

Le capital au XXI^e siècle : un livre défi pour l'analyse¹

Jean-Luc Gaffard

L'ouvrage de Thomas Piketty, *Le Capital au XXI^e siècle*², a reçu un extraordinaire accueil à la mesure du travail empirique effectué, mais aussi du problème politique abordé, celui de l'accroissement spectaculaire des inégalités, principalement aux États-Unis. Paul Krugman et Joseph Stiglitz, tous deux inquiets des tendances observées dans la société américaine qui leur semblent être une menace pour la démocratie³, voient dans les travaux de Piketty la confirmation de leurs craintes.

Fort de l'impressionnante masse de 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 Epoque, 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 (graphique 10.10 p. 565), un peu à la façon dont Marx insistait sur l'existence d'une baisse tendancielle du taux de profit (p. 360). 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'auraient alors été qu'une

1. Cette revue a bénéficié des commentaires de Christophe Blot, Mauro Napoletano, Fabrizio Patriarca et Francesco Saraceno que je souhaite ici remercier.

2. Piketty T. (2013): *Le capital au XXI^e siècle*, Paris : Le Seuil.

3. Krugman P. (2009): *The Conscience of a Liberal*, New York : Norton. Stiglitz J. (2012): *The Price of Inequality*, New York : Norton.

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 la théorie censée en rendre compte. D'un côté, un modèle trop simple, fondamentalement a-institutionnel, 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, la richesse des données 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. 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 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 de se placer dans les pas d'une pensée néo-classique élémentaire⁴ est, de ce point de vue problématique. Il contribue à masquer l'enjeu proprement théorique de la recherche empirique, laquelle conduit Piketty lui-même à contester certaines des analyses en cohérence avec le modèle standard parmi les plus significatives. Ainsi, la stabilité de la répartition entre salaires et profits au cœur de la fonction de production standard est loin d'être vérifiée et n'interdit d'ailleurs pas une augmentation du rapport du capital au revenu (pp. 346-50). Au lieu que les personnes âgées consomment les revenus épargnés pendant leur période d'activité, elles transmettent un patrimoine, faisant de la richesse héritée un élément de plus en plus important de la répartition, à l'opposé de ce qu'enseigne la théorie du cycle de vie de Modigliani (pp. 610-11, p. 621). Les variations de la fiscalité et du taux d'endettement public ont des effets qui, loin d'être neutralisées par les comportements d'épargne privés, transitent par des redistributions éventuellement importantes des richesses, que la dette soit repayée ou pas, à rebours de l'hypothèse dite d'équivalence ricardienne énoncée par Barro (pp. 214-16). Ce sont là autant d'éléments qui devraient justifier de changer de théorie.

L'ambiguïté, née de l'inadéquation de la théorie aux faits, peut être levée de deux manières : soit en adaptant les faits à la théorie et en ne choisissant que ceux qui sont compatibles avec elle, soit en modifiant la théorie pour expliquer des faits qui sont étrangers à son état actuel. Piketty n'a retenu aucune de ces deux options. Il a pris le parti de simplement amender le modèle néo-classique

4. Krugman P. (2014) : « On Gattopardo Economics » April 24, krugman.blogs.nytimes.com. Solow R. (2014) : « Thomas Piketty is Right. Every thing you need to know about « Capital in the Twenty-First Century » », *New Republic*, April 22, 2014.

de croissance donnant prise à la critique des plus orthodoxes et donc de ne pas proposer une véritable révision théorique pourtant en germe dans les intuitions nées des observations empiriques.

Un modèle très simple...

Le modèle proposé 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, soit :

$$\alpha = r \cdot \beta$$

La deuxième équation indique que le rapport du capital au revenu est égal au taux d'épargne rapporté au taux de croissance, soit :

$$\beta = \frac{s}{g}$$

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 est convoqué à l'appui de cette démarche, lui qui aurait compris, à rebours de ce que pensait Harrod, 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 » (p. 366).

Ce modèle simple n'est autre que le modèle de croissance néo-classique standard⁵. 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-classique⁶, et non des lois fondamentales.

