation désignée ci-dessus) qui pousse à la concentration du capital, soit de la centralisation du capital pour profiter de la concentration déjà réalisée ailleurs (deuxième forme), soit de l'anticipation des deux phénomènes précédents (troisième forme). Au sens large (les trois formes réunies) ou dans un sens plus ou moins strict (deuxième et/ou troisième formes), la captation de valeur n'est pas un « vol », quelque chose d'« anormal » par rapport à une situation de référence, voire d'amoral, elle est la norme du capitalisme. Simplement, la lutte pour l'appropriation de la valeur sur les places financières est d'autant plus vive que la création de valeur voit sa progression se ralentir, et la contradiction réside dans le fait que plus le capital se meut pour seulement disputer la valeur, plus il contribue à rétrécir la base dont il voudrait s'accaparer.²⁸

²⁴ Bensaïd et Corcuff [1999] soulignent que « le théorème de Schmidt (les profits d'aujourd'hui font les investissements de demain et les emplois d'après-demain) a fait place au théorème de Michelin (les profits d'aujourd'hui font les licenciements de demain et les dividendes d'après-demain) ». Voir aussi Plihon [1998] et Husson [1999].

²⁵ Fitoussi [1999].

²⁶ Sur cette distinction, voir Harribey [2000].

²⁷ Fitoussi [1999].

²⁸ Il en résulte de telles contradictions socio-économiques que certains auteurs pourtant non critiques de l'essence du capitalisme s'en émeuvent.

La mondialisation du capitalisme financier et le considérable accroissement des inégalités dans le monde²⁹ redonnent une actualité aux analyses d'Emmanuel et Amin en termes d'échange inégal entre centre et périphérie.

Considérons un modèle simple³⁰ où centre et périphérie produisent chacun un seul bien et désignons par a le centre et par b la périphérie, p le prix de production, c le capital constant, w le salaire, l le travail vivant, r le taux moyen de profit. Le bien produit au centre est un bien de production utilisé au centre et à la périphérie.

$$(p_a c_a + w_a l_a)(1+r) = p_a \quad (1)$$

$$(p_a c_b + w_b l_b)(1+r) = p_b \quad (2)$$

On pose le prix du bien de la périphérie égal à 1 pour mettre en évidence le rapport entre les prix au centre et à la périphérie.

$$(p_a c_a + w_a l_a)(1+r) = p_a$$

$$(p_a c_b + w_b l_b)(1+r) = 1$$

Multiplions la première équation par l_b et la seconde par $l_a w_a / w_b$:

$$(p_a c_a + w_a l_a)(1+r)l_b = p_a l_b$$

$$(p_a c_b + w_b l_b)(1+r) l_a w_a / w_b = l_a w_a / w_b$$

$$p_a c_a l_b (1+r) + w_a l_a l_b (1+r) = p_a l_b$$

$$p_a c_b l_a (w_a / w_b)(1+r) + w_b l_b l_a (w_a / w_b)(1+r) = l_a w_a / w_b$$

Soustrayons la première équation de la seconde :

$$p_a [(c_b l_a w_a / w_b - c_a l_b)(1+r) + l_b] = l_a w_a / w_b$$

On obtient le prix au centre :

$$p_a = l_a \frac{w_a}{w_b} \frac{1}{(1+r)(c_b l_a \frac{w_a}{w_b} - c_a l_b) + l_b}$$

Le prix du bien produit au centre est fonction croissante du rapport du salaire au centre sur celui de la périphérie et donc de l'inégalité entre eux.

Essayons maintenant de formuler la relation entre les deux types de salaire. Pour cela, reprenons les deux équations de départ en posant toujours $p_b = 1$ et multiplions la première par $c_b (1+r)$ et la seconde par $1 - c_a (1+r)$:

$$(p_a c_a + w_a l_a)(1+r) c_b (1+r) = p_a c_b (1+r) \quad (1)$$

²⁹ P.N.U.D. [1999].

³⁰ Ce modèle s'inspire de celui de Saigal [1973, p. 143-145] que nous modifions sur un point : les salaires sont avancés par le capital.

$$(p_a c_b + w_b l_b)(1+r) [1 - c_a (1+r)] = 1 - c_a (1+r) \quad (2)$$

$$p_a c_a c_b (1+r)^2 + w_a l_a c_b (1+r)^2 - p_a c_b (1+r) = 0$$

$$p_a c_b (1+r)[1-c_a(1+r)] + w_b l_b (1+r)[1-c_a(1+r)] = 1-c_a(1+r)$$

Ajoutons les deux équations :

$$w_a l_a c_b (1+r)^2 + w_b l_b (1+r) [1 - c_a (1+r)] = 1 - c_a (1+r)$$

On obtient le salaire au centre en fonction du salaire à la périphérie :

$$w_a = -w_b \frac{l_b [1 - c_a (1+r)]}{l_a c_b (1+r)} + \frac{1 - c_a (1+r)}{l_a c_b (1+r)^2}$$

Quelle que soit la valeur du taux moyen de profit, les deux types de salaire varient inversement l'un de l'autre.

Si les capitaux constants mobilisés au centre et à la périphérie sont égaux ($c_a = c_b = c$), la relation inverse précédente subsiste :

$$w_a = -w_b \frac{l_b [1 - c(1+r)]}{l_a c(1+r)} + \frac{1 - c(1+r)}{l_a c(1+r)^2}$$

Sans rentrer dans la grande controverse théorique ayant eu lieu au sujet de l'échange inégal, disons que celui-ci n'est certes pas seulement le résultat des inégalités de salaires mais que ces dernières ne peuvent pas être écartées comme élément du problème. Au total, des prix internationaux égaux représentent bien des quantités de travail inégales.³¹

La tentative d'imposer l'introduction d'un système de financement des retraites par capitalisation dans les pays développés revêt une signification précise à l'époque de la mondialisation du capitalisme financier. L'élévation permanente du taux de rendement du capital exigé par les actionnaires permet à ceux-ci de se décharger d'une grande partie de leur risque sur les salariés mis au chômage ou sur ceux dont l'emploi est trop menacé pour revendiquer des hausses de salaires. Mais les salariés les mieux rémunérés ou en position de défendre efficacement leur emploi sont invités à prévoir une amélioration de leur retraite future par une ponction sur la valeur produite par des salariés beaucoup plus mal payés. L'analyse de la patrimonialisation du capitalisme peut se généraliser. Il n'est même pas nécessaire de faire état d'un centre et d'une périphérie. Il suffit qu'existe une inégalité significative des salaires en quelque lieu que ce soit, et donc à l'intérieur du centre même, pour que l'association capital-travail puisse prendre corps pour une fraction du salariat. Deux situations théoriques bien typées peuvent être distinguées : premièrement, l'actionnariat salarié se généralise dans

les pays développés et alors le salarié-actionnaire se schizophrénise puisqu'il devra constamment arbitrer entre son salaire et son emploi d'un côté et le rendement de son capital de l'autre, sauf si son entreprise dont il détient des actions a investi dans des lieux du monde au sein desquels les salariés n'ont pas accès à la propriété financière, ou bien, s'il est déjà à la retraite, il devra arbitrer entre son rendement et l'emploi de ceux qui, par leur activité, le nourrissent ; deuxièmement, l'actionnariat salarié reste minoritaire, mais un processus de grossissement des inégalités se met en place inexorablement.

Les mêmes conséquences négatives sont prévisibles si une part de plus en plus grande de la rémunération des salariés prenait la voie de la distribution de stocks-options. Par ce biais, seuls les salariés les mieux situés dans la hiérarchie verraient leur rémunération augmenter réellement, ou bien l'amélioration de chacun serait proportionnelle à la situation déjà acquise. Mais plus grave pour l'affaiblissement des solidarités salariales dans le monde, toute amélioration de revenu pour les salariés bénéficiaires de stocks-options ne pourrait provenir que d'un prélèvement sur la valeur créée mondialement par le reste des salariés n'étant pas en mesure d'en réclamer leur part. A cet argument, il ne peut être logiquement opposé celui d'une généralisation de la distribution de stocks-options auprès des salariés du monde entier parce que tous les revenus ne peuvent croître simultanément d'un taux supérieur au taux de croissance économique.³²

Il se dégage de tout cela que la prétendue « création de valeur pour l'actionnaire » représente deux phénomènes qu'il convient de distinguer nettement sur le plan théorique.

Le premier correspond à une modification des conditions d'emploi de la force de travail permettant d'accroître sa production et/ou sa productivité de telle sorte que cet accroissement vienne nourrir, au moins en partie, les profits. Cela peut être mis en évidence en utilisant les concepts marxistes de plus-value absolue et plus-value relative ou bien par la méthode des surplus de productivité globale de la manière suivante³³ :

$$EVA = P.p - F.f - K.k$$

$$EVA + \Delta EVA = (P + \Delta P)(p + \Delta p) - (F + \Delta F)(f + \Delta f) - (K + \Delta K)(k + \Delta k)$$

³² La critique de la patrimonialisation du capitalisme peut être également menée à partir de la notion de salaire socialisé que développe Friot [1998 et 1999-a].

³³ La démonstration suivante est tirée de Bessire [1999]. L'auteur propose dans cet article une application numérique de la méthode.

³¹ Voir Mandel [1997, p. 284].

$$\begin{aligned}
\Delta EVA &= P.p + p. \Delta P + P. \Delta p + \Delta P. \Delta p \\
&\quad - (F.f + f. \Delta F + F. \Delta f + \Delta F. \Delta f) \\
&\quad - (K.k + k. \Delta K + K. \Delta k + \Delta K. \Delta k) \\
&\quad - (P.p - F.f - K.k) \\
&= p. \Delta P + P. \Delta p + \Delta P. \Delta p \\
&\quad - (f. \Delta F + F. \Delta f + \Delta F. \Delta f) \\
&\quad - (k. \Delta K + K. \Delta k + \Delta K. \Delta k) \\
&= (p. \Delta P - f. \Delta F - k. \Delta K) \\
&\quad + [\Delta p(P + \Delta P) - \Delta f(F + \Delta F) - \Delta k(K + \Delta K)]
\end{aligned}$$

La première parenthèse représente l'accroissement de la productivité globale des facteurs ; le crochet représente les effets des variations de prix :

- si les prix des marchandises varient, cela peut bénéficier soit à l'entreprise soit aux acheteurs ;

- si les prix des facteurs varient, cela bénéficie soit à l'entreprise soit aux salariés ;

- si la rémunération du capital varie, cela bénéficie soit à l'entreprise soit aux actionnaires.

