

CAPITAL, RICHESSE ET CROISSANCE DE LA RECHERCHE EMPIRIQUE AUX ÉCLAIRAGES THÉORIQUES

Jean-Luc Gaffard

OFCE and Skema Business School

Le livre de Thomas Piketty *Le Capital au XXI^e siècle* est ambivalent. D'un côté, une lecture théorique trop simple, fondamentalement a-institutionnelle, retient un taux de croissance définitivement exogène et ignore l'hétérogénéité du capital, faisant de la répartition des revenus et des richesses une donnée technique sans influence en retour sur la croissance elle-même. D'un autre côté, les faits stylisés rassemblés et les intuitions qui y sont associées incitent à réfléchir sur les tenants et aboutissants de la répartition des revenus et des patrimoines pour lui redonner une place centrale dans la théorie économique et lui restituer sa dimension sociale.

Mots clés : capital, croissance, rente, répartition, richesse.

L'ouvrage de Thomas Piketty, *Le Capital au XXI^e siècle* (2013), a suscité un extraordinaire intérêt à la mesure de la qualité du travail empirique effectué, mais aussi de l'acuité du problème politique abordé, celui de l'accroissement spectaculaire des inégalités, principalement aux États-Unis, dont certains pensent qu'il constitue une menace pour la croissance et pour la démocratie (Krugman 2009, Stiglitz 2012). Il présente, en outre, pour le chercheur, l'intérêt de susciter une multitude de questions de théorie et de politique économique.

Fort de l'impressionnante masse des données accumulées et d'une solide connaissance historique que renforce la lecture de grands romans de la littérature française et anglaise, Piketty prédit l'avènement d'une seconde Belle Époque, en fait le retour à un

capitalisme patrimonial basé sur l'héritage, quand revenu et capital se concentrent entre les mains du centile supérieur de la population, quand le ratio du capital au revenu augmente significativement. Plus fondamentalement, il entend souligner l'existence d'une tendance séculaire à la stagnation et au creusement des inégalités, inscrite dans l'observation d'un taux de rendement du capital durablement supérieur au taux de croissance de l'économie, un peu à la façon dont Marx insistait sur l'existence d'une baisse tendancielle du taux de profit. Le XX^e siècle et plus particulièrement la période qui suit la Seconde Guerre mondiale, caractérisée, dans les pays développés, par une forte croissance associée à la réduction des inégalités et un poids moindre du capital par rapport au revenu, n'aurait alors été qu'une parenthèse maintenant refermée. La thèse défendue est que la société capitaliste aurait renoué avec une croissance faible et des inégalités croissantes nourries par la transmission des patrimoines plus que par la rémunération des talents individuels.

L'ouvrage, toutefois, est ambivalent. Un fossé existe entre la grande richesse des données rassemblées et la simplicité revendiquée de l'explication analytique censée en rendre compte. D'un côté, une lecture théorique trop simple, fondamentalement a-institutionnelle, retient un taux de croissance définitivement exogène et ignore l'hétérogénéité du capital, faisant de la répartition une donnée technique sans influence en retour sur la croissance elle-même. D'un autre côté, les faits stylisés rassemblés et les intuitions qui y sont associées incitent réfléchir sur les tenants et aboutissants de la répartition des revenus et des patrimoines pour lui redonner une place centrale dans la théorie économique et lui restituer sa dimension sociale. Ainsi le défi est-il implicitement lancé d'élaborer une analyse qui, suivant une intuition que l'on doit aux économistes classiques, reposerait sur l'idée que l'augmentation du poids de la rente, distinguée du profit, alimenterait la hausse des achats d'actifs improductifs ou de biens de luxe au détriment de l'accumulation de capital productif et constituerait le véritable obstacle à la croissance.

L'empressement des économistes les plus réputés à donner un satisfecit quant au choix délibéré de Piketty se placer dans les pas de d'une pensée néo-classique élémentaire (Krugman, 2014 ; Solow, 2014) est, de ce point de vue problématique. Il contribue à masquer l'enjeu proprement théorique d'une recherche empirique, qui

contredit ce choix sur de nombreux points, qu'il s'agisse, par exemple, de la théorie du cycle de vie ou de l'équivalence ricardienne.

1. Une lecture théorique très simple...

La lecture théorique proposée par Piketty pour expliquer la formation des inégalités repose sur deux équations présentées comme reflétant des lois fondamentales du capitalisme. La première équation indique que la part du revenu du capital dans le revenu global est égale aux taux de rendement du capital multiplié par le rapport du capital au revenu. La deuxième équation indique que le rapport du capital au revenu est égal au taux d'épargne rapporté au taux de croissance. Ces deux équations ont en commun d'être des tautologies comptables auxquelles est prêtée une signification causale. La deuxième équation est censée figurer un équilibre de long terme, véritable attracteur de l'économie, impliquant de considérer comme exogène et donc comme variable explicative, le taux de croissance. Solow (1956) est convoqué à l'appui de cette démarche, lui qui aurait compris, à rebours de ce que pensait Harrod (1948), que « le rapport du capital au revenu s'ajuste au taux d'épargne et au taux de croissance structurel de l'économie et non l'inverse » (Piketty, 2013, p. 366).

Cette lecture très simple se réfère au modèle de croissance néo-classique¹. Le taux de croissance exogène (somme des gains de productivité et de la croissance de la population) détermine, conjointement avec le taux d'épargne, le rapport du capital au revenu. Le rapport du capital au revenu détermine à son tour, conjointement avec le taux de rendement du capital, la part du revenu du capital dans le revenu global. Ce sont là des relations propres au cadre théorique choisi, en l'occurrence le cadre néo-classique², et non des lois fondamentales.

1. Piketty, plutôt que de retenir le produit brut et le taux d'épargne brut comme dans le modèle standard, préfère une expression en termes de revenu net et de taux d'épargne net suivant en cela la formulation originelle de Solow (1956).

2. Notons immédiatement que dans ce cadre théorique, le maximum de productivité atteignable en régime régulier pour une technique donnée sera atteint quand le taux d'intérêt est égal au taux de croissance et la productivité du travail est égale au taux de salaire, ce qui correspond à la règle d'or (Phelps, 1961). Quand le taux d'intérêt est plus élevé que le taux de croissance et diminue pour converger vers lui, le taux de salaire et la productivité du travail augmentent. Le taux d'intérêt peut être inférieur au taux de croissance à condition que l'épargne des salariés l'emporte sur la consommation des capitalistes. (Hicks, 1973, Chap. VI).

La narration proposée est, alors, la suivante. L'affaiblissement du taux de croissance, résultant d'un épuisement des gains de productivité et d'un ralentissement de la croissance démographique, a pour conséquence, à taux d'épargne constant, de faire augmenter le rapport du capital au revenu. L'augmentation du rapport du capital au revenu entraîne à son tour une augmentation de la part du revenu du capital dans le revenu total pourvu, toutefois, que le taux de rendement du capital ne diminue pas trop suite à la hausse du rapport du capital au revenu, ce qui sera le cas sous l'hypothèse que l'élasticité de substitution entre capital et travail est supérieure à l'unité³. L'aggravation des inégalités entre salaires et profits devient simplement la conséquence de la chute présumée exogène du taux de croissance. La thèse ultime défendue est celle de la stagnation séculaire, thèse à laquelle la crise redonne une certaine actualité⁴.

La détérioration de la répartition des revenus au détriment du travail s'accompagne de la persistance d'un écart positif entre le taux de rendement du capital et le taux de croissance, présenté comme une constante séculaire, si l'on veut bien mettre entre parenthèses la période que Piketty situe entre 1913 et 2012. La richesse et le revenu des riches augmentent plus vite que celui tiré du travail. Les inégalités s'aggravent continûment. La richesse héritée pèse de plus en plus. La hausse de la part du revenu du capital dans le revenu total est cumulative si l'on considère que la hausse du taux d'épargne, qui en découle, fait augmenter encore le rapport du capital au revenu et de nouveau la part du revenu du capital. Il faut convenir que cette dynamique de riches devenant plus riches échappe au cadre théorique retenu et relève d'un cheminement hors de l'équilibre de l'économie.