La narration proposée est alors la suivante. L'affaiblissement du taux de croissance, résultant d'un épuisement des gains de productivité et d'un ralentisse-

5. En fait, 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 loin d'être neutre quant aux résultats (Krusell P., and T. Smith (2014) : « Is Piketty's "Second Law of Capitalism" Fundamental? », *Mimeo.*) Nous reviendrons plus loin sur ce point.

6. Notons 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 E. (1961): « The Golden Rule of Accumulation », *American Economic Review*, 51 : 638-43). 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 J.R. (1973): *Capital and Time*, Oxford : Clarendon Press, Chap. VI).

ment 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 une augmentation de la part du revenu du capital dans le revenu total et par suite la part du revenu du capital dans le revenu total pourvu, toutefois, que le taux de rendement du capital ne diminue pas trop à la suite de la hausse du rapport du capital au revenu, ce qui sera le cas sous l'hypothèse que, avec une fonction de production CES, l'élasticité de substitution est supérieure à l'unité⁷. L'aggravation des inégalités entre salaires et profits devient simplement la conséquence de la chute du taux de croissance. La thèse ultime défendue est celle de la stagnation séculaire, thèse à laquelle la crise redonne une certaine actualité⁸.

Ici intervient l'une des principales contributions de Piketty qui le démarque du modèle de base. Aussi longtemps que le taux de rendement du capital est plus élevé que le taux de croissance, les revenus du capital détenus par les riches augmentent plus vite que les revenus du travail. Cet écart semble être une constante séculaire, si l'on veut bien mettre entre parenthèses la période que Piketty place entre 1913 et 2012 (graphique 10.11 p. 566). Il engendre une aggravation continue des inégalités. La hausse de la part du revenu du capital dans le revenu total est cumulative dès lors que la hausse du taux d'épargne qui s'ensuit fait augmenter encore le rapport du capital au revenu et de nouveau la part du revenu du capital. Ce mécanisme est manifestement caractéristique d'un cheminement hors de l'équilibre alors que le cadre théorique retenu décrit des équilibres de long terme.

...mais trop simple

Ce cadre théorique, en raison de sa simplicité excessive, présente des faiblesses intrinsèques qui le 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 quand un taux de croissance élevé est associé à 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 (tableau 5.1 p. 275).

7. Cette hypothèse que la part des profits diminue peu quand le rapport du capital au travail augmente est sans doute discutable au regard des données empiriques (Summers L. (2014) : « The Inequality Puzzle », *Democracy. A Journal of Ideas*, 32 Spring 2014). Elle est surtout discutable quand on sait que sont des processus de production qui sont substitués entre eux et non les facteurs de production (N. Georgescu-Roegen (1971) : *The Entropy Law and the Economic Process*, Cambridge Mass. : Harvard University Press).

8. Gordon souligne l'existence d'un fort ralentissement des gains de productivité (Gordon R. (2014) : « The Demise of U.S. Economic Growth: Restatement, Rebuttal, and Reflections », *NBER Working Paper* n° 19895). Summers fait de la récurrence des bulles spéculatives le signe de ce ralentissement (Summers L. (2014) : « Secular Stagnation? The Future Challenge for Economic Policy », *Institute for New economic Thinking*, Toronto, April. Summers L. (2014) : « U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound », *National Association for Business Economics*, February).

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, entre autres, cette répartition. La démarche retenue est celle de Robert Solow 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 Roy Harrod 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, en l'occurrence une fonction d'investissement⁹. 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 commises, sans d'ailleurs que l'économie soit nécessairement sur le fil du rasoir (en situation d'instabilité globale)¹⁰. 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 quoi revient le raisonnement conduit par Piketty. À 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 (ou le rapport du capital au revenu). Ce taux de profit est, en outre, une variable financière qui détermine la valeur du capital, difficilement assimilable à un stock physique. Sa variation implique que le capital physique accumulé ne satisfait plus les entrepreneurs qui doivent, comme le souligne Joan Robinson, 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 voisinage¹¹. 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

9. Le caractère volatile des dépenses d'investissement dans une économie dès lors 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.