Il en résulte que la variation de l'EVA ne signifie pas nécessairement une création de valeur selon que la première parenthèse l'emporte ou non sur le crochet.

Le deuxième phénomène caché derrière la « création de valeur pour l'actionnaire » correspond à une simple modification de la répartition de la valeur créée entre les capitalistes eux-mêmes, la valeur créée étant alors considérée dans l'instant comme constante.

Il est sûr que, dans la réalité, les deux processus sont à l'œuvre parallèlement, et que plus la difficulté de produire de la valeur nouvelle et de la réaliser augmente, plus la lutte pour exiger relativement davantage des salariés et plus celle opposant les détenteurs de capitaux entre eux sur les marchés boursiers sont vives.³⁴

C. La liquidité de la valeur captée

Arrivé à ce stade de la discussion, il convient d'examiner si une théorie des mécanismes d'évaluation autoréférentielle des titres financiers est compatible avec une analyse marxienne du capitalisme financier. En le disant à l'envers, la valeur des titres financiers est-elle devenue à ce point

autoréférentielle que toute référence au travail productif est désormais inutile et de surcroît fautive ?

Dans le chapitre 12 de la *Théorie générale*, Keynes explique que, compte tenu de l'incertitude de « l'état de la prévision à long terme », les individus ont recours à une convention pour estimer les rendements futurs de leurs investissements : « Dans la pratique nous supposons, en vertu d'une véritable convention, que l'évaluation actuelle du marché, de quelque façon qu'elle ait été formée, est la seule *correcte* (...) »³⁵.

Dans un ouvrage récent qui se présente comme un prolongement de la théorie keynésienne, Orléan³⁶ montre de façon convaincante que le marché financier a pour fonction d'assurer la liquidité des titres financiers représentant le capital productif immobilisé. Mais la liquidité infinie, c'est-à-dire la liquidité pour tous les détenteurs de capitaux simultanément, est impossible car tout vendeur a besoin d'un acheteur. C'est ce que l'auteur appelle le paradoxe de la liquidité : « Il (le paradoxe) nous dit que la préférence pour la liquidité est un désir contradictoire qui ne peut manquer de se détruire dès l'instant qu'il est poursuivi simultanément par tous. La liquidité introduit de ce fait un écart entre la rationalité individuelle et la rationalité collective. »³⁷ Le marché se structure donc autour d'une convention qui, à la fois, calme l'inquiétude des investisseurs due à l'incertitude, mais en même temps est déstabilisatrice car la volatilité est proportionnelle à la liquidité qui permet de rentabiliser les placements à court terme.

Orléan oppose deux logiques de l'évaluation boursière. La première aboutit à une évaluation que l'auteur nomme fondamentale : la valeur de l'action est donnée par l'anticipation des dividendes actualisés. La seconde aboutit à une évaluation qu'il nomme spéculative : la valeur présente de l'action est fonction de sa valeur future anticipée actualisée et aussi des dividendes actualisés.

$$\text{Valeur fondamentale}^{38} = \sum_{t=1}^n \frac{d_t^{(a)}}{(1+r)^t}$$

$$\text{Valeur spéculative} = p_t = \frac{p_{t+1}^{(a)}}{1+r} + \frac{d_t}{1+r}$$

où l'exposant (a) désigne l'anticipation de la variable.

Selon Orléan, au fur et à mesure que le marché devient liquide, la valeur spéculative supplante la valeur fondamentale parce que les détenteurs de

³⁴ S'il fallait une confirmation comme quoi il n'y a qu'un processus de répartition à l'œuvre, on la trouverait dans cette affirmation : « Les firmes globales ne devraient posséder ni actifs ni employés, à moins que ceux-ci ne servent à garder une position dominante. » [Edmunds, 1995, p. 90].

³⁵ Keynes [1969, p. 168].

³⁶ Orléan [1999].

³⁷ Orléan [1999, p. 33-34].

³⁸ D'après Orléan [1999, p. 18 et 26].

capitaux ont les yeux fixés sur le court terme qui suffit à les combler au moindre risque. Mais, de ce fait, le mode de détermination de la valeur des actifs financiers se transforme. En effet, la valeur spéculative est autoréférentielle car elle ne repose sur rien d'autre que la croyance majoritaire en elle, selon un mécanisme de prophétie auto-réalisatrice. « La rationalité dite spéculative a pour objet les croyances des autres, mais elle-même est vide de toute croyance spécifique sur l'économie. »³⁹ Ou encore : « (...) il faut distinguer selon que les anticipations individuelles portent sur l'état de l'économie ou selon qu'elles portent sur le comportement du marché. Ce sont ces dernières anticipations qui déterminent l'action des investisseurs. »⁴⁰ Le corollaire de cette vision est « une idée radicalement nouvelle : les croyances ont un rôle créateur » rompant « avec une épistémologie naturaliste »⁴¹ et cette vision est fondée sur la confiance qui « porte alors sur l'aptitude du capital à se valoriser et du marché à évaluer correctement cette aptitude »⁴².

Le point que nous voudrions discuter est le suivant : peut-on glisser du constat que le marché crée la liquidité à l'idée que le marché crée la valeur financière ? Notre réponse est négative tandis qu'Orléan oscille entre deux thèses qui nous paraissent incompatibles : d'une part, celle d'un détachement vis-à-vis de toute référence à l'économie, d'autre part, celle où la question économique reste centrale de manière sous-jacente.

Examinons tout d'abord la formule de la valeur spéculative ci-dessus. Premièrement, si la valeur de l'action est totalement indifférente à l'état de l'économie, que vient faire dans la formule le deuxième élément correspondant au dividende perçu ? Deuxièmement, qu'est-ce qui assure de l'indépendance totale du premier élément de la formule par rapport au second, c'est-à-dire de l'anticipation de la valeur future de l'action par rapport au dividende perçu à la période présente ? On doit, à notre avis, considérer la formulation d'Orléan concernant la valeur spéculative comme la reconnaissance implicite du maintien d'une forme de relation entre l'évaluation financière et l'économie réelle, en dépit de l'apparente déconnexion qui peut atteindre des sommets lors du gonflement des bulles spéculatives.

Cette reconnaissance prend une tournure explicite : « Cependant, de quelques manières qu'on raisonne, il est clair que la question des profits reste

centrale. »⁴³ Plus loin : « C'est dans cette période (1989 à 1994) que se constitue ce que j'appellerai la convention "marché émergent" dont le Mexique est l'illustration la plus parfaite. Elle désigne ces pays en voie de développement qui ont choisi de suivre une politique résolument libérale marquée par une forte expansion financière. (...) Cette convention se fonde sur une analyse de long terme du capitalisme mondial. Elle fait le diagnostic que les économies émergentes ont un fort potentiel de croissance, plus élevé que celui des économies matures, que leurs besoins en investissements sont considérables et que le rendement du capital y est beaucoup plus élevé que dans les pays développés. Tous les éléments de ce diagnostic convergent pour voir dans les économies émergentes un nouvel eldorado ayant une marge de progression considérable alors que les économies développées vieillissent. On fait également valoir que l'augmentation de la part des pays émergents dans les portefeuilles financiers permet de diminuer le risque global encouru par l'investisseur. »⁴⁴ Le renvoi aux indicateurs fondamentaux est également manifeste pour analyser la crise de 1997 : « Le cas coréen est ici exemplaire. La forte progression de l'investissement interne entre 1994 et 1996 cache une suraccumulation des facteurs de production et un affaiblissement certain de la compétitivité des *chaebols*. »⁴⁵

Cependant, cette reconnaissance explicite de la liaison entre production et finance est perturbée par d'autres affirmations contredisant les précédentes : « On retrouve ici le caractère clos du monde de la finance qui détermine ce que sont les fondamentaux à partir des interprétations qu'il produit. Les valeurs fondamentales n'existent pas en elles-mêmes. Il n'y a que des interprétations. »⁴⁶ Ici, non seulement les fondamentaux ne déterminent plus les valeurs financières, mais la relation est inversée : ce sont les croyances qui vont façonner les fondamentaux, et la détermination des croyances elles-mêmes est renvoyée dans un monde éthéré.

Ce monde éthéré est un monde enchanté parce que le capital y a la capacité de « se »⁴⁷ valoriser tout seul : « (...) si l'on doit reconnaître que le capital est la source créatrice de toute valeur, aucun capital en particulier ne possède en lui-même la capacité de l'affirmer. »⁴⁸ Dès lors, la finance « travaille à la reconnaissance du capital comme source ultime de la valeur et du marché comme son évaluation

³⁹ Orléan [1999, p. 58-59].

⁴⁰ Orléan [1999, p. 73].

⁴¹ Orléan [1999, p. 85].

⁴² Orléan [1999, p. 247, souligné par nous].

⁴³ Orléan [1999, p. 148].

⁴⁴ Orléan [1999, p. 152-153]. Voir aussi p. 169.

⁴⁵ Orléan [1999, p. 171].

⁴⁶ Orléan [1999, p. 183].

⁴⁷ Orléan [1999, p. 45 et 247]. Orléan emploie toujours la forme pronominale et jamais la forme passive « est valorisé par ».

⁴⁸ Orléan [1999, p. 245-246].

pertinente. »⁴⁹ Si l'on comprend bien, il est nécessaire de promouvoir, d'imposer, de faire accepter pour vraie l'idée selon laquelle toute valeur procède du capital. On a donc quitté le terrain de l'analyse pour celui de l'idéologie.