3. L'hypothèse d'une élasticité de substitution supérieure à l'unité est très discutable au regard des données empiriques (Summers, 2014a ; Rognlie, 2014 ; Rowthorn, 2014), alors même qu'elle est décisive pour expliquer l'effet positif sur la part des profits d'une hausse du rapport du capital au revenu.

4. Gordon (2014) souligne l'existence d'un fort ralentissement des gains de productivité et d'obstacles à une reprise qui résiderait dans les défaillances de la démographie et de l'éducation, mais aussi dans l'endettement excessif, l'aggravation des inégalités, et le coût de la transition énergétique. Summers (2014b, c) fait de la récurrence des bulles spéculatives le signe que l'on serait entré dans une ère de stagnation avant tout marquée par l'excès d'épargne générateur de la baisse du taux d'intérêt naturel.

2. ...mais trop simple

Cette lecture théorique, en raison de sa simplicité excessive, présente des faiblesses intrinsèques qui la rendent peu apte à expliquer des évolutions contrastées et complexes quand, par exemple les inégalités augmentent en même temps que la croissance est forte ce qui semble être le cas de la France entre 1945 et 1967 ou avec un taux de croissance élevé et un taux d'épargne faible comme c'est le cas aux États-Unis dans les années 1990, mais aussi en moyenne entre 1970 et 2010.

Première faiblesse, le taux de croissance de l'économie est considéré comme exogène, ce qui implique d'ignorer *a priori* l'influence que pourraient exercer la répartition sur ce taux de croissance et plus généralement les institutions commandant cette répartition. La démarche retenue est celle de Solow (1956) pour qui il s'agit d'établir les conditions de convergence de l'économie vers un sentier de croissance donné. Ce n'est pas la démarche de Harrod (1938) pour qui, non seulement, le taux de croissance est une variable endogène, mais, dans la formulation originelle, différente de celle retenue par la plupart des commentateurs ultérieurs, ce taux de croissance dépend, non du rapport du capital au revenu figurant une propriété technique reflétée dans une fonction de production à facteurs complémentaires, mais du rapport de l'investissement à la variation du revenu qui figure une fonction de comportement, certes élémentaire, en l'occurrence une fonction d'investissement⁵. Ce taux de croissance ne peut que varier au cours du temps, non pas seulement en réaction à des changements démographiques ou de technologie, mais du fait des ajustements de comportement d'investissement des entreprises en réaction aux erreurs d'anticipations qu'elles ont commises, sans d'ailleurs que l'économie soit nécessairement sur le fil du rasoir (en situation d'instabilité globale)⁶. Dans le cas du modèle de Solow, la répartition n'exerce, par définition, aucun effet sur le taux de croissance, l'une et l'autre étant le produit de données techniques. C'est ce à

5. Le caractère volatile des dépenses d'investissement dans une économie soumise à des fluctuations plus ou moins importantes fait que le rapport de l'investissement à la variation du revenu ne coïncide pas avec le rapport du capital au revenu, rendant d'ailleurs cette dernière variable sans véritable pertinence nonobstant les difficultés à mesurer le stock de capital.

6. L'instabilité globale disparaît dans le modèle de Harrod dès que les ajustements du stock de capital existant au stock désiré sont graduels (Hahn and Matthews, 1964) ou quand le taux d'épargne varie (Hicks, 1965).

quoi revient le raisonnement conduit par Piketty. A l'opposé, dans une perspective keynésienne inspirée du modèle de Harrod, la répartition est possiblement une variable affectant le taux de croissance, car le taux de profit est un argument de la fonction d'investissement et ses variations influencent le rapport de l'investissement à la variation du revenu (et le rapport du capital au revenu). Ce taux de profit est, en outre, une variable financière qui détermine la valeur du capital. Sa variation, en changeant l'évaluation du capital, implique que le capital physique accumulé ne satisfait plus les entrepreneurs et contraint leurs décisions futures, les obligeant, comme le souligne Robinson, à réviser leurs plans d'investissement, provoquant des fluctuations du taux de croissance d'une économie qui n'est jamais à l'équilibre, même si elle peut rester à son voisinage⁷. Ces questions étaient au cœur de la controverse sur la théorie du capital (à tout le moins de ses prémisses). Piketty en a manifestement l'intuition (pp. 364-68), mais en prenant le parti de Solow contre Robinson, il privilégie les caractéristiques d'un long terme mythique plutôt que de considérer le long terme comme une succession de déséquilibres. Il est vrai que cette controverse a été détournée de son véritable objet – la nature de l'évolution – quand le débat, à l'époque, s'est focalisé sur une curiosité, le retour des techniques qui fait suite à des changements successifs de régime régulier, sans considération des propriétés des régimes transitoires⁸.

7. « In a world where unexpected events occur which alter values, the point of view of the man of deeds, making investment decisions about the future, and of the man of words, making observations about the past, are irreconcilable, and all we can do is botch up some conventional method of measuring capital that will satisfy neither of them » (Robinson 1953-1954, p. 126).

8. Sur un sentier de croissance équilibrée, la somme des salaires et des profits est égale à la somme de la consommation et de l'investissement net. Cette relation est une équation qui lie le taux de salaire au taux de profit (ou frontière des prix des facteurs), dont la forme dépend de la technique de production choisie (en l'occurrence des coefficients de production du bien de consommation et du bien capital). Une chute du taux de profit conduit, en principe, à choisir une technique plus capitaliste, caractéristique d'un nouveau régime régulier. Mais il peut arriver à l'économie de revenir à l'ancienne technique moins capitaliste après une nouvelle diminution du taux de profit, ce qui invalide la relation inverse entre le taux de rendement du capital et la valeur du capital. Toutefois, il s'agit là d'un cas exceptionnel, lié à des valeurs particulières des coefficients techniques (Hicks, 1965, Chap. XIII). Le retour des techniques reste une curiosité dans un modèle qui retient une représentation de la production dissociant une période de construction et une période d'utilisation de la capacité de production. Les courbes d'efficacité technique (ou frontière des prix des facteurs) ne peuvent se couper qu'en un seul point sous la condition de profitabilité (Hicks, 1973, Chap. IV).

Deuxième faiblesse, le capital est un agrégat constitué de l'ensemble des richesses. Aucune distinction n'est faite entre un capital productif et un capital improductif. Capital et patrimoine sont confondus. Or, ainsi que le rappelle Solow (2014) dans sa revue du livre de Piketty, il existe des actifs qui ont une valeur, sont une partie de la richesse, mais ne produisent rien. En outre, les actifs financiers qui sont la contrepartie du capital productif ont une valeur qui peut fluctuer violemment, bien plus violemment que le revenu national⁹. L'ignorer, en englobant dans une même mesure les biens d'équipement et les usines, le capital immobilier et les biens fonciers, conduit à identifier le taux de rendement du stock de capital physique au taux de rendement calculé sur l'ensemble des richesses sans considération de l'hétérogénéité du capital, en adéquation, d'ailleurs, avec le cadre théorique choisi qui, effectivement, retient un capital homogène, en fait le stock de capital physique¹⁰. Par voie de conséquence, aucune distinction n'est faite entre profits et rentes. Le profit est défini de manière extensive, incluant la rente de monopole, la rente foncière, les loyers ou les droits de propriété intellectuelle, tout en retenant la définition théorique d'un taux de rendement du capital qui serait égal à la productivité marginale du capital¹¹.