10. L'instabilité globale disparaît dans le modèle de Harrod dès que les ajustements du stock de capital existant au stock désiré sont graduels (Hahn F.H. et R.C.O. Matthews (1964) : « The Theory of Economic Growth : A Survey », *The Economic Journal*, 74 : 779-902) ou quand le taux d'épargne varie (Hicks J.R. (1965) : *Capital and Growth*, Oxford, Clarendon Press. Chap. XI).

11. « 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 J. (1953-4): « The Production Function and the Theory of Capital », *Review of Economic Studies* XXI (2), No 55, Reprint in Robinson J. (1960): *Collected Economic Papers* vol. 2, Oxford: Basil Blackwell, p. 126).

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 transitoires¹².

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 dans sa revue du livre de Piketty¹³, 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 national¹⁴. 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 physique¹⁵. 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 capital¹⁶.

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 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

12. 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 J.R. (1965) : *Capital and Growth*, Oxford: Clarendon Press. 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 J.R (1973) : *Capital and Time*, Oxford : Clarendon Press. Chap. IV).

13. 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).

14. Solow R. (2014) : « Thomas Piketty is Right. Everything you need to know about « Capital in the Twenty-First Century » », *New Republic*, April 22, 2014.

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. S'ils le sont en totalité, comme dans le modèle classique de croissance de Von Neumann¹⁷, 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, 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 »¹⁸. 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 » (*ibid.*). Certes, il est toujours possible de conclure, comme le fait Solow 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 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

15. Fondamentalement, c'est la conception même du capital qui est en cause. S'agit-il d'un bien matériel ou même 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 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).

16. 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 modèle théorique (p. 341).

17. Von Neumann J. (1945) : « A Model of General Economic Equilibrium », *Review of Economic Studies*, 13 : 1-9.

18. Keynes J.M. (1919) : *Economic Consequences of the Peace*, London : Macmillan. Cité par J. Robinson (1971) : *Economic Heresies*, London : Macmillan, pp. 45-6.

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 mondial¹⁹. 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 (graphique 8.10, 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 travail²⁰, 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 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 » (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 rente²¹, 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 publici-

19. Rosen S. (1981) : « The Economics of Superstars », *American Economic Review*, 71 (5) : 845-858.

20. L'ambiguïté vient, cependant, du fait que le capital est un agrégat de biens et d'actifs hétérogènes, ce qui a pu faire dire que la domination de la rente l'emportait sur le conflit de distribution entre le capital et le travail (Boyer R. (2014) : « Le capital au XXI^e siècle », *Revue de la régulation* 14, 2^e semestre 2013). Ce qui est vrai empiriquement dans le travail de Piketty ne l'est pas théoriquement faute de distinguer rente et profit.

21. 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. C'est alors une quasi-rente. (Alchian A. A. and W. R. Allen (1969): *University Economics*, Belmont Ca. : Wadsworth Publishing Company, pp. 99-100).

taires ou de hauts dirigeants, qui reçoivent salaires et bonus, mais ces derniers rejoignent la cohorte des rentiers avant même qu'il ne soit question de la position de leurs héritiers dans la hiérarchie sociale. Sans doute les imperfections de la concurrence peuvent-elles expliquer les salaires versés aux hauts dirigeants, mais il faut convenir que ce n'est pas le cœur du sujet pour Piketty, comme se plaît à le souligner Krugman manifestement attaché à défendre le cadre théorique choisi qui est celui de la pleine concurrence²². 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 rentes²³.

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 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 il faudrait justifier la pérennité par-delà les siècles et les systèmes économiques.

Des faits stylisés...

L'ouvrage de Piketty ne saurait nous fournir ce que d'aucuns lui prêtent, 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 de 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

22. Krugman P. (2014) : « On Gattopardo Economics » April 24, krugman.blogs.nytimes.com

23. Georgescu-Roegen 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 une place que nul système institutionnel ne fait disparaître. (Georgescu-Roegen N. (1971) : *The Entropy Law and the Economic Process*, Cambridge Mass. : Harvard University Press, pp. 309-15).

de capital physique. C'est ce dont Piketty fait état, plus ou moins explicitement, 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 immobilier (graphique 3.2 p. 189)²⁴ et le retour à un 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, en effet, 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 institu-

24. 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 O, Bono P-H, Chapelle G. et E. Wasmer : « 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 ». 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 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.

tionnel 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 composition 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 du modèle retenu, 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 Veblen²⁵ à l'orée du XX^e siècle. 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 richesse²⁶.