Le fait que le taux de rendement du capital ou rentabilité financière soit devenu une exigence *a priori* a pour conséquence de faire s'aligner la rentabilité économique sur la première, comme une sorte d'« obligation de résultat »⁵⁰ qui s'exprime vis-à-vis de l'entreprise qui n'a plus d'autre choix que de se retourner contre ses salariés. Le risque est donc assumé finalement par ces derniers. La « déconnexion entre les niveaux de risque et rendement »⁵¹ pour les détenteurs de capitaux est indéniable mais elle ne doit pas à notre sens être assimilée à une déconnexion entre l'obtention de valeur pour eux et l'activité productive. Si Orléan a raison de dire qu'une crise financière est « un processus de destruction de la liquidité financière »⁵², il a tort d'affirmer qu'il s'agit d'une disparition de « richesse financière »⁵³. Ce qui « s'évanouit »⁵⁴, lorsqu'éclate la bulle, ce n'est pas de la richesse, c'est le grossissement de capital fictif précédent.

L'épistémologie naturaliste que récuse Orléan s'applique à la théorie de l'efficacité des marchés. En revanche, l'articulation entre l'état des rapports de forces entre les classes sociales et la fixation des cours boursiers n'a rien de naturaliste ; elle est au contraire sociale et historique. La thèse que nous défendons ici peut se résumer ainsi : le marché ne crée pas la valeur ; plus précisément, le marché financier ne crée pas la valeur financière, il crée la liquidité de la valeur ou la liquidité du capital financier ; comme la liquidité obtenue à un moment donné par tel ou tel capitaliste peut n'avoir rien à voir avec son capital productif immobilisé ni avec les bénéfices qu'il en retire, ni même avec les bénéfices probables à venir, elle doit être interprétée comme *la liquidité de la captation de la valeur déjà créée ou de la captation de la valeur anticipée*. Autrement dit, elle transpose dans le champ financier le rapport des forces entre capitalistes et salariés et celui entre capitalistes eux-mêmes. Quand l'action de Michelin grimpe de 12% dans les minutes qui suivent l'annonce de 7000 suppressions d'emplois, les opérateurs financiers anticipent une amélioration du rapport de forces en faveur des actionnaires face aux salariés et donc une captation (au sens de l'exploitation)

supérieure de valeur. Cette transposition du rapport de forces dans la sphère financière ne doit pas être comprise comme une croyance majoritaire reposant sur le néant ou sur le virtuel des croyances mais comme une croyance – une quasi certitude ! – en la pérennité, voire en l'amélioration, du rapport de forces favorable établi. La question du rapport de forces entre les classes composant la société nous ramène à la théorie de la valeur comme théorie des rapports sociaux.

2. Retour sur la théorie de la valeur

Deux questions méritent examen avant de terminer : la question épistémologique posée par la loi de la valeur et la question de la prise en compte dans la loi de la valeur de l'évolution de la production vers une production immatérielle.

A. La discussion épistémologique⁵⁵

Nous considérons qu'il existe quatre manières de se situer par rapport à la loi de la valeur issue de la théorie de la valeur-travail. La première (que nous nommons T_0), à laquelle nous nous opposons radicalement, est de la refuser aux prétextes qu'elle n'expliquerait pas les prix, qu'elle ignorerait le marché, la demande ou la rareté, qu'elle ne pourrait rendre compte de la « valeur » des ressources naturelles non produites. Tous ces arguments peuvent être réfutés et *in fine* ils permettent de dissimuler la raison véritable du refus de la loi de la valeur issue de la théorie de la valeur-travail. La loi de la valeur pose la question des finalités de la production et la question du droit à l'appropriation ou au contrôle de celle-ci ; en même temps, elle fait la part trop belle aux conditions socio-historiques dans le processus de formation de la valeur : il est alors beaucoup plus difficile de réintroduire une telle théorie dans le paradigme individualiste et utilitariste, universel et intemporel. La théorie de la valeur-utilité s'y prête davantage car la rationalité de l'individu se raccroche mieux à la recherche de la satisfaction par le biais de l'accroissement permanent de la consommation de biens et services marchands. Le travail est au centre de la loi de la valeur, non pas essentiellement parce que techniquement toutes les richesses produites se ramènent à du travail, ce qui est vrai et est déjà beaucoup en termes heuristiques, mais parce qu'il représente la nature même des rapports sociaux au sein desquels la marchandise est créée et parce qu'il est, au sens marxien et durkheimien, le lien social qui transforme une agglomération d'individus, atomes

⁴⁹ Orléan [1999, p. 249].

⁵⁰ Baudru et Morin [1999, p. 159].

⁵¹ Baudru et Morin [1999, p. 159].

⁵² Orléan [1999, p. 130, souligné par nous].

⁵³ Orléan [1999, p. 98, souligné par nous].

⁵⁴ Orléan [1999, p. 98].

⁵⁵ Nous avons longuement développé les points qui suivent dans Harribey [1999-a].

isolés, en une société. Opposer théoriquement travail et marché est alors un non-sens : le marché est simplement le *lieu* où s'opère cette transformation, ce qui signifie que le travail abstrait est obligatoirement celui qui est validé socialement par l'acte d'échange.

De la même manière, opposer travail et utilité est dépourvu de signification. Le travail privé (consacré à produire telle marchandise) trouve sa reconnaissance sociale par la vente sur le marché.⁵⁶ La loi de la valeur est incluse dans la loi de la rareté : le travail humain implique (au sens logique : D) la rareté ou la croyance en la rareté : l'existence du premier suppose l'existence de la seconde, c'est-à-dire celle-ci est la condition nécessaire de celui-là.⁵⁷

En dehors de cette première attitude, il reste trois manières de se situer positivement par rapport à la loi de la valeur issue de la théorie de la valeur-travail. A notre avis, elles ne sont pas au même niveau et n'ont pas la même portée. Pour les distinguer, nous les nommons T_1 , T_2 et T_3 .

La première (T_1) considère que le principe du travail comme fondement de la valeur est un postulat qui n'est pas démontrable et n'a pas à être démontré. Quand Marx part de la prémisse qu'il y a nécessairement quelque chose de commun aux marchandises pour qu'elles soient échangeables selon un certain rapport de valeurs, et qu'il constate qu'*a priori* il ne peut y avoir que deux caractères pouvant remplir le rôle de dénominateur, l'utilité et le travail, il écarte aussitôt le premier parce que l'utilité concrète d'une marchandise est toujours différente de celle d'une autre, et il ne reste alors par défaut que le travail. Or, en utilisant la méthode même de Marx, la raison qui le pousse à ne retenir que le travail comme dénominateur commun, à savoir qu'il s'agit du travail abstrait et non pas du travail concret, aurait très bien pu être appliquée à l'utilité : ce n'est pas l'utilité concrète mais l'utilité abstraite, c'est-à-dire le *fait* d'être utile, qui serait décisive. Telle était la critique adressée par Wicksteed à Marx à la fin du siècle dernier. Le parti adopté par Marx n'est défendable que parce qu'il est cohérent avec sa méthode d'analyse holiste : dès lors que la production est réalisée pour l'échange marchand, le travail est d'emblée social et est alors réductible à une durée objective sociale, tandis que l'utilité reste confinée à l'espace individuel et n'est pas réductible à une quelconque mesure sociale. Néanmoins, la cohérence étant trouvée, la démarche holiste qui renvoie à une

position philosophique matérialiste se trouve à son tour mise sur la sellette. Il convient donc à notre sens de ne pas se satisfaire entièrement de cette position T_1 .

La deuxième position (T_2) est ce que nous appelons la *version faible* de la loi de la valeur issue de la théorie de la valeur-travail : elle est de considérer comme équivalentes la quantité de travail social (et donc validé) dépensé et la valeur créée pendant une période. Cette version faible de la loi ne peut être contestée parce qu'elle peut être réduite à une pure convention, une identité posée au départ du raisonnement.⁵⁸ Cependant, comme une théorie des rapports sociaux n'a aucune raison d'être en dehors de la nécessité de les critiquer, elle se doit de fournir une explication permettant d'intégrer le moteur, la finalité ultime de la reproduction de ces rapports sociaux d'exploitation, à savoir le profit. Or, cette position T_2 ne le pouvant pas, il faut avoir recours à une autre.

La troisième position (T_3) est ce que nous appelons la *version forte* de la loi de la valeur issue de la théorie de la valeur-travail : elle est de poser que la valeur créée pendant une période a pour *seule* origine le travail social dépensé. Dès lors, une théorie du profit devient possible et nous considérons que celle de Marx est celle-là, à condition de distinguer profit anticipé, profit créé et profit réalisé ainsi que l'enseigne la présentation circuitiste de l'économie monétaire de production qu'est le capitalisme.⁵⁹ Les tentatives de proposer des explications du profit alternatives à celle de l'exploitation du travail restent vaines parce qu'elles sont confinées à l'espace du fétichisme de la marchandise et du rapport entre des choses. En rompant avec l'économie politique et surtout avec la critique de celle-ci, elles ne peuvent qu'échouer sur le rivage de la science économique moderne néo-classique qui ne peut pas *penser* l'économie dans un cadre social global, qui a besoin pour légitimer la domination du capital et la marchandisation du monde de nier les formes de l'organisation et de la régulation sociales, variables dans le temps et dans l'espace, et d'ériger celles du capitalisme en lois économiques universelles et intemporelles. Dès lors, évidemment, le profit ne peut plus être le résultat d'une structuration sociale particulière ; il devient, au gré des modes intellectuelles, un miracle du temps qui s'écoule, une récompense de l'abstinence et/ou du risque tombée des cieux, le fruit d'une matière morte tenue pour féconde, le capital technique, lui-même obtenu par la mise à disposition non gracieuse d'un capital

⁵⁶ Marx s'est longuement expliqué là-dessus : voir [1965, p. 568 ; 1965, p. 607].