Le point de vue adopté se distingue, radicalement, de celui de Ricardo, pour qui propriété foncière et propriété du capital ne sont pas assimilables et pour qui l'augmentation de la rente (foncière) et la diminution corrélative du taux de profit, à taux de salaire réel constant, expliquent la chute de l'accumulation du capital (productif), celle du taux de croissance et, finalement, la marche

9. D'ailleurs, Piketty indique que la deuxième loi fondamentale ne tient qu'à la condition que le prix des actifs (notamment immobiliers) n'augmentent pas plus vite que ceux des biens de consommation (p. 267).

10. Fondamentalement, c'est la conception même du capital qui est en cause. S'agit-il d'un bien matériel ou même d'un actif immatériel ou s'agit-il du fonds de ressources financières qui sert à financer l'achat de ce bien. D'un côté, le capital est un outil de production, de l'autre ce sont des ressources pouvant faire l'objet d'affectations diverses. La fonction de production est la marque de la conception « matérialiste », le rapport du capital au revenu la marque de la conception « fondiste » (Hicks, 1974).

11. Piketty tient ici un discours contradictoire. D'un côté, il parle de « l'illusion de la productivité marginale » (p. 524), il souligne que « la théorie de la productivité marginale ne permet pas de rendre compte de la diversité des évolutions historiques » (p. 488), il décrit la notion de productivité marginale individuelle comme « une pure construction idéologique » (p. 525). Mais d'un autre côté il reconnaît dans cette même théorie « une intuition (qui) ne peut pas être entièrement fautive » (p. 569) et surtout il en fait un pilier de son explication théorique (p. 341).

vers l'état stationnaire (de croissance nulle). L'incohérence entre la définition du capital et celle de son taux de rendement n'est pas sans conséquence sur l'interprétation de l'inégalité observée entre le taux de rendement du capital et le taux de croissance, propriété d'un régime régulier inefficace ou épisode particulier d'une évolution hors de l'équilibre dont la viabilité est en jeu.

En mettant l'accent sur le conflit entre profits et rentes d'un côté et salaires de l'autre, Piketty néglige ce qui est pourtant au cœur de son analyse empirique, à savoir le conflit entre rentes, d'un côté et profits et salaires de l'autre. Le propre des profits est, en principe, d'être épargnés et investis. S'ils le sont en totalité, comme dans le modèle classique de croissance de Von Neumann (1945) le taux de profit est égal au taux de croissance. En revanche, si une partie est consommée par des rentiers, le taux de profit devient supérieur au taux de croissance. C'est la situation que Piketty qualifie de situation normale. C'est la situation d'avant 1914 que décrivait déjà Keynes (1919), non sans en évoquer les conséquences dommageables. « D'un côté, les classes laborieuses (...) se trouvaient enjôlées, obligées ou contraintes par la coutume, les conventions, les autorités et l'ordre établi de la société d'accepter une situation dans laquelle elles pouvaient obtenir leur propre petit morceau de gâteau qu'elles-mêmes, la nature et les capitalistes contribuaient à produire. Et de l'autre côté, il était permis aux capitalistes d'obtenir la meilleure part du gâteau et ils étaient théoriquement libres de la consommer à la condition tacite et implicite qu'ils n'en consomment en réalité qu'une petite partie ». Et Keynes d'ajouter que si la fonction principale des profits avait été de permettre la consommation des rentiers, « le monde aurait trouvé depuis longtemps un tel système intolérable » (cité par Robinson, 1971, pp. 45-6). Certes, il est toujours possible de conclure, comme le fait Solow (2014), dans sa revue du livre de Piketty, que l'on peut ignorer ce problème aussi longtemps que l'on s'en tient aux tendances de long terme. Encore faut-il accepter, précisément à l'encontre de ce que pensait Keynes, que ces tendances de long terme sont indépendantes des événements de court terme, que dominant « au-delà des bulles, croissance faible et épargne forte » (Piketty p. 274). Le débat sur l'articulation entre court et long terme percute ici la vraie nature de la controverse oubliée sur la théorie du capital.

L'accent mis sur le conflit entre profits et salaires se heurte, en outre, à une difficulté proprement empirique, abondamment documentée dans l'ouvrage, dont la résonance théorique est évidente : dans la période récente, aux États-Unis, ce sont les salariés du haut de l'échelle qui sont les principaux bénéficiaires de la croissance du revenu global, ce sont les différences de salaires qui sont le principal vecteur du creusement des inégalités de revenus. Il vient, alors, à l'esprit de l'économiste rompu au raisonnement néo-classique que les salaires très élevés ne seraient, après tout, que la rémunération d'un talent et d'une compétence que valoriseraient encore plus les nouvelles technologies permettant à quelques stars de s'emparer de la totalité d'un marché mondial (Rosen, 1981). Et de parler des effets d'un biais de qualification dans le progrès technique qui expliquerait le creusement des inégalités sans que soit remis en cause le cadre théorique standard. Piketty reconnaît, certes, que la structure des inégalités observées aux États-Unis aujourd'hui diffère de celle qui caractérisait l'Europe de la Belle Époque du fait de la hausse vertigineuse, de 362 % en 40 ans, des salaires versés aux ménages du centile supérieur. Il souligne qu'il faut monter au niveau des 0,1 % des revenus les plus élevés pour que les revenus du capital soient la plus importante source de revenus (p. 475-6). Mais, s'il préfère parler de déciles ou centiles que de lutte des classes (p. 360), il constate que les inégalités de revenus du travail restent faibles au regard des inégalités de propriété du capital (p. 404). Il maintient que le conflit majeur est toujours entre le capital et le travail¹², arguant notamment de revenus du capital sans cesse plus élevés que les revenus salariaux incluant les bonus et du poids croissant de la richesse héritée qui en vient à assurer 20 à 25 % du revenu annuel de ses détenteurs.

Ce ne devrait, néanmoins, pas dispenser l'économiste de s'interroger sur la véritable nature de ces salaires mirobolants et sur leur effet sur la croissance. De tels salaires relèvent beaucoup plus de la rente que de la rémunération d'un travail, fut-ce un travail managérial. Si l'on est bien passé d'une société de rentiers à une société de

12. Certes, le fait que le capital est un agrégat de biens et d'actifs hétérogènes a pu faire dire que, dans le travail de Piketty, la domination de la rente l'emportait sur le conflit de distribution entre le capital et le travail, pour d'ailleurs le critiquer (Boyer, 2014). Mais ce qui vrai empiriquement ne l'est pas théoriquement faute précisément de faire cette distinction entre rente et profit.

cadres au cours du XX^e siècle (pp. 435-44), il serait trompeur de distinguer les super-cadres des rentiers. Leur irruption à partir des années 1980 témoigne pour le moins « de la difficulté majeure rencontrée par la théorie de la productivité marginale » (Piketty, 2013, p. 500). Les augmentations observées n'ont en rien induit une hausse de l'offre de ce travail et c'est bien là la définition basique de la rente¹³, une rente destinée à alimenter des dépenses qui peuvent s'avérer improductives, qu'il s'agisse d'achats d'actifs financiers ou immobiliers ou de biens de luxe, achats qui font monter les prix de ces actifs ou de ces biens sans faire augmenter significativement l'emploi. La génération actuelle des plus riches est, sans doute, largement constituée d'innovateurs géniaux, de publicitaires ou de hauts dirigeants qui reçoivent salaires et bonus élevés, mais ces derniers rejoignent la cohorte des rentiers avant même que ce soit le cas de leurs héritiers¹⁴. Sans doute les imperfections de la concurrence peuvent-elles expliquer les salaires versés aux hauts dirigeants, mais ce n'est pas le cœur du sujet pour Piketty, comme se plaît à le souligner Krugman (2014) manifestement attaché à défendre le cadre théorique choisi qui est celui de la pleine concurrence. Vraisemblablement, il aurait été opportun de mieux apprécier les limites de la théorie de la productivité marginale et d'approfondir la notion de rente, de comprendre que l'impossibilité théorique et pratique de fixer la contribution de chacun à l'activité productive ouvre la voie à la formation de rentes¹⁵.