... 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, celle des conditions de formation des nouvelles rentes, mais aussi celle des effets 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 des 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, concerne le rôle

25. 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.

26. En l'occurrence, il s'agit de reconnaître le caractère non homothétique des préférences qui implique d'établir un lien entre la répartition des revenus, la structure de la demande et la croissance.

de la demande comme facteur de croissance²⁷. 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 longs²⁸. 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 satisfaction²⁹ 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 nous suggère que l'emprunt auprès des banques, venant en sus de l'épargne des capitalistes, peut effectivement 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 dont l'une des dimensions est probablement que les deux taux restent proches l'un de l'autre, ce que Piketty observe pendant la période d'âge d'or (graphique 10.10 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'affaiblissement 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

27. Georgescu-Roegen N. (1960) : « Structural Inflation – Lock and Balanced Growth », Reproduit in (1976) *Energy and Economic Myths*, New York: Pergamon Press. Murphy K.M., Shleifer A., and R. Vishny (1989) : « Income Distribution, Market Size, and Industrialization », *Quarterly Journal of Economics* 104 : 537-564.

28. Georgescu-Roegen 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 » (Georgescu-Roegen N. (1960) : « Structural Inflation — Lock and Balanced Growth », Reproduit in (1976) *Energy and Economic Myths*, New York: Pergamon Press. p. 180).

29. Carroll C. (1998): *Why Do the Rich Save So Much*, NBER Working Paper, n° 6549.

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 .

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. 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). Il aurait pu aussi se rapporter à ce que retiennent des 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 élevées³⁰.

La difficulté analytique réside dans la difficulté de véritablement prendre en considération la notion de rente elle-même. 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

30. Foelmi R. (2005): *Consumption Structure and Macroeconomics. Structural Change and the Relationship between Inequality and Growth*, Berlin : Springer.

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-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 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'économie³¹.

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'écart lui-même, mais sur sa dimension. Ne pose-t-il pas vraiment problème quand il devient relativement important et révèle alors la montée du poids des rentes ? 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. On sait qu'en régime régulier de croissance 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. L'équilibre est conservé³². Il n'en sera pas de même si le revenu des

31. Ne pas confondre rente et quasi-rente évite de considérer les imperfections de marché comme des obstacles à la croissance, mais permet au contraire de les reconnaître, à la suite de Schumpeter, comme des facteurs de cette même croissance. Ce qui compte ici ce n'est pas que le montant du profit en un point du temps serait trop élevé, mais la distribution des profits au cours du temps, le fait que de faibles marges ou des marges négatives dans les phases initiales de l'innovation sont compensées par des marges très élevées dans les phases d'exploitation.

32. Hicks J.R. (1973) : *Capital and Time*, Oxford : Clarendon Press. Chap. VI.

capitalistes, en fait leur excédent d'épargne, vient alimenter des dépenses improductives et suscite l'instabilité³³.

Court retour sur l'enjeu de la modélisation

L'analyse développée par Piketty repose, comme nous l'avons vu, sur deux propositions. La première nous dit que plus le taux de croissance est bas, plus la part des profits dans le revenu est élevée. La seconde nous dit que, lorsque le taux de profit est supérieur au taux de croissance, le taux d'épargne augmente induisant une nouvelle hausse de la part des profits. La première proposition procède de la comparaison des régimes réguliers. La deuxième procède de la description d'une trajectoire de l'économie hors de l'équilibre de régime régulier. Le modèle proposé, qui s'inscrit dans le cadre néo-classique standard, est quelque peu modifié, pour tenter d'englober les deux propositions, en retenant non pas le revenu brut mais le revenu net, non pas le taux d'épargne brute mais le taux d'épargne net³⁴. Cette modification n'est, en effet, pas anodine dès lors qu'est supposé constant le taux d'épargne net. Cette constance, qui va de pair avec une hausse du taux d'épargne brut quand le taux de croissance diminue, explique qu'il n'y ait pas de limite à la hausse du rapport du capital au revenu. Cette assertion est, naturellement, 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 net 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', plus conformes au modèle de base, que sont le biais de qualification du progrès technique ou la concurrence des pays à bas salaires³⁵. Toutefois, si l'hypothèse d'un taux d'épargne net 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.