⁵⁷ Pour Aristote, Smith, Ricardo et Marx, valeur d'échange \Rightarrow valeur d'usage, raisonnement que nous considérons comme correct ; pour les néo-classiques, valeur d'échange \Leftrightarrow valeur d'usage, ce qui est faux.

⁵⁸ Dans Harribey [1999-a], l'énoncé selon lequel la valeur économique diminue au fur et à mesure que sont économisés travail et ressources entre dans ce cadre.

⁵⁹ Poulon [1996] ; Harribey [1998-a et 2000].

financier, ou enfin l'aubaine née de la convergence de croyances sans autre fondement que la convergence : les rapports sociaux sont ainsi réifiés.

Nous prenons le parti d'adopter la position T_3 dans les conditions suivantes. Des trois positions, c'est la seule qui *peut prétendre* accéder au statut de scientifique si l'on accepte de la soumettre au critère popperien de réfutabilité. Nous n'apportons pas la preuve que seul le travail abstrait crée de la valeur mais nous acceptons que soit tentée la preuve du contraire. En attendant cette réfutation, il est légitime de considérer qu'il n'existe qu'une seule source de création de valeur ajoutée : le travail dont la productivité s'élève grâce notamment à l'amélioration du capital technique. Quels sont les éléments venant à l'appui de ce reversement de la charge de la preuve ? D'abord, le phénomène (création de valeur ajoutée), l'évolution dans le temps du phénomène (augmentation de la productivité du travail) et les causes de cette évolution (le progrès technique et la mécanisation, l'organisation et l'intensification du travail, la formation) doivent être clairement distingués.⁶⁰ Ensuite, à supposer que le temps pendant

lequel est mis à disposition le capital-argent justifie l'appropriation du profit, ce n'est pas le temps qui crée la marchandise-contrepartie réelle du profit monétaire. Imaginons un détour de production improductif : non seulement, un bien de production inutilisé ne sert à produire aucune valeur nouvelle, mais il perd lui-même sa propre valeur puisque celle-ci ne sera jamais transmise dans celle d'un produit final ; transmise par quoi ? par le temps ? non, par le travail de transformation. Sans travail, le capital est dévalorisé. Imaginons un cas inverse : automatisation généralisée de la production des biens de production et de celle des biens de consommation. La valeur de la production est alors nulle. Ce cas d'école est un cas limite, au sens mathématique du terme : plus la production s'automatise, c'est-à-dire plus la productivité du travail tend vers l'infini, plus les quantités produites deviennent grandes, mais plus la valeur tend vers zéro.⁶¹ L'automatisation des processus de production multiplie les valeurs d'usage dont la valeur d'échange diminue.⁶² L'automatisation totale ne signifiant rien d'autre que l'abondance absolue, voilà les lois de la valeur et de la rareté réconciliées. Enfin, cette position T_3 est la seule qui permette de tirer toutes les conséquences de la distinction fondamentale entre richesse et valeur, entre valeur d'usage et valeur.

Si nous prenons le risque d'adopter la position T_3 sous réserve de sa non-invalidation, c'est pour sortir la loi de la valeur du seul champ de la prise de parti philosophique et axiomatique et pour porter la discussion également sur le terrain de la logique en

⁶⁰ Si la référence à Marx ne suffisait pas, relisons Keynes : « Nos préférences vont par conséquent à la doctrine pré classique que c'est le *travail* qui *produit* toute chose, avec l'aide de l'art comme on disait autrefois ou de la technique comme on dit maintenant, avec l'aide des ressources naturelles, qui sont libres ou grevées d'une rente selon qu'elles sont abondantes ou rares, avec l'aide enfin des résultats du travail passé incorporés dans les biens capitaux, qui eux aussi rapportent un prix variable suivant leur rareté ou leur abondance. Il est préférable de considérer le travail, y compris celui de l'entrepreneur et de ses assistants, comme le seul facteur de production ; la technique, les ressources naturelles, l'équipement et la demande effective constituant le cadre déterminé où ce facteur opère. » [Keynes, 1969, p. 223]. Que dit Keynes ? Nous le traduisons ainsi : il ne faut pas confondre les conditions de la valeur et la valeur.

Cette observation de Keynes devrait être méditée par l'INSEE qui propose la définition suivante de la productivité apparente du travail : « Son évolution se calcule en faisant le rapport de l'évolution de la valeur ajoutée en volume des branches à celle de l'activité (produit des effectifs par la durée offerte du travail). Sa croissance résulte souvent d'une plus grande consommation de capital et le qualificatif "apparente" cherche à mettre en garde contre la tentation de n'en attribuer la cause qu'à la seule productivité du travail. » [INSEE, 1987, p. 96 ; la définition se retrouve à l'identique dans presque toutes les éditions]. Résumons la seconde phrase : la croissance de la productivité apparente du travail ne doit pas être entièrement attribuée à la... productivité du travail. A elle seule, cette phrase, dans laquelle le complément de nom du sujet est en même temps... complément d'agent du verbe, contient toute l'impasse théorique de la « science »

économique néo-classique.

⁶¹ Voir Mandel [1964, p. 23] et, curieusement, Say [1972, p. 334-335]. Pour un commentaire, voir Harribey [1999-a et 2000].

⁶² « Une quantité plus considérable de valeurs d'usage forme évidemment une plus grande richesse matérielle ; avec deux habits, on peut habiller deux hommes, avec un habit, on ne peut en habiller qu'un seul, et ainsi de suite. Cependant à une masse croissante de la richesse matérielle peut correspondre un décroissement simultané de sa valeur. Ce mouvement contradictoire provient du *double caractère du travail*. L'efficacité, dans un temps donné, d'un travail utile dépend de sa force productive. Le travail utile devient donc une source plus ou moins abondante de produits en raison directe de l'accroissement ou de la diminution de sa force productive. Par contre, une variation de cette dernière force n'atteint jamais directement le travail représenté dans la valeur. Comme la force productive appartient au travail concret et utile, elle ne saurait plus toucher le travail dès qu'on fait abstraction de sa forme utile. Quelles que soient les variations de sa force productive, le même travail fonctionnant durant le même temps, se fixe toujours dans la même valeur. » [Marx, 1965, p. 574]. Voir aussi Ricardo [1992, chapitre XX, p. 289-301].

respectant les règles de celle-ci : la loi de la valeur pourra être ainsi renforcée tout en l'ouvrant puisqu'elle intègre sa fausse ennemie, l'utilité, débarrassant celle-ci de toutes les « robinsonnades » qui lui sont attachées, créatrices d'un monde fétiche et enchanté.

B. *Loi de la valeur et production immatérielle*

Beaucoup d'auteurs⁶³ s'accordent pour constater les progrès incessants de la productivité du travail et, immédiatement après, déclarent qu'en raison de la diminution de la quantité de travail nécessaire à la production, et surtout en raison de la diminution de la place du travail ouvrier et du travail manuel, la notion de travail productif perd son sens. Or, ces deux affirmations mises bout à bout sont contradictoires : soit on reconnaît que la productivité du travail augmente et alors la diminution de la quantité de travail nécessaire en est synonyme ; soit on retient l'idée que le travail productif n'a plus de sens et alors il faut abandonner tout raisonnement à partir de la productivité du travail.

La diminution des besoins en travail ne constitue pas une négation de la loi de la valeur en tant que tendance, mais en est la stricte application. Il faut distinguer le fait que « la production fondée sur la valeur d'échange s'effondre »⁶⁴ au fur et à mesure que l'automatisation progresse, ainsi que le note à juste titre Marx, et une modification, tout à fait imaginaire, du fonctionnement interne de la loi de la valeur reposant sur la quantité de travail social. Nous soutenons l'idée, contre la plupart des interprétations⁶⁵, que l'accumulation du capital entraîne, à son point ultime, une dégénérescence de la valeur mais non une dégénérescence de la *loi* de la valeur, c'est-à-dire non une dégénérescence du critère du travail social à l'intérieur de la loi. Le critère (le travail social) et la quantité (de travail social) sont deux choses radicalement distinctes.⁶⁶

⁶³ Aznar [1993] ; Passet [1992] ; Perret, Roustang [1993] ; Robin [1993] ; Sue [1994] ; Zarifian, Palloix [1988].

⁶⁴ Marx [1968, p. 306].

⁶⁵ Parmi les plus récentes : Leredde [1997].

⁶⁶ Tous les contresens répertoriés ici ne sont que la manifestation du fantasme bourgeois de la productivité du capital : « (...) le changement intervenu depuis un siècle : ce sont désormais les machines et les systèmes qui travaillent au sens propre, et non plus les hommes. » Méda [1994, p. 338]. Dans cette affirmation, il y a trois erreurs. La première est d'appliquer à la rotation mécanique des machines la notion de travail et de considérer que cette rotation est indépendante de l'intervention humaine. La deuxième est de sous-entendre que le capital a la possibilité de s'accroître macroéconomiquement de manière

Marx, dans les *Grundrisse*, parle toujours de la distanciation entre le travail vivant et les richesses créées⁶⁷, c'est-à-dire le travail et les valeurs d'usage, mais jamais il ne parle d'une soi-disant distanciation entre travail et valeur. Au contraire, explique-t-il, au fur et à mesure de l'augmentation de la productivité du travail et de la disparition du travail vivant – et il s'agit pour lui d'une « tautologie »⁶⁸ – la valeur d'échange disparaît elle aussi, ce qui est, jusqu'au bout, l'esprit et la lettre de la loi de la valeur.