La volonté de trouver une explication strictement macroéconomique et simplifiée à l'extrême du phénomène observé conduit Piketty à faire de la persistance ou du creusement des inégalités de

13. La rente économique d'un bien (ou d'un service) est la portion du prix qui n'influence pas la quantité disponible de ce bien (ou service). Une demande accrue ne fait qu'augmenter le prix et enrichir le détenteur du bien (ou service) sans induire une production accrue. Bien qu'une rente n'affecte pas la quantité disponible, elle peut affecter la quantité disponible dans le futur. Ce n'est plus, alors, une rente au sens propre mais une quasi-rente. (Alchian et Allen, 1969, pp. 99-100).

14. Ce point de vue est aussi bien celui de Brynjolfsson et McAfee (2014, p. 227) que de Solow (2014) pour qui les super managers appartiennent socialement et politiquement à la classe des rentiers.

15. Georgescu-Roegen (1971, pp. 309-15) observe que la production sociale et son corollaire l'organisation sociale nécessitent une catégorie particulière de services sans lesquels il ne leur est pas possible de fonctionner et dont il est impossible de mesurer la contribution à l'activité productive. Une élite se constitue, composée des individus appartenant à cette catégorie, qui tire un privilège économique de sa position et peut en abuser avec à la clé des achats de biens de luxe ou des investissements improductifs. Un conflit de répartition prend place que nul système institutionnel ne fait disparaître.

revenus et de patrimoines un fait essentiellement technique ou même naturel. Il y a là une contradiction de fond avec l'analyse empirique et l'interprétation proprement politique qui en est faite. Comment, en effet, prétendre conserver le modèle théorique essentiellement néo-classique, tout en ayant la conviction que la répartition obéit à des choix politiques et à des normes sociales ? La façon de contourner la difficulté est de faire de la période au cours de laquelle le taux de croissance est supérieur au taux de rendement du capital une anomalie, et du capitalisme patrimonial la norme. Une telle norme existe sans nul doute, mais ce n'est pas une norme technique. C'est une norme sociale dont la pérennité par delà les siècles et les systèmes économiques reste à justifier.

3. Des faits stylisés ...

L'ouvrage de Piketty ne saurait nous fournir ce que d'aucuns lui prête, à savoir une théorie générale du capitalisme, unifiant théorie de la croissance et théorie de la répartition. De théorie de la croissance il n'y en a pas, du moins pas de théorie qui explique les sources de la croissance. Quant à la théorie de la répartition, elle est réduite à une explication technique. Pourtant, les faits stylisés mis en évidence sonnent comme un appel à de nouveaux développements théoriques.

Le premier de ces faits stylisés est la modification la composition du stock de capital, dont on peut penser qu'elle affecte le rapport du capital au revenu, beaucoup plus notamment que ne le font les destructions ou les reconstitutions de capital physique. C'est ce dont Piketty fait, plus ou moins explicitement, état en insistant sur ce qu'implique la différence entre le taux de rendement du capital et le taux de croissance et en retraçant l'évolution des composantes du capital en France qui fait apparaître une concomitance entre la hausse récente du poids du capital immobilier¹⁶ et le retour à un

16. Une étude récente fait état de la différence de valeur du patrimoine immobilier suivant qu'on l'évalue au prix de marché ou au moyen de la somme actualisée des loyers futurs. Retenir cette deuxième évaluation fait baisser significativement la valeur du capital immobilier au point d'effacer la hausse observée de la valeur du capital total (Bonnet, Bono, Chapelle et Wasmer, 2014). Si la somme actualisée des loyers futurs est une évaluation cohérente en référence à la théorie néo-classique, c'est la valeur au prix de marché qu'il importe de retenir quand ce qui en cause ce n'est pas la dynamique de l'accumulation du capital effectivement fondée sur les revenus attendus (les loyers), mais la richesse qui devient un argument des fonctions d'utilité impliquant pour les investisseurs de s'intéresser à la hausse attendue du prix des actifs.

écart positif entre taux de rendement et taux de croissance. Mais sans en tirer la conclusion analytique qui s'impose, à savoir que l'augmentation du rapport du capital au revenu résulte, non de données techniques, mais bien de changements dans la composition du capital nés de changements dans la répartition.

Il est, à ce propos, remarquable de constater que le taux de rendement du capital est inférieur au taux de croissance dans une France caractérisée par des prix du logement et des prix des actions relativement peu élevés ou que la hausse de la valeur du capital par rapport au revenu est due à la hausse de la valeur des actifs non reproductibles, essentiellement le capital foncier et immobilier. Il est, également, remarquable de constater que la valeur des patrimoines privés est nettement plus faible en Allemagne qu'aux États-Unis ou en France et que cette différence disparaîtrait si tous les patrimoines en question étaient mesurés sur la base de leur valeur comptable (obtenue en cumulant les investissements inscrits au bilan, nets des dettes accumulées) et non sur celle de leur valeur de marché (la capitalisation boursière) (pp. 230-31). Ce dernier point mérite que l'on s'y arrête. Que signifie cette différence entre une valeur comptable et une valeur de marché ? Piketty mentionne, à juste titre, que la faible valeur de marché des patrimoines privés allemands tient à la nature même de l'organisation industrielle qui fait une place réduite au pouvoir des actionnaires. Cela n'a rien d'anecdotique du point de vue analytique si l'on veut bien considérer l'hétérogénéité du capital et la diversité de comportements des détenteurs de capitaux. Une valeur de marché systématiquement supérieure à la valeur comptable, dont Piketty fait largement état s'agissant des pays anglo-saxons (p. 300), peut être le signal d'une organisation industrielle et financière et de comportements mimétiques spéculatifs qui vont à l'encontre du choix de réaliser des investissements productifs longs. Une valeur comptable systématiquement supérieure à la valeur de marché, comme c'est le cas en Allemagne (p. 300), peut être révélatrice de l'existence de relations de long terme qui favorisent l'investissement productif. En présence de ce problème d'évaluation, Piketty choisit de privilégier ce qui lui semble être une tendance à long terme, indépendante des contextes institutionnel et organisationnel, à savoir la hausse du rapport de la valeur de marché à la valeur comptable (le Q de Tobin), dont la relation avec la compo-

tion du capital et avec l'articulation entre la finance et l'industrie n'est pas établie ni même mentionnée.

Le deuxième fait stylisé est une large fluctuation sociale. Le premier temps est celui de la constitution, au cours du XX^e siècle, d'une classe moyenne (« l'innovation majeure du XX^e siècle » selon Piketty p. 410) et de la déconcentration du capital qui l'accompagne, quand la part du décile supérieur est passée de 90 % à 60-70 % en France et au Royaume-Uni, de 80 % à 65 % aux États-Unis, celle du centile supérieur de 60 % à 20-30 % en France, de 70 % à 20 % au Royaume-Uni, de 45 % à 30 % aux États-Unis (pp. 551-55), quand aussi la propriété immobilière s'est largement diffusée (pp. 550-52). Le deuxième temps est celui du début de délitement de cette même classe moyenne, quand un mouvement inverse de concentration du capital prend place à compter des années 1980, singulièrement aux États-Unis, et quand se crée une classe de rentiers (catégorie à laquelle appartiennent banquiers ou hauts dirigeants) dont les revenus ne sont en rien déterminés par la productivité marginale du travail qu'ils effectuent. Mais à l'encontre de la prédiction de l'analyse retenue, ce n'est pas une croissance faible qui transforme des entrepreneurs en rentiers, mais bien un creusement des inégalités qui fait apparaître une classe de rentiers qui se trouve confortée par l'héritage et dont l'activité est contraire à la croissance. Cette classe n'est autre que la classe de loisir que décrivait déjà Veblen (1899). À l'arrière plan, se profile une remise en cause de la façon convenue d'aborder les préférences et les comportements et le rôle qu'y joue la richesse.