33. La proposition de Piketty est critiquable si l'on se rapporte à un modèle néo-classique à générations (Diamond P. A. (1965): « National Debt in a Neo-Classical Model », *American Economic Review*, 55 : 1126-1150), 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 S. (2014) : « Critical Remarks on Piketty's « Capital in the Twenty-first Century » », Institute of Public Economics, Leibnitz University of Hannover, Discussion Paper No 530). 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.

34. Voir pour plus de détails Piketty T. and G. Zucman (2014) : « Capital is Back: Wealth-Income Ratios in Rich Countries 1700-2010 », *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming.

35. Krusell P., and T. Smith (2014) : « Is Piketty's "Second Law of Capitalism" Fundamental ? », *Mimeo*.

Ainsi la vraie question analytique est-elle posée, celle de la construction d'un modèle apte à décrire les propriétés d'une trajectoire de l'économie hors de l'équilibre le long de laquelle le taux de croissance et la répartition des revenus interagissent.

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 1945-75 un épisode exceptionnel difficilement répétable et de la stagnation un phénomène séculaire, il croit 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 Maurice Allais³⁶ 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 déconcentration 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. Deux questions, largement laissées dans l'ombre par Piketty, devraient faire l'objet d'une analyse approfondie : la question de la place de l'État social et celle du rôle des intermédiaires financiers et du crédit dans l'accumulation de capital.

S'agissant de la place de l'État social, ce qui est en jeu est moins le degré d'acceptation du taux de prélèvement public que la nature, productive ou improductive, des dépenses publiques. D'un strict point de vue global, il est vrai que 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, auquel cas il n'est question que de psychologie sociale. Il n'en est pas de même si l'on prend en considération la nature des dépenses publiques comme privées. Piketty aborde le sujet quand il évoque l'existence de besoins nécessitant des prélèvements publics et de besoins satisfaits sur les marchés de biens et de services (p. 771). Mais sans saisir que la question tient non dans l'acceptation d'un taux de prélèvement public plus ou moins élevé, mais bien dans l'impact

36. M. Allais (1977) : *L'impôt sur le capital et la réforme monétaire*, Paris : Editions Hermann.

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, dans les années 1900, 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.

S'agissant du rôle des intermédiaires financiers et la place du crédit dans l'accumulation de capital, il ne suffit pas de s'en tenir à l'observation qu'il n'y a pas de croissance sans développement de la finance, encore faut-il reconnaître que les intermédiaires financiers doivent orienter les fonds épargnés vers les investissements productifs³⁷. 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 d'une politique fiscale que l'on peut attendre la solution de ce problème, mais bien d'une politique bancaire qui traite de l'organisation financière, de sa capacité d'engagement et non des seules incitations.

37. Giraud souligne ce manque dans l'analyse de Piketty et rappelle que l'un des moyens de lutter contre le déséquilibre grandissant dans la répartition est 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. (Giraud G. (2013): « Le capital au XXI^e siècle », Note de lecture, *Revue Projet*).

En guise de conclusion

Il est une conviction qui parcourt le livre : le taux de croissance, quelque puissent être 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 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 porte, non sur l'ouvrage lui-même qui est remarquable, mais sur son fil conducteur et sa conclusion, qui tiennent finalement 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-institutionnel³⁸. La démarche, 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 (graphique 10.10 p. 565) – a, de fait, une dimension davantage anthropologique qu'historique. Elle fait écho à celle de Georgescu-Roegen 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 travailleurs³⁹. 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 à cet acte de foi. C'est sans doute pourquoi, au lieu d'imaginer des bouleversements sociaux à

38. 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).

39. Georgescu-Roegen N. (1971): *The Entropy Law and the Economic Process*, Cambridge Mass. : Harvard University Press, pp. 306-15.

l'issue finalement prévisible s'agissant du pouvoir exercé par une élite, 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 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.