*Il faut préciser que l'évolution considérable de l'activité économique vers des productions immatérielles, dans lesquelles les intrants sont eux-mêmes pour une large part des services, et dans lesquelles un travail de type intellectuel est surtout requis*⁶⁹, ne change strictement rien à la nature de la relation entre l'accumulation du capital et le travail. L'augmentation considérable et inexorable de la productivité du travail est synonyme de deux autres choses qui constituent une identité logique : la diminution progressive des besoins en travail pour produire et la diminution de la valeur des marchandises produites. La diminution des besoins en travail et la montée du cours des actions à l'annonce de licenciements ne sont pas la preuve que le capital fait du profit sans travail, c'est la preuve qu'il répartit encore plus à son avantage le fruit d'un travail de plus en plus productif. *La production a beau se détacher quelque peu*⁷⁰ *de la matière, l'accumulation du capital à l'échelle globale*⁷¹ *ne se détache pas, et ne peut pas se détacher, du travail.*⁷² La « nouvelle

autonome. La troisième est de confondre le nombre d'unités de marchandises produites et la valeur de celles-ci. Le glissement vers la théorie néo-classique est définitif avec la confusion entre valeur d'usage et valeur d'échange et l'identification de la seconde à la première : « la valeur d'usage produite peut n'avoir aucun rapport avec le temps consommé pour la produire. » Gorz [1997, p. 140].

⁶⁷ Marx [1968, p. 305]. Voir aussi Ricardo [1992, chapitre XX, p. 289-301].

⁶⁸ Marx [1968, p. 284].

⁶⁹ L'argument selon lequel le travail qualifié créerait plus de valeur que le travail non qualifié peut être réfuté grâce au concept de travail abstrait. Sur ce point, voir Harribey [1997-a].

⁷⁰ Quelque peu seulement car pour échanger des informations et faire de la « communication », il faut des ordinateurs, des câbles, des satellites, des fusées, de l'énergie, etc.

⁷¹ On précise bien à l'échelle globale, parce qu'il est évident que l'accumulation individuelle peut, elle, se produire par captation (cf. ci-dessus) : un holding financier sans aucun salarié peut ainsi accumuler.

⁷² L'affirmation selon laquelle le travail aurait été autrefois la source du surplus social, donc du profit, mais qu'il ne le serait plus aujourd'hui à cause des techniques modernes, est, sur le plan théorique, dénuée de sens. Ainsi

économie » apportée par l'Internet n'est pas une économie dans laquelle cette règle serait démentie. Mais les gigantesques regroupements qui se réalisent déjà entre les fournisseurs d'accès préparent certainement des voies nouvelles de captation de la valeur.

4. Conclusion

La circulation des capitaux est totale dans le monde ; leurs détenteurs ont ainsi toute liberté pour organiser la production aux conditions qui leur paraissent les plus avantageuses et, ensuite, pour s'approprier la valeur en fonction des rapports de forces établis. Le marché financier est devenu le lieu où s'élabore la norme de rentabilité et d'où elle est dictée, en fin de compte, au système productif. La globalisation et la libéralisation financières ont permis de multiplier les produits financiers permettant de réduire les risques et de mieux assurer la liquidité. Mais cette liquidité est bornée par deux contraintes. L'une tient à la nature même du marché qui met en présence des vendeurs et des acheteurs, les seconds se substituant aux premiers pour « porter » le capital productif immobilisé. L'absolue nécessité de porter celui-ci introduit la seconde contrainte : sans force de travail capable de valoriser le capital productif, la base même de l'accumulation financière se tarirait. La croyance en un monde autonome de croyances rencontre ici sa limite : cette croyance est un mythe et elle présente maints aspects d'une croyance religieuse dont le plus étonnant est que le gain boursier apparaisse comme le fruit d'un miracle. « Le mythe de l'enrichissement sans fin, gage d'éternité » se développe et « le capital devient un dieu, infini et n'ayant de source qu'en lui-même »⁷³ et dont tout procède. Le mythe devient mystification lorsque la force de travail emmagasinant savoir, savoir-faire et savoir-être est ramenée à du capital humain⁷⁴. Par un renversement complet de la problématique classique

où tout se réduisait à du travail, tout se ramène ici à du capital. Ainsi, le processus d'aliénation du travail est conduit jusqu'au point des représentations de celui-ci : l'objectivation du travail vivant est partie prenante de la réification des rapports sociaux.

La réification des rapports sociaux trouve sa place dans le processus de leur reproduction permettant l'accumulation financière. La financiarisation de l'économie s'inscrit dans la dynamique conduisant à la marchandisation du monde. Bien que le détachement de l'accumulation vis-à-vis de la production de valeur soit une fiction, celle-ci est nourrie d'une part par toute modification de la répartition de la valeur créée dans un sens favorable au capital, c'est-à-dire par une élévation du taux d'exploitation de la force de travail, et d'autre part par l'existence d'un prêteur en dernier ressort, d'autant plus efficace qu'il contrôle tout dérapage inflationniste et qu'il dirige l'essentiel de la création monétaire vers l'activité proprement financière.

La logique de la financiarisation de l'économie pousse à la primauté absolue de la valeur des actifs financiers et pour cela, le contrôle des institutions chargées de veiller à l'émission de la monnaie, véhicule de la valeur, s'avère indispensable. Parallèlement au démantèlement des services collectifs, à la mise sous contrainte d'équilibre les politiques budgétaires, la dépolitisation de la monnaie est amorcée par l'enlèvement de la politique monétaire aux responsables publics et par le projet de la mise à mort de la dualité de la monnaie, à la fois bien privé et institution sociale, en délégitimant toute intervention politique sur elle, en quelque sorte en la privatisant. Mais cette dynamique de négation de la monnaie en tant qu'institution sociale et de privatisation est vouée à l'échec parce que c'est la monnaie sociale, donc relevant de l'espace non marchand, qui fonde l'espace marchand et non l'inverse.⁷⁵ La logique financière est donc

Robin [1994, p. 2] écrit-il : « Notons pourtant qu'au temps où le capitalisme trouvait sa principale source de plus-value, donc de profit, non point dans des technologies encore dans l'enfance, mais dans le travail humain (...) ». L'affirmation selon laquelle « il n'existe plus de rapport clair entre la quantité de travail dépensée, les quantités produites et leur valeur » [Caillé, 1997, p. 42] n'a pas davantage de sens : elle enfourche un lieu commun qui s'exprime par l'énoncé de deux propositions totalement contradictoires : la productivité du travail ne cesse de s'accroître (ce qui est vrai) et la notion de travail productif a de moins en moins de sens (ce qui est exactement le contraire de la proposition précédente).

⁷³ Larsabal [1998].

⁷⁴ Pour une critique de la notion de capital humain, voir Poulain [1998].

⁷⁵ Aglietta [1994]. On peut s'étonner alors qu'Aglietta [1996] approuve le mouvement de patrimonialisation du capitalisme et le recours aux fonds de pension et fonds d'épargne salariale. Il en est de même en ce qui concerne Orléan qui, bien que parlant d'« incomplétude radicale de l'ordre financier » [1999, p. 254] et de l'« autisme » [1999, p. 255] du marché, n'en appelle pas moins à « participer au débat sur l'évaluation » [1999, p. 262] par l'intermédiaire de fonds salariaux [1999, p. 263]. Pour une synthèse critique de cette question, voir Larsabal [1999]. Nous approuvons totalement Friot [1999-b, p. 72-73] réfutant « ceux qui aujourd'hui, à l'instar d'Aglietta [Aglietta et Orléan, 1998], reprochent aux classiques cette approche réductrice de la monnaie le font... parce qu'ils ont entrepris une réhabilitation de la monnaie-patrimoine, celle-là même qui fait l'objet de la part de Smith d'une critique justifiée » ou rappelant que « la richesse

autodestructrice parce qu'elle implique la rupture de ce que Durkheim appelait le lien social, c'est-à-dire, en termes marxistes, elle implique la dégradation du rapport salarial.⁷⁶

Après deux décennies de gestion de la force de travail marquées par la violence de la précarisation et de la mise au chômage de fractions entières du salariat, le modèle néo-libéral imposé par le pouvoir financier tente aujourd'hui de s'infléchir. Une nouvelle voie se cherche à travers les tentatives d'associer les couches les plus aisées du salariat à un capitalisme patrimonial tout en assurant aux plus démunis une assistance minimale.⁷⁷ La pression sans nuances exercée en faveur de la création de valeur au seul profit de l'actionnaire apparaissant comme trop brutale cède peu à peu la place à une campagne plus subtile et attrayante en direction de certains salariés. Cette nouvelle voie, à l'état d'esquisse pour l'instant, trouve une justification « théorique » dans les « croyances autoréférentielles et créatrices ». Nous avons voulu montrer que cette justification ne pouvait avoir de statut scientifique car elle confinait l'analyse dans un espace d'où étaient exclus les rapports sociaux de production. Il s'agit donc d'une nouvelle figure du fétichisme du capital. De plus, cette voie ne peut être soutenable à long terme car ce qui la caractérise, c'est d'être fondée sur l'approfondissement de la fracture entre les classes sociales puisque tous les individus ne peuvent vivre simultanément de la rente du capital : certains se l'approprient, mais d'autres doivent la produire.

Références bibliographiques

AGLIETTA M. [1994], « De "Régulation et crises du capitalisme" à "La Violence de la monnaie" et au-delà » Interview de T. Negri, F. Sebai et C. Vercellone, dans Sebai F. et Vercellone C. (coord. par), *Ecole de la régulation et critique de la raison économique*, Paris, L'Harmattan, p. 47-70.

AGLIETTA M. [1997], *Régulation et crises du capitalisme*, 2^e éd., Paris, Ed. O. Jacob.

n'a pas sa source dans l'accumulation intergénérationnelle mais dans le flux permanent du travail vivant».

⁷⁶ Nous présentons en annexe 4 un schéma montrant l'engrenage de la rupture du lien social par la financiarisation de l'économie.

⁷⁷ Nous avons abordé ailleurs comment la proposition du revenu d'existence s'inscrivait dans le cadre du social-libéralisme [Harribey, 1997-b] qui, simultanément, renonçait au plein emploi, prônait une assistance minimale et dénonçait les prélèvements obligatoires alors que ces derniers devraient pourtant être considérés comme des suppléments obligatoires [Harribey, 1997-c et 1999-d].