4. ... à de nouvelles intuitions théoriques

En dépit de la richesse des matériaux empiriques accumulés, les questions théoriques sans réponse dans l'ouvrage de Piketty sont nombreuses : celle de l'origine des inégalités, de leur amplification ou de leur réduction, des conditions de formation des nouvelles rentes, mais aussi celle des effets de changements de la répartition sur la croissance. C'est à un effort théorique ambitieux auquel les économistes sont ainsi conviés. Ces derniers ont trop tardé à reprendre le fil des travaux de l'école classique qui voyait dans la répartition l'une de clés de la croissance, quand l'école néo-classique nous a éduqué dans l'idée que l'équité et l'efficacité étaient

des réalités séparées et, finalement, que l'évolution des techniques de production commandait croissance et répartition.

Plusieurs intuitions devraient servir de guide et permettre de donner leur vraie dimension aux avancées empiriques proposées par Piketty. La première intuition, déjà formulée dans quelques modèles anciens ou plus récents (Georgescu-Roegen, 1960 ; Murphy, Shleifer et Vishny, 1989), concerne le rôle de la demande comme facteur de croissance. En raison du caractère non homothétique des préférences, une répartition plus égalitaire des revenus et la constitution d'une classe moyenne au sens plein du terme ont permis qu'existe une demande de taille suffisante pour rendre viable une production industrielle basée sur l'usage de technologies à rendements croissants. À l'opposé et pour la même raison, une répartition très inégalitaire ne peut que favoriser la demande de biens de luxe, autrement dit la production de petits volumes à des prix très élevés et croissants et pénaliser les investissements longs¹⁷. De plus, si l'on considère que les personnes les plus riches jugent de leur patrimoine, non en raison de son volume physique mais en raison de son prix, alors un accroissement de ce prix est en soi un facteur d'accroissement de leur satisfaction (Carrol 1998) et la spéculation prend le pas sur l'accumulation d'un capital physique. C'est alors bien le renversement de répartition qui explique l'affaiblissement de la croissance et non l'inverse.

C'est à cette aune qu'il serait pertinent de s'interroger sur la raison pour laquelle le taux de rendement du capital peut être inférieur au taux de croissance. Piketty en fait une anomalie qu'il attribue à un taux de croissance temporairement élevé. Ne serait-ce pas plutôt l'effet d'une répartition favorable aux emprunteurs, ménages de la classe moyenne, qui utilisent les sommes collectées à l'achat de biens et services industriels, forts de l'augmentation attendue et crédible de leurs revenus futurs ? Après tout, le modèle classique ne nous suggère-t-il pas que l'emprunt auprès des banques, venant en sus de l'épargne des capitalistes, peut effective-

17. Georgescu-Roegen (1960 p. 180) note ainsi que les deux démons pour la croissance d'une économie qui aurait fait le choix d'une stratégie inflationniste porteuse d'un creusement des inégalités sont l'investissement excessif dans les industries de biens de luxe (incluant les investissements personnels dans l'immobilier de luxe) aussi bien que la négligence de ces domaines qui requièrent une attente plus longue, les industries de biens capitaux et les activités d'utilité publique.

ment conduire à un taux de croissance supérieur au taux de rendement du capital. Sans doute, cela ne reste possible qu'à l'intérieur d'un corridor de stabilité tel que les deux taux restent proches l'un de l'autre, ce que Piketty observe pendant la période d'âge d'or (p. 565). Faute de quoi, il y a fort à parier que des distorsions cumulatives risquent de se former. Si les emprunts permettent d'acheter des actifs financiers ou immobiliers existants, de consommer plutôt que d'investir et s'ils sont accordés à des ménages peu ou pas solvables, ils ne peuvent que conduire à l'éclatement de bulles spéculatives, à des crises financières et bancaires et à l'affaissement du taux de croissance qui (re)devient, alors, inférieur au taux de rendement du capital. Pour Piketty, si le taux de rendement du capital est inférieur au taux de croissance, « les agents économiques, en constatant que leurs revenus futurs – ceux de leurs descendants – augmentent plus vite que le taux auquel il est possible d'emprunter, se sentiraient infiniment plus riches et auraient tendance à vouloir emprunter sans limite afin de consommer ces ressources immédiatement » (p. 571). Il poursuit en soulignant que ce n'est pas un « mécanisme plausible » et en conclut que « l'inégalité $r > g$ est parfaitement vérifiée dans les modèles économiques les plus standard, et a même d'autant plus de chances d'être vérifiée que le marché du capital fonctionne de manière efficace » (*ibid.*). Il s'agit là d'une défense sans nuance du caractère séculaire de l'inégalité $r > g$, qui se refuse à distinguer entre les destinations de différents emprunts et qui ignore l'existence possible d'un corridor de stabilité dont la caractéristique serait le maintien d'un écart faible entre r et g ¹⁸.

La deuxième intuition concerne la dynamique de l'organisation sociale et l'irruption d'un dualisme à mesure de l'étiollement de la classe moyenne. La rente appelle la rente dans l'exacte mesure où elle alimente des dépenses que l'on a déjà qualifié d'improductives qui permettent à leurs bénéficiaires d'augmenter à leur tour les prix des biens ou services qu'ils fournissent plus que la production et l'emploi et d'accroître leurs propres rémunérations sans plus de rapport avec une réelle contribution à une activité productive.

18. Un équilibre stable de longue période existe, caractérisé par $r > g$, mais cette situation d'équilibre ne fait que traduire le fait que le même agent (représentatif) reçoit salaires et profits, consomme et épargne. La répartition entre des agents distincts n'a pas sa place ici, ce qui exclut que puisse y avoir un écart croissant entre les deux variables.

C'est ainsi que se constitue cette classe de loisir qui vit sur elle-même, séparée du reste de la société, organisée en cercles concentriques autour des hauts dirigeants ou des superstars du sport ou du spectacle. En singeant l'analyse de Pareto, il pourrait être fait état de l'existence d'une classe d'appui de la classe de loisir, dont les membres n'appartiennent pas aux catégories les plus riches de la population, mais sont parties prenantes de cette activité peu ou pas productive.

L'attention portée à l'impact social des inégalités est, certes, au cœur de l'ouvrage. Ainsi, Piketty évoque-t-il l'inégalité extrême comme condition de la civilisation dans une société pauvre, car c'est elle qui permettrait à une mince couche sociale de se préoccuper d'autre chose que de sa subsistance (p. 659-62), conformément, d'ailleurs, à l'enseignement de la courbe de Kuznets. Il fait le parallèle entre cette situation des origines et l'extrémisme méritocratique dans les sociétés contemporaines devenues riches, dont il observe, certes avec le recul critique nécessaire, qu'il est justifié, au moins en partie, par la productivité des salariés du haut de l'échelle (p. 662-65)¹⁹.