AGLIETTA M., ORLEAN A. (sous la dir. de) [1998], *La monnaie souveraine*, Paris, Ed. O. Jacob.

AMIN S. [1973-a], *Le développement inégal, Essai sur les formations sociales du capitalisme périphérique*, Paris, Ed. de Minuit.

AMIN S. [1973-b], *L'échange inégal et la loi de la valeur, La fin d'un débat*, suivi d'une contribution de J.C. Saigal « Réflexions sur la théorie de "l'échange inégal" », Paris, Ed. de Minuit.

AMIN S. [1977], *La loi de la valeur et le matérialisme historique*, Paris, Ed. de Minuit.

ARTUS P., DEBONNEUIL M. [1999], « Crises, recherche de rendement et comportement financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques », dans Conseil d'Analyse Economique, *Architecture financière internationale*, Rapport n° 18, p. 55-96.

A.T.T.A.C. [1999], *Contre la dictature des marchés*, Paris, La Dispute, Syllepse, VO Editions.

AZNAR G. [1993], *Travailler moins pour travailler tous, 20 propositions*, Paris, Syros.

BAUDRU D., MORIN F. [1999], « Gestion institutionnelle et crise financière, Une gestion spéculative du risque », dans Conseil d'Analyse Economique, *Architecture financière internationale*, Rapport n° 18, p. 151-169.

BENSAÏD D., CORCUFF P. [1999], « Le vrai gâchis », *Le Monde*, 4 décembre.

BESSIRE D. [1999], « De la création de la valeur à sa répartition », *L'Expansion Management Review*, n° 94, septembre, p. 101-106.

BIDET J. [1990], *Théorie de la modernité*, suivi de *Marx et le marché*, Paris, PUF.

CABY J., HIRIGOYEN G. [1997], *La création de valeur de l'entreprise*, Paris, Economica

CAILLE A. [1997], « Marché et capitalisme, même combat », *Alternatives économiques*, « 500 ans de capitalisme », Hors Série, n° 33, 3^e trimestre, p. 40-42.

CHESNAIS F. [1994], *La mondialisation du capital*, Paris, Syros.

CHESNAIS F. (sous la coord. de) [1996], *La mondialisation financière, Genèse, coût et enjeux*, Paris, Syros.

CHESNAIS F. [1998], *Tobin or not Tobin, Une taxe internationale sur le capital*, Paris, L'Esprit frappeur.

COPELAND T. [1995], « Pourquoi valoriser la valeur ? », *L'Expansion Management Review*, n° 79, déc., p. 101-106.

- DUMENIL G. [1980], *De la valeur aux prix de production, Une réinterprétation de la transformation*, Paris, Economica.
- DUMENIL G., LEVY D. (sous la dir. de) [1999], *Le triangle infernal, Crise - Mondialisation - Financiarisation*, Paris, P.U.F., Col. Actuel Marx Confrontation.
- EDMUNDS J. [1995], « Des multinationales sans usines et sans salariés », *L'Expansion Management Review*, n° 79, décembre, p. 86-90.
- EMMANUEL A. [1969], *L'échange inégal, Essai sur les antagonismes ans les rapports internationaux*, Paris, F. Maspero.
- FITOUSSI J.P. [1999], « La valeur et l'argent », *Le Monde*, 5 juin.
- FOLEY D. [1982], « Value of money, the value of labor power and the marxian transformation problem », *Review of Radical Political Economics*, XIV, p. 37-47.
- FREEMAN E., LIEDTKA J. [1997], « La seconde vie du capitalisme », *L'Expansion Management Review*, n° 87, décembre, p. 52-61.
- FRIDLENDER J.M. [2000], « Immersion pédagogique dans le système actuel d'évaluation des entreprises », Document ronéoté du Groupe de travail « Emploi ou finance » du Conseil scientifique d'A.T.T.A.C., Paris, janvier.
- FRIOT B. [1998], *Puissances du salariat, Emploi et protection sociale à la française*, Paris, La Dispute.
- FRIOT B. [1999-a], *Et la cotisation sociale créera l'emploi*, Paris, La Dispute.
- FRIOT B. [1999-b], « Pour un usage non patrimonial de la monnaie », *Documents pour l'Enseignement Economique et Social*, C.N.D.P., n° 117, octobre, p. 70-77.
- FRUHAN W.E. [1979], *Financial strategy : Studies in creation transfer and destruction of shareholder value*, Irving Inc Homewood, Illinois.
- GOUVERNEUR J. [1987], *Manuel d'économie politique marxiste*, Bruxelles, De Boeck-Université.
- GORZ A. [1997], *Misères du présent, Richesse de l'avenir*, Paris, Galilée.
- HARRIBEY J.M. [1997-a], « Eléments pour une théorie marxienne de l'égalité économique : Théorie de la valeur-travail et répartition des revenus », Colloque de l'Université Paris-X, CAESAR-FORUM, URA-CNRS 1700, Actuel Marx, ERS-CNRS 196, « Marx aujourd'hui : fondements et critique de l'économie politique », Journées d'études des 27 et 28 novembre.
- HARRIBEY J.M. [1997-b], *L'économie économe, Le développement soutenable par la réduction du temps de travail*, Paris, L'Harmattan.
- HARRIBEY J.M. [1997-c], « Ne tirez pas sur les "suppléments obligatoires" », *Le Monde*, 25 mars.
- HARRIBEY J.M. [1998-a], « Marx : des prix de production au circuit monétaire », dans Bidard C., Hendaoui A., Poulon F. (sous la dir. de), *Sraffa et Keynes : recherche de passerelles*, Paris, Cujas.
- HARRIBEY J.M. [1998-b], « Répartition ou capitalisation, on ne finance jamais sa propre retraite », *Le Monde*, 3 novembre.
- HARRIBEY J.M. [1999-a], « La soutenabilité : une question de valeur(s) », Habilitation à diriger des recherches en sciences économiques, Université Montesquieu-Bordeaux IV, Document de travail du C.E.D., n° 34.
- HARRIBEY J.M. [1999-b], « La taxe Tobin contre le capitalisme financier ? », *Economie et Politique*, n° 267-268 (540-541), juillet-août, p. 39-42.
- HARRIBEY J.M. [1999-c], « Du bon usage des gains de productivité accaparés par la finance », *Le Monde*, 6 octobre.
- HARRIBEY J.M. [1999-d], « Prélèvements obligatoires ou suppléments obligatoires », Université Montesquieu-Bordeaux IV, C.E.D., Document ronéoté.
- HARRIBEY J.M. [2000], « Retour sur la "source" du profit », *Documents pour l'Enseignement Economique et Social*, C.N.D.P., n° 119, p. 39-54.
- HUSSON M. [1999], *Les ajustements de l'emploi, Pour une critique de l'économétrie bourgeoise*, Lausanne, Editions Page deux.
- I.N.S.E.E. [1987], *Tableaux de l'économie française*, Paris.
- KEYNES J.M. [1969], *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Payot.
- LARSABAL B. [1998], « La bourse ou la vie : Les retraites », *Le Passant Ordinaire*, Bordeaux, n° 22, novembre-décembre.
- LARSABAL B. [1999], « La bourse ou la vie : Une monnaie pour les cannibales », *Le Passant Ordinaire*, Bordeaux, n° 24, mars.
- LEREDDE D. [1997], « Les dialectiques normatives dans l'analyse du capitalisme de Marx », *Economies et Sociétés, Economia*, Série « Histoire de la pensée économique », P.E. n° 25, 1, p. 147-160.
- MANDEL E. [1964], « Initiation à la théorie économique marxiste », *Les Cahiers du Centre d'Economie Socialiste*, Paris, Etudes et Documentation Internationale, n° 39 à 41, 1er février-1er mars.
- MANDEL E. [1997], *Le troisième âge du capitalisme*, Paris, Les Editions de la Passion, nouvelle édition.