La difficulté analytique réside dans la difficulté d'identifier une catégorie sociale dont la caractéristique tient au fait qu'elle reçoit une rente. S'agissant de définir cette dernière, Piketty s'en tient à la notion de « rente annuelle produite par un capital » dont il nous dit, à juste titre qu'elle « n'a strictement rien à voir avec un problème de concurrence imparfaite ou de situation de monopole » Et d'ajouter ce qui suit. « À partir du moment où le capital joue un rôle utile dans le processus de production, il est naturel qu'il ait un rendement. Et à partir du moment où la croissance est faible, il est presque inévitable que ce rendement du capital soit nettement supérieur au taux de croissance, ce qui donne mécaniquement une importance démesurée aux inégalités patrimoniales venues du passé ». Dès lors, « la rente n'est pas une imperfection de marché : elle est, au contraire, la conséquence d'un marché du capital 'pur et parfait', au sens des économistes, c'est-à-

19. Il est intéressant de mentionner ici la proximité de l'argumentation avec celle de théoriciens contemporains expliquant à l'envi qu'une forte inégalité est porteuse d'innovation et de croissance car, synonyme de volonté de payer des prix élevés pour des biens nouveaux, elle permettrait de couvrir des dépenses de R&D élevées (Foelmi 2005).

dire un marché du capital offrant à chaque détenteur de capital – et en particulier au moins capable des héritiers – le rendement le plus élevé et le plus diversifié que l'on puisse trouver dans l'économie nationale ou même mondiale » (p. 674). Ce faisant, l'hétérogénéité du capital est ignorée en même temps que la dimension proprement analytique de la notion de rente. La dénomination de rente devrait renvoyer à l'effet ou à l'usage qui est fait de revenus particuliers que les économistes classiques prenaient soin de distinguer de la notion de profit, et l'économiste néo-classique Marshall de la notion de quasi-rente.

Le propre de la rente est de ne pas engendrer de hausse de la production et de l'emploi quand elle augmente, ni maintenant ni plus tard. Elle devient l'apanage d'une élite sociale. Elle se distingue effectivement de la quasi-rente au sens de Marshall qui, elle, induit une production future, et s'apparente au profit de par sa fonction dans l'économie qui est de concourir à l'accumulation d'un capital productif. Certes, il n'est pas aisé de distinguer empiriquement la quasi-rente de la rente puisque tout dépend de l'usage qui est fait du revenu en question par ses détenteurs, qu'elle soit perçue sur un capital tangible ou intangible (par exemple, les droits de propriété intellectuelle). C'est, cependant, une distinction cruciale si l'on veut connaître l'orientation du chemin suivi par l'économie²⁰.

La troisième intuition concerne l'impact d'un taux de rendement du capital supérieur au taux de croissance. Piketty en vient à considérer que cet écart existe indépendamment des institutions et qu'il ne saurait, au bout du compte, être corrigé par l'État-providence. Il serait, cependant, intéressant de s'interroger, non pas sur l'existence de l'écart, mais sur sa dimension. De fait, cet écart pose vraiment problème quand il devient relativement important. La raison en est que ce sont alors les achats d'actifs sur les marchés secondaires ou les achats de biens de luxe qui prennent le pas sur les dépenses productives. Si l'on compare des régimes

20. Ne pas confondre rente et quasi-rente implique de ne pas considérer les imperfections de marché comme des obstacles à la croissance, mais au contraire de les reconnaître, à la suite de Schumpeter (1942), comme des facteurs de cette même croissance. Ce qui compte alors, aux dires même de Schumpeter, ce n'est pas tant le montant du profit en un point du temps qui serait trop élevé, que la distribution des profits au cours du temps, le fait que de faibles marges ou des marges négatives dans les phases initiales de mise en œuvre de l'innovation puissent être compensées par des marges très élevées au cours des phases d'exploitation de cette innovation.

réguliers de croissance, il apparaît qu'une augmentation du taux de rendement du capital pour un taux de croissance donné qui lui est déjà inférieur signifie une diminution du taux de salaire et de la productivité du travail et, corrélativement, une hausse de la consommation à partir des profits. Les capitalistes consomment plus et les salariés consomment moins du même bien (Hicks, 1973, Chap. VI). Aucun problème ne surgit vraiment. Les choses sont différentes si le revenu des capitalistes, en fait leur excédent d'épargne, vient alimenter des dépenses improductives, car, alors, l'équilibre est rompu et l'instabilité est possible²¹.

5. Court retour sur la tentative de modélisation

La question reste posée de savoir si les faits recensés peuvent trouver une explication théorique satisfaisante. Piketty (2013) et Piketty et Zucman (2014) font usage d'un modèle, dont nous avons vu qu'il n'est autre que le modèle de Solow (1956), mais en formulant deux hypothèses qui commandent le résultat recherché sur l'évolution des inégalités: un taux d'épargne net constant et une élasticité de substitution élevée. Ces hypothèses sont critiquables mais de cette critique ressortent les éléments à prendre en compte si l'on veut construire le schéma analytique requis.

L'hypothèse d'un taux d'épargne net constant est contestée au regard de la théorie néo-classique aux termes de laquelle la chute du taux de croissance devrait s'accompagner d'une chute du taux d'épargne nette avec pour conséquence que le rapport du capital au revenu n'augmenterait pas ou peu. Ce ne serait plus, alors, la chute du taux de croissance qui expliquerait le creusement des inégalités, mais des causes « techniques » que sont le biais de qualification du

21. La proposition de Piketty est critiquable si l'on se rapporte à un modèle néo-classique à générations (Diamond, 1965), dans lequel l'économie tend vers un état stationnaire ($g = 0$) avec un taux de rendement du capital positif sans qu'il y ait d'augmentation de la richesse de sorte que le rapport du capital au revenu reste constant de même que reste inchangée la répartition des revenus qui continue d'être déterminée par les coefficients de la fonction de production de Cobb-Douglas. L'erreur de Piketty serait de supposer que l'épargne n'est jamais consommée ni dépensée pour des propos charitables alors que si l'épargne est consommée plus tard la croissance du capital est indépendante de son taux de rendement (Homburg, 2014). Mais ce qui fait problème est précisément qu'il existe un revenu épargné qui ne donne lieu à aucune production, ni maintenant, ni plus tard. Piketty pose une vraie question sans y apporter une réponse analytiquement construite. Par ailleurs, les données infirment l'idée que chacun s'organiserait pour mourir sans capital (p. 610), autrement dit la théorie du cycle de vie sur laquelle repose le modèle de Diamond invoqué par Homburg.

progrès technique ou la concurrence des pays à bas salaires (Krusell et Smith, 2014). Toutefois, si l'hypothèse d'un taux d'épargne nette constant ne tient pas dans le cadre standard, elle redevient plausible dès que l'on reconnaît que cette épargne alimente, certes des investissements productifs, mais aussi des achats d'actifs improductifs. Le problème réside moins dans le montant de l'épargne que dans son affectation.

L'hypothèse d'une élasticité de substitution élevée est également contestée ne serait-ce qu'en regard de la loi des rendements décroissants. Le raisonnement de Piketty s'en trouve renversé, mais les données empiriques peuvent encore être expliquées (Rowthorn, 2014). Sous l'hypothèse d'une élasticité inférieure à l'unité, une hausse du rapport du capital au revenu induit une baisse de la part du revenu du capital dans le revenu total. Si la part des profits a augmenté c'est que le rapport du capital au revenu a diminué, ce qui est conforme à l'observation pourvu de ne comptabiliser dans le capital que le capital productif. Richesse et capital sont, alors, distingués, le capital étant le terme utilisé pour désigner la totalité des actifs productifs évalués à prix constants. En revanche, le rapport de la richesse (et non du capital) au produit a augmenté sous l'effet de la hausse du prix des actifs financiers et immobiliers. La consommation des détenteurs de richesses a augmenté du fait des gains en capital procurés par la hausse du prix des actifs. L'investissement réel a diminué pendant que le rapport de la richesse au revenu a augmenté.

Le creusement des inégalités, qui se traduit par la hausse du prix des actifs, n'est plus l'effet de la baisse du taux de croissance attribuée à l'épuisement des gains de productivité. La question est, donc ouverte de son origine et, par suite, du type d'analyse à mobiliser pour en expliquer les tenants et les aboutissants. Sans doute, les nouvelles technologies introduisent-elles un biais dans la demande de travail par qualifications, et offrent à un petit nombre la possibilité de capter la totalité du marché (Brynjolfsson et McAfee, 2014, Chap. 9). Reste que les inégalités créées sont susceptibles de créer un écart entre capital productif et richesse dont il faudrait établir l'effet sur le taux de croissance impliquant de comprendre pourquoi, en toute hypothèse, un relativement faible investissement productif est à l'arrière-plan des changements observés dans la répartition des revenus (Rowthorn, 2014, p. 5). De plus, convien-

drait-il d'expliquer pourquoi les conditions sociales et politiques n'autorisent pas une redistribution correctrice (Soskice, 2014).