- MARX K., [1965 et 1968], *Le Capital, Livres I, II III*, Paris, Gallimard, La Pléiade, tomes 1 et 2.
- MEDA D. [1994], « Travail et politiques sociales », à propos de l'article d'Alain Supiot : "Le travail, liberté partagée", *Droit social*, n° 4, avril, p. 334-342.
- MODIGLIANI F., MILLER M. [1958], «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *American Economic Review*, n° 48, juin, p. 261-297.
- MORISHIMA M. [1973], *Marx's Economics*, Cambridge, Cambridge University Press.
- NASSAR N. [1995], « Apprenez à piloter votre entreprise par la valeur ! », *L'Expansion Management Review*, n° 78, mars, p. 84-91.
- NIKONOFF J. [1999], *La comédie des fonds de pension, Une faillite intellectuelle*, Postface de Harribey J.M., « Il n'y a pas de génération spontanée du capital », Paris, Arléa.
- ORLEAN A. [1999], *Le pouvoir de la finance*, Paris, Ed. O. Jacob.
- PASSET R. [1992], « La logique d'une mutation », *Transversales Science/Culture*, « Garantir le revenu, Une des solutions à l'exclusion », Document n°3, mai.
- PERRET B., ROUSTANG G. [1993], *L'économie contre la société, Affronter la crise de l'intégration sociale et culturelle*, Paris, Seuil.
- PLIHON D. [1998], « L'économie de fonds propres ou la finance contre la croissance », *Pour un nouveau plein emploi, sortir du libéralisme*, Bulletin de l'Appel des économistes pour sortir de la pensée unique, Paris, n° 6, septembre.
- P.N.U.D. [1999], *Rapport sur le développement humain dans le monde*, Paris, Economica.
- POULAIN E. [1998], « Capital humain, capital symbolique ou idéologie des classes moyennes ? », Congrès Marx International II « Le capitalisme : critiques, résistances, alternatives », CNRS – Istituto Italiano Per Gli Studi Filosofici – PUF – Universités de Paris-I et de Paris-X, 30 septembre–3 octobre .
- POULON [1996], *Economie générale*, Paris, Dunod.
- RAPPAPORT A. [1986], *Creating shareholder value : the new standard for business performance*, New York, Free Press.
- RAPPAPORT A. [1998], « Quand l'actionnaire prend le pouvoir », *L'Expansion Management Review*, n° 90, septembre, p. 48-53.
- RICARDO D. [1992], *Des principes de l'économie politique et de l'impôt*, Paris, GF-Flammarion.
- ROBIN J. [1993 et 1994], *Quand le travail quitte la société post-industrielle, 1) La mutation technologique informationnelle méconnue*, Paris, GRIT éditeur, septembre 1993, 2) *Le travail à l'épreuve des transformations socio-culturelles*, Paris, GRIT éditeur, septembre 1994.
- SAIGAL J.C. [1973], « Réflexions sur la théorie de "l'échange inégal" », dans Amin S., *L'échange inégal et la loi de la valeur, La fin d'un débat*, Paris, Ed. de Minuit, p. 115-145.
- SAY J.B. [1972], *Traité d'économie politique*, 1803, Paris, Calmann-Lévy.
- SERFATI C. [1999], « Puissance du capital financier, Les limites endogènes du capitalisme mondialisé », dans Duménil G., Lévy D. (sous la dir. de), *Le triangle infernal, Crise, mondialisation, financiarisation*, Paris, PUF, Actuel Marx Confrontation, p. 19-41.
- STERN J., [1998], « Le père de l'EVA répond aux critiques », *L'Expansion Management Review*, n° 90, septembre, p. 86-89, propos recueillis par P.M. Deschamps.
- STEWART G.B. [1991], *The quest for value*, New York, Harper Collins.
- SUE R. [1994], *Temps et ordre social*, Paris, PUF.
- SUE R. [1997], *La richesse des hommes, Vers l'économie quaternaire*, Paris, Odile Jacob.
- VILLIEU P. [2000], *Macroéconomie : l'investissement*, Paris, La Découverte, Repères.
- ZARIFIAN P., PALLOIX C. [1988], *La société post-économique, Esquisse d'une Société Alternative*, Paris, L'Harmattan.
- ZERBATO M. [1999], « Une finance insoutenable, Marchés financiers et capital fictif », dans Duménil G., Lévy D. (sous la dir. de), *Le triangle infernal, Crise, mondialisation, financiarisation*, Paris, PUF, Actuel Marx Confrontation, p. 73-91.

Annexe 1 : Application numérique

On trouvera ci-après un exercice pédagogique mettant en évidence la transformation du mode de gestion des entreprises qui tend à modifier les conditions de la répartition de la valeur ajoutée.

L'exercice est conçu en imaginant l'activité d'une société anonyme s'étalant sur un cycle de sept périodes, de l'an 1 à l'an 7.

An 1

1er janvier : création d'une société anonyme S.A. grâce à l'apport d'un capital de 1 million de francs (MF) réuni par la vente de 10 000 actions de 100 F pièce.

Bilan au 1er janvier :

Actif		Passif	
Immobilisations	1 MF	Capital social	1 MF

Du 1er janvier au 31 décembre de l'an 1, production et vente qui permettent d'établir que :

Valeur ajoutée nette : 700 000 F

dont salaires : 400 000 F.

Le 31 décembre, on enregistre un profit brut annuel : 500 000 F.

Le CA se réunit et répartit aussitôt le profit brut ainsi :

dotation aux amortissements : 200 000 F

dividendes : 100 000 F

réserves affectées à une augmentation des équipements : 200 000 F

Amortissement	Salaires	Profit net
200 000	400 000	300 000

	VAN = 700 000
Profit brut = 500 000

Bilan au 31 décembre après répartition :

Actif		Passif	
Immobilisations	1,2 MF	Capitaux propres	1,2 MF
dont anciennes	0,8 MF	dont capital social	1,0 MF
remplacement	0,2 MF	réserves	0,2 MF
augmentation	0,2 MF		

Chaque action a donné droit à 10 F de dividende. Chaque actionnaire est en droit d'exiger environ 120 F (1/10 000 des capitaux propres de 1,2 MF) s'il veut revendre l'action achetée 100 F. Cela ne signifie pas que le prix du marché boursier se fixera nécessairement à ce niveau comme on le verra plus loin.

Question : D'où vient la valorisation de l'action ? Et par suite, d'où vient la valorisation du capital ? Une seule réponse possible : du travail productif validé par la vente des marchandises.

An 2

Pendant la 2^e année, la production et les ventes chutent.

VAN : 600 000 F.

Pour éviter de voir le profit diminuer, le CA décide de comprimer l'emploi et la masse salariale : 300000 F.

Profit brut : 500 000 F.

Le CA répartit le profit brut :

dotations aux amortissements :	200 000 F
dividendes :	100 000 F
augmentation du capital par distribution de 1000 actions gratuites aux actionnaires :	100 000 F
réserves :	100 000 F

Bilan au 31 décembre de l'an 2 :

Actif		Passif	
Immobilisations	1,3 MF	Capitaux propres	1,4 MF
dont anciennes	1,0 MF	dont capital social	1,1 MF
remplacement	0,2 MF	réserves	0,3 MF
augmentation	0,1 MF		
Compte bancaire	0,1 MF		
Total	1,4 MF	Total	1,4 MF

Chaque ancienne action a rapporté 10 F. Chaque action pourrait être maintenant négociée sur le marché au minimum autour de $1,4 \text{ MF} / 11\,000 = 127,27 \text{ F}$.

Question : D'où vient la valorisation de l'action ? Et par suite, d'où vient la valorisation du capital ?

Deux réponses possibles :

- le travail productif ;
- la modification du partage de la valeur ajoutée au détriment du travail.

Deux réponses qui n'en font qu'une puisque la valeur ajoutée provient du travail.

An 3

La production et les ventes sont maintenant stabilisées, mais pour assurer la « bonne santé » de l'entreprise, l'emploi et les salaires sont de nouveau comprimés :

VAN : 600 000 F dont 250 000 F de salaires.

Le CA décide de placer sur le marché financier les 100 000 F de réserves conservées sur le compte bancaire et acquiert des actions d'autres sociétés.

Pendant la 3^e année, elle réalise un profit brut de 550 000 f au titre de son activité productive et perçoit 40 000 F de dividendes au titre de son placement.

Total profit brut = 590 000 F.

Le CA répartit le profit brut :

- amortissements :	200 000 F
- dividendes au titre de son activité :	150 000 F
- dividendes au titre de son placement :	20 000 F
- augmentation de capital par distribution de 500 actions gratuites :	50 000 F
- réserves :	170 000 F

Bilan au 31 décembre de l'an 3 :

Actif		Passif	
Immobilisations matérielles	1,35 MF	Capitaux propres	1,62 MF
dont anciennes	1,10 MF	dont capital social	1,15 MF
remplacement	0,20 MF	réserves	0,47 MF
augmentation	0,05 MF		
Immobilisations immatérielles	0,10 MF		
Compte bancaire	0,17 MF		
Total	1,62 MF	Total	1,62 MF

A la fin de l'an 2, le compte bancaire contenait 0,1 MF. Au cours de l'an 3, il est diminué de 0,1 MF pour acheter des titres et augmenté de 0,170 MF correspondant aux réserves supplémentaires.

Chaque ancienne action rapporte $170\,000/11\,000 = 15,45$ F de dividende. Chaque action pourrait être négociée au moins $1,620\text{ MF}/11\,500 = 140,87$ F.

Question : D'où vient la valorisation de l'action ? Et par suite, d'où vient la valorisation du capital ?

Trois réponses possibles :

- le travail productif chez SA ;
- la modification du partage de la valeur ajoutée au détriment du travail chez SA ;
- l'appropriation d'une partie de la valeur ajoutée par le travail ailleurs que chez SA.

Trois réponses qui n'en font qu'une puisque la valeur ajoutée provient du travail.

An 4

Le CA décide l'arrêt total de la production chez SA, le licenciement de tous les salariés et la reconversion de l'entreprise en holding financier. Tous les équipements sont reconvertis en bureaux et salons de réception qui valent 620 000 F. Pour simplifier, on suppose que ces bureaux et salons ne se dégradent pas. Le CA gère 1 MF d'actions de sociétés lucratives achetées dans le monde entier.

Bilan au 1er janvier de l'an 4 :

Actif		Passif	
Immobilisations matérielles	0,62 MF	Capitaux propres	1,62 MF
Immobilisations immatérielles	1,00 MF	dont capital social	1,15 MF
		réserves	0,47 MF

A la fin de l'année, 400 000 F de dividendes sont perçus. Le CA les divise en deux parts, 200 000 F pour les actionnaires et le reste n'est pas affecté (il n'est pas encore incorporé aux réserves).

Bilan au 31 décembre de l'an 4 :

Actif		Passif	
Immobilisations matérielles	0,62 MF	Capitaux propres	1,62 MF
Immobilisations immatérielles	1,00 MF	dont capital social	1,15 MF
		réserves	0,47 MF
Compte bancaire	0,20 MF	Bénéfice non affecté	0,20 MF
Total	1,82 MF	Total	1,82 MF

Chaque action de SA rapporte $200\,000/11\,500 = 17,39$ F.

Chaque action pourrait être négociée $1,820\text{ MF}/11\,500 = 158,26$ F.

A noter que le rapport entre les dividendes et les capitaux propres utilisés pendant l'année 4 (taux de rentabilité des capitaux propres) est de : $400\,000/1\,620\,000 = 24,69\%$.

Question : D'où vient la valorisation de l'action ? Et par suite, d'où vient la valorisation du capital ?

Une réponse possible : l'appropriation d'une partie de la valeur ajoutée par le travail ailleurs que chez SA.

An 5

Au début de l'année 5, SA incorpore le reliquat de bénéfice non affecté de l'exercice précédent dans ses réserves.

Au cours de l'année 5, la fièvre s'empare des marchés boursiers. Le cours des actions de SA monte jusqu'à 400 F. Et 400 000 F de dividendes sont reçus par SA. Les actionnaires de SA voient donc le taux de rentabilité financière baisser puisque la capitalisation boursière a monté : $400\,000 / 4\,600\,000 = 8,7\%$. Le PER (Price Earning Ratio) = $1/\text{taux de rentabilité financière} = 11,5$.

Plus le taux de rentabilité financière augmente, plus le PER diminue et inversement. Donc, plus le cours des actions monte, plus la rentabilité financière diminue ; d'où la pression pour accroître les bénéfices par tous les moyens, notamment en réduisant la masse salariale. Si cela s'avère impossible, l'entreprise peut choisir de laisser baisser le prix de ses actions ou de les racheter.

Bilan au 30 décembre de l'an 5 avant rachat des actions :

Actif		Passif	
Immobilisations matérielles	0,62 MF	Capitaux propres	1,82 MF
Immobilisations immatérielles	1,00 MF	dont capital social	1,15 MF
		réserves	0,67 MF
Compte bancaire	0,60 MF	Bénéfice non affecté	0,40 MF
Total	2,22 MF	Total	2,22 MF

Le taux de rentabilité des capitaux propres utilisés a chuté : $0,4/1,820 = 21,98\%$.

Bilan au 31 décembre de l'an 5 après le rachat de 500 actions (à 400 F) :

Actif		Passif	
Immobilisations matérielles	0,62 MF	Capitaux propres	1,62 MF
Immobilisations immatérielles	1,00 MF	dont capital social	1,10 MF
		réserves	0,52 MF
Compte bancaire	0,40 MF	Bénéfice non affecté	0,40 MF
Total	2,02 MF	Total	2,02 MF

Les réserves = $670\,000 - 500(400 - 100) = 0,520$ MF.

Les capitaux propres ne sont plus que de 1,620 MF mais la valeur unitaire des actions va s'accroître parce que le bénéfice est resté le même pour un nombre d'actions inférieur. Le bénéfice par action s'est accru et cela va faire monter le prix de l'action. Le taux de rentabilité des capitaux propres utilisés remonte ($0,4/1,620 = 24,69\%$). La capitalisation boursière (prix de l'action x nombre d'actions) commence donc à se déconnecter des fonds propres, le *goodwill* apparaît et la bulle peut s'enfler. Pourquoi la capitalisation boursière se déconnecte-t-elle ainsi ? Parce que la spéculation à la hausse fait espérer à ceux qui s'y livrent un gain important lorsqu'ils revendront leur portefeuille. C'est finalement le balancement entre les deux formes de gains possibles qui fait monter les enchères. Pour une même exploitation des travailleurs, plus le taux de rentabilité financière est faible, plus la valeur des actions est élevée. Le capitaliste peut donc compenser une rentabilité faible par une « plus-value » (au sens de la revente plus chère que l'achat) forte. Ou bien compenser une « plus-value » potentielle faible par une plus-value (au sens de l'exploitation du travail) accrue, et du même coup faire remonter le cours des actions, et ainsi de suite. Mais avec le risque de la crise de surproduction.

An 6

Au début de cette sixième année, les bénéfices de l'an 5 non affectés sont incorporés aux réserves.

Les rumeurs font état d'un risque de baisse du cours de l'action SA en Bourse. Pour pallier cette éventualité, le CA décide de procéder à un deuxième rachat de ses actions mais cette fois en empruntant. L'opération réussit et il rachète 250 actions à 400 F.

Au cours de l'année, SA reçoit encore 400 000 F de dividendes au titre des actions possédées dans les autres sociétés.

Bilan au 31 décembre de l'an 6 :

Actif		Passif	
Immobilisations matérielles	0,620 MF	Capitaux propres	1,920 MF
Immobilisations immatérielles	1,000 MF	dont capital social	1,075 MF
		réserves	0,845 MF
Compte bancaire	0,800 MF	Dette	0,100 MF
		Bénéfice non affecté	0,400 MF
Total	2,420 MF	Total	2,420 MF

Les réserves = $0,520 + 0,400 - 250 (400 - 300) = 0,845$.

Le taux de rentabilité des capitaux propres utilisés a de nouveau chuté : $0,4/1,920 = 20,83\%$.

On pourrait se demander pourquoi le rachat des actions est opéré grâce à un emprunt et non pas financé par la trésorerie de SA. C'est que le CA a de grands projets pour l'an 7.

An 7

Le 1^{er} janvier, après avoir incorporé le bénéfice non affecté de l'an 6 aux réserves, le CA de SA lance une OPA sur un holding concurrent. Elle réussit. SA absorbe son concurrent pour 1 MF qu'il paye comptant à raison de 0,8 MF et par nouvel emprunt pour 0,2 MF.

A la fin de l'année, 700 000 F de dividendes sont perçus par SA.

Bilan au 31 décembre de l'an 7 :

Actif		Passif	
Immobilisations matérielles	0,620 MF	Capitaux propres	2,320 MF
Immobilisations immatérielles	2,000 MF	dont capital social	1,075 MF
		réserves	1,245 MF
Compte bancaire	0,700 MF	Dette	0,300 MF
		Bénéfice non affecté	0,700 MF
Total	3,320 MF	Total	3,320 MF

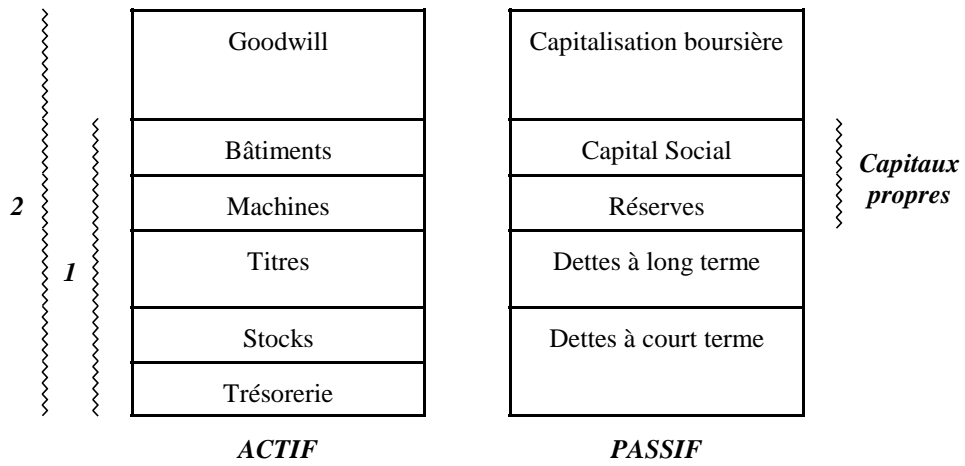
Le taux de rendement des fonds propres utilisés a augmenté : $0,7/2,320 = 30,17\%$.

Il y a toujours 10 750 actions SA en circulation. Si le PER est toujours de 11,5, la capitalisation boursière va grimper jusqu'à $0,7 \times 11,5 = 8,050$ MF. Donc le cours de l'action s'établira autour de $8\,050\,000/10\,750 = 748,84$ F.

Conclusion : l'accumulation du capital ne peut provenir que de l'emploi de la force de travail.

Reste une discussion épistémologique sur le présupposé « la valeur ajoutée ne provient que du travail productif ».

Annexe 2:



1 = Bilan comptable
2 = "Bilan" financier

Annexe 3 : Les indicateurs de rentabilité⁷⁸

1. Les ratios de rentabilité

1.1. Rentabilité commerciale

1.1.1. *Rentabilité opérationnelle = résultat avant impôts, taxes et intérêts/chiffre d'affaires net*

1.1.2. *ROS (Return On Sales) = résultat net/chiffre d'affaires net*

1.2. Rentabilité économique

ROA (Return On Assets) = résultat avant impôts, taxes et intérêts/actifs totaux

1.3. Rentabilité financière

1.3.1. *ROE (Return On Equity) = résultat net/fonds propres*

Relation entre le ROA et le ROE : en appelant K le capital total engagé, D les dettes, i le taux d'intérêt, EBE l'excédent brut d'exploitation = ROA*K, le levier ou taux d'endettement D/(K-D) :

$$\text{ROE} = \frac{\text{EBE} - iD}{K - D} = \frac{\text{ROA} \cdot K - iD}{K - D} = \frac{\text{ROA} \cdot K - \text{ROA} \cdot D + \text{ROA} \cdot D - iD}{K - D}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{ROA} \cdot (K - D) + (\text{ROA} - i) \cdot D}{K - D} = \text{ROA} + (\text{ROA} - i) \cdot \frac{D}{K - D}$$

1.3.2. *ROI (Return On Investment) = résultat opérationnel/immobilisations + besoin en fonds de roulement*

avec : résultat opérationnel = résultat hors résultat financier et résultat exceptionnel
 besoins en fonds de roulement = stocks + créances sur clients – dettes aux fournisseurs

2. La décomposition des ratios

2.1. Le ROA

$$\text{ROA} = \frac{\text{Résultat avant impôts, taxes et intérêts}}{\text{Actifs totaux}}$$

$$\text{ROA} = \frac{\text{Résultat avant impôts, taxes et intérêts}}{\text{Chiffre d'affaires}} \times \frac{\text{Chiffre d'affaires}}{\text{Actifs totaux}}$$

$$\text{ROA} = \text{Taux de marge brute} \times \text{taux de rotation des actifs}$$

2.1. Le ROE

$$\text{ROE} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Fonds propres}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Chiffre d'affaires}} \times \frac{\text{Chiffre d'affaires}}{\text{Actifs totaux}} \times \frac{\text{Actifs totaux}}{\text{Fonds propres}}$$

$$\text{ROE} = \text{Taux de marge nette} \times \text{Taux de rotation des actifs} \times \text{Structure financière}$$

⁷⁸ Pour cette annexe, nous nous servons de la synthèse réalisée par Fridlender [2000].

Annexe 4 : Le capitalisme financier rompt le lien social