S'il fallait construire un modèle qui rendent compte des aspects essentiels de la société décrite par Piketty, ce ne peut être qu'un modèle qui met en scène la séquence des événements qui procèdent des arbitrages entre investissement productif et achats d'actifs non reproductibles effectués en relation avec le caractère non homothétique des préférences qui détermine la façon dont les inégalités de revenus et de richesses affecte les comportements d'épargne. Ce modèle devrait être un modèle à deux secteurs correspondant aux deux catégories d'actifs et deux catégories d'agents distingués par leur niveau de revenu et, par suite, par leur type de demande de biens et d'actifs²².

6. L'âge d'or de l'égalité n'était-il qu'une parenthèse ?

Piketty conclut en s'interrogeant sur l'éventualité ou la possibilité d'un nouveau retournement, cette fois-ci en faveur d'une répartition plus égalitaire. À rebours de son pessimisme, à la fois théorique et historique, faisant de l'âge d'or des années 1945-1975 un épisode exceptionnel difficilement répétable et de la stagnation un phénomène séculaire, il croît pouvoir faire confiance en l'efficacité de la fiscalité, en l'occurrence de la fiscalité du capital. Si l'on suit le schéma théorique qu'il retient, la taxation du capital devrait permettre de ramener le taux de rendement du capital en deçà sinon à proximité d'un taux de croissance définitivement bas. Du point de vue défendu ici, ce pourrait être aussi l'instrument d'une hausse du taux de croissance. Mais à condition de savoir faire le partage entre profits et rentes, entre capital productif et capital improductif. Certains comme Allais (1977) ont imaginé que la taxation de tout le capital, à faible taux, devait avantager les capitaux productifs car seuls porteurs de revenus. Piketty fait, implicitement, état de l'existence d'un tel effet quand il observe que la hausse du taux moyen d'imposition du rendement du capital au cours du XX^e siècle va de pair avec une forte déconcen-

22. Amendola, Gaffard and Patriarca (2013) proposent un modèle qui repose sur ces distinctions et qui permet de montrer, d'une part, l'effet négatif d'un changement de répartition au bénéfice de rentiers dont la demande s'adresse à des biens de luxe ou à des actifs financiers, d'autre part, l'effet positif, sous certaines conditions, de la taxation de ces rentes.

tration patrimoniale et plus encore avec une modification de la structure de la répartition du patrimoine sans que le niveau de l'accumulation totale en soit diminué (p. 594). Toutefois, la réalité est qu'un tel retournement ne peut venir que de la capacité ou de la possibilité de réduire le poids des rentes en tant que revenus opposés aux profits. Dès lors, taxer le capital ne saurait suffire, d'autant qu'il est difficile de faire, pratiquement, le partage entre le capital productif et le capital improductif ainsi que de prendre en compte les fluctuations de profits inhérentes à la mise en œuvre d'innovations de rupture.

Par ailleurs, la question se pose de l'usage qui est fait des impôts, autrement dit de la nature des dépenses publiques. D'un strict point de vue global, le taux de prélèvement importe peu dans la mesure où le seul effet de son augmentation est de substituer des revenus indirects à des revenus directs. Il n'en est pas de même si l'on prend en considération la nature des dépenses publiques comme privées. La question tient, alors, non dans l'acceptation d'un taux de prélèvement public plus ou moins élevé, mais bien dans l'impact différencié des dépenses publiques sur la croissance suivant leur nature. Les dépenses publiques se résolvent en salaires directs et indirects. Si leur augmentation ne va pas de pair avec une diminution de la consommation marchande (c'est-à-dire de la demande pour de biens et services marchands), le prélèvement qui se fait au détriment de l'investissement rend ce dernier insuffisant au regard de la consommation marchande avec au bout du compte une hausse des prix ou une hausse des importations de biens industriels. Si, par ailleurs, les investissements publics (des infrastructures) s'avèrent excessifs ou même inutiles, ce sont des dépenses qui ont quelque analogie avec les dépenses privées en biens de luxe. Ainsi, s'il semble avéré, à la lecture des chiffres, que les États-Unis d'aujourd'hui ont quelque similitude avec la France de la Belle Époque, la France n'emprunte pas le même chemin ou, en tout cas, beaucoup plus lentement. L'irruption des nouveaux rentiers y est moins évidente. Pourtant, la croissance semble durablement faible. Il y a à cela des raisons conjoncturelles, mais ce ne devrait pas masquer le poids devenu excessif de dépenses qui s'avèrent improductives et qui résultent de la formation d'un certain type de rente, en fait de revenus directs mais aussi indirects qui n'alimentent pas des dépenses porteuses d'une production future.

Ce qu'il advient de la répartition dépend aussi de l'action des intermédiaires financiers en charge d'orienter les fonds épargnés²³. Les banques centrales ont, comme l'indique Piketty, « le pouvoir d'éviter la faillite à une banque ou à une société non financière », mais pas « le pouvoir d'obliger les entreprises à investir, les ménages à consommer et l'économie à renouer avec la croissance » (p. 903). Les banques octroient des crédits aux entreprises et aux ménages, mais peuvent aussi développer des activités de marché dont les déboires retentissent négativement sur leur activité de crédit. Les comportements financiers inadaptés ou déviants, des agents financiers et non financiers, affectent répartition et croissance dans le sens de plus d'inégalités et moins de croissance dès lors que sont favorisées les dépenses improductives, y compris quand elles sont le fait de collectivités publiques abusées par des banquiers peu scrupuleux. Ce n'est pas de la seule politique fiscale que l'on peut attendre la solution du problème de répartition, mais également d'une politique bancaire qui traite de l'organisation financière et de sa capacité d'engagement long auprès des entreprises.

7. En guise de conclusion

Il est une conviction qui parcourt le livre de Piketty : le taux de croissance, quelles que soient les politiques économiques mises en œuvre, redeviendrait faible parce que le rattrapage ne serait plus de mise et parce que le potentiel de gains de productivité serait largement épuisé. L'héritage deviendrait, alors, d'autant plus prégnant dans la distribution des richesses qu'il alimenterait le creusement des inégalités. Ce pessimisme fondamental justifie la simplicité revendiquée de l'explication théorique. S'il fallait le partager, il faudrait, toutefois, mieux l'étayer en s'interrogeant sur les causes et les effets de la formation des rentes et en rompant avec une analyse néo-classique de la croissance décidément sans véritable pertinence au regard du sujet traité. L'évolution de la répartition des revenus et des richesses n'a rien de naturel, mais répond à des choix politiques et à des normes sociales. La question est, alors, de

23. Il est remarquable de mentionner que Giraud (2013), dans son commentaire du livre de Piketty, indique, comme l'un des moyens de lutter contre le déséquilibre grandissant de la répartition, le fait de reprendre en main le pouvoir de création monétaire dans la mesure où il détermine qui peut constituer un patrimoine et de quel patrimoine il s'agit.

savoir si les choix et les normes des années de l'âge d'or ont encore un sens, en fait si le politique peut encore contrebalancer les forces de ce qu'il faut bien appeler le déclin et qui menaceraient les sociétés capitalistes modernes.

Le jugement que l'on peut et doit formuler à ce propos renvoie à la croyance en un épuisement des sources de la croissance. Si tel est bien le cas, il est sans doute vrai que choix politique et norme sociale sont finalement contraints, que les différences institutionnelles finissent par ne plus compter et l'on comprend mieux le choix d'un cadre théorique a-institutionnel²⁴. La démarche de Piketty, qui s'inscrit dans une analyse du temps long – la fresque historique remonte aux temps anciens avant l'éclosion et le développement des économies capitalistes industrielles – a, de fait, une dimension davantage anthropologique qu'historique. Elle fait écho à celle de Georgescu-Roegen (1971, pp 306-15) pour qui toute société humaine, socialement organisée, est le siège d'un conflit de répartition qui oppose une élite, à laquelle est confiée la tâche incontournable de coordination, et le reste des travailleurs. Cette élite peut abuser de sa position de pouvoir pour capter une partie de plus en plus importante de la richesse au risque de provoquer une explosion sociale et un effondrement de la société. Mais aucun changement institutionnel n'est à même de prévenir ce type de conflit inhérent à la division du travail. L'organisation sociale peut changer, les bases du conflit demeurent. Simplement, à chaque rupture, de nouvelles élites remplacent les anciennes. Marx, comme le remarque Georgescu-Roegen, après avoir constaté que les mouvements sociaux se concluaient tous par le remplacement d'une minorité par une autre, en est arrivé à faire de la révolution communiste une exception. Piketty ne se rallie visiblement pas plus à cet acte de foi que Georgescu-Roegen. C'est, sans doute, pourquoi, au lieu d'imaginer des bouleversements sociaux à l'issue finalement prévisible s'agissant du remplacement d'une élite par une autre, il s'en tient à une proposition de réforme fiscale censée éliminer l'héritage et contrarier la constante statistique et historique qu'il a mise en scène. Implicitement, il semble garder l'espoir

24. De fait, la position adoptée par Piketty est radicale au point de considérer que le rattrapage des États-Unis et de la Grande Bretagne par la France, l'Allemagne et le Japon après le deuxième conflit mondial, de même que la reprise de la course en tête par les États-Unis après la révolution conservatrice ne doivent rien aux institutions (p.164).

d'une économie qui retrouverait le chemin d'une croissance soutenable grâce à des choix politiques et des normes sociales favorisant l'éclosion et le maintien d'une classe moyenne. Le pessimisme d'une raison historique (et statistique) pourrait alors céder devant l'optimisme de la volonté.

Références

- Alchian A.A. et W.R. Allen, 1969, *University Economics*, Belmont Ca. : Wadsworth Publishing Company
- Allais M. 1977, *L'impôt sur le capital et la réforme monétaire*, Éditions Hermann : Paris
- Amendola M., J.-L. Gaffard et F. Patriarca, 2013, « Inequality, Debt, and Taxation : the Perverse Relation between the Productive and Non Productive Assets of the Economy », *Working Paper OFCE 2013-21*
- Bonnet O., P.-H. Bono, G. Chapelle et E. Wasmer, 2014, « Le capital logement contribue-t-il aux inégalités », *SciencesPo / LIEPP Working Paper 2014-25*. « Does housing capital contribute to inequality ? An essay on Thomas Piketty's Capital in the 21st Century »
- Boyer R., 2014, « Le capital au XXI^e siècle », *Revue de la régulation*, 14.
- Brynjolfsson E. and A. McAfee, 2014, *The Second Machine Age*, New York : Norton and Cie.
- Carroll C., 1998, « Why Do the Rich Save So Much », *NBER Working Paper 6549*
- Diamond P. A., 1965, « National Debt in a Neo-Classical Model », *American Economic Review*, 55 :1126-1150
- Foelmi R., 2005, *Consumption Structure and Macroeconomics. Structural Change and the Relationship between Inequality and Growth*, Berlin : Springer.
- Georgescu-Roegen N., 1960, « Structural Inflation – Lock and Balanced Growth », Reproduit in, 1976, *Energy and Economic Myths*, New York : Pergamon Press.
- Georgescu-Roegen N., 1971, *The Entropy Law and the Economic Process*, Cambridge Mass. : Harvard University Press.
- Giraud G., 2013, « Le capital au XXI^e siècle », Note de lecture, *Revue Projet*.
- Gordon R., 2014, « The Demise of U.S. Economic Growth: Restatement, Rebuttal, and Reflections », *NBER Working Paper*, 19895.
- Hahn F.H. et R.C.O. Matthews, 1964, «The Theory of Economic Growth : A Survey », *The Economic Journal*, 74 : 779-902.
- Harrod R., 1938, « An Essay in Dynamic Theory », *Economic Journal* 49 : 14-33. Hicks J.R. 1965, *Capital and Growth*, Oxford, Clarendon Press.

- Hicks J.R., 1973, *Capital and Time*, Oxford : Clarendon Press.
- Hicks J.R., 1974, « Capital Controversies : Ancient and Moderns », *American Economic Review* 64 (2) : 307-16. Reprint in Hicks J.R., 1977, *Economic Perspectives*, Oxford : Clarendon Press.
- Homburg S., 2014, « Critical Remarks on Piketty's 'Capital in the Twenty-first Century' », Institute of Public Economics, Leibnitz University of Hannover, *Discussion Paper*, 530.
- Keynes J. M., 1919, *Economic Consequences of the Peace*, London: Macmillan.
- Krugman P., 2009, *The Conscience of a Liberal*, New York : Norton. Stiglitz J., 2012, *The Price of Inequality*, New York : Norton.
- Krugman P., 2014, « On Gattopardo Economics », April 24, krugman.blogs.nytimes.com.
- Krusell P. and T. Smith, 2014, « Is Piketty's 'Second Law of Capitalism' Fundamental ? », *Mimeo*.
- Murphy K.M., Shleifer A., and R. Vishny, 1989, « Income Distribution, Market Size, and Industrialization », *Quarterly Journal of Economics*, 104 : 537- 564
- Phelps E., 1961, « The Golden Rule of Accumulation », *American Economic Review*, 51 : 638-43. Piketty T., 2013 : *Le capital au XXI^e siècle*, Paris : Le Seuil.
- Piketty T. and G. Zucman, 2014, « Capital is Back : Wealth-Income Ratios in Rich Countries 1700-2010 » *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming
- Solow R., 1956, « A Contribution to the Theory of Economic Growth », *Quarterly Journal of Economics*, 70 : 75-94.
- Solow R., 2014, « Thomas Piketty is Right. Every thing you need to know about 'Capital in the Twenty-First Century' », *New Republic*.
- Summers L., 2014a, « The Inequality Puzzle », *Democracy. A Journal of Ideas*, 32 Spring 2014.
- Summers L., 2014b, *Secular Stagnation? The Future Challenge for Economic Policy*, Institute for New economic Thinking, Toronto, April.
- Summers L., 2014c, « U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound », National Association for Business Economics, February.
- Robinson J., 1953-1954, « The Production Function and the Theory of Capital », *Review of Economic Studies* XXI (2) : 55, Reprint in Robinson J., 1960, *Collected Economic Papers* (2), Oxford : Basil Blackwell.
- Rognlie M., 2014, *A Note on Piketty's and Diminishing Returns on Capital*. http://www.mit.edu/~mrognlie/piketty_diminishing_returns.pdf

- Rosen S., 1981, « The Economics of Superstars », *American Economic Review*, 71 (5) : 845-858. Rowthorn R., 2014 : « A Note on Thomas Piketty's Capital in the Twenty-First Century », forthcoming, *Cambridge Journal of Economics*.
- Schumpeter J. A., 1942, *Capitalism, Socialism, and Democracy*, New York: Allen and Unwin.
- Soskice D., 2014, « Capital in the 21th Century : A Critique », forthcoming, *British Journal of Sociology*.
- Veblen T., 1899, *The Theory of Leisure Class : an economic study of institutions*, New York : Macmillan. Traduction française 1970, *Théorie de la classe de loisir*, Paris : Gallimard Tel.
- Von Neumann J., 1945, « A Model of General Economic Equilibrium », *Review of Economic Studies*, 13 : 1-9.