



HAL
open science

Marx, la finance et les crises

Anthony de Grandi, Christian Tutin

► **To cite this version:**

Anthony de Grandi, Christian Tutin. Marx, la finance et les crises : Instabilité financière et crise de reproduction dans Le Capital. Séminaire Marx au XXI^e siècle, PHARE, Université de Paris 1, May 2022, Paris, France. hal-04284569

HAL Id: hal-04284569

<https://hal.science/hal-04284569>

Submitted on 14 Nov 2023

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

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

Université de Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Séminaire Marx au XXI^e siècle

Séance du 18 mai 2022

Marx, la finance et les crises

Instabilité financière et crise de reproduction dans *Le Capital*

Anthony De Grandi (PHARE, Paris1)

et Christian Tutin (PHARE, Upec)

Introduction : La finance chez Marx, l'écume ou la vague ?

Les textes relatifs à la dimension financière des crises abondent chez Marx (un volume entier du Livre III, et de multiples articles). Mais leur importance est contestée, de même que leur statut théorique.

Clarke (1994) soutient ainsi que les théories des crises issues de Marx sont des théories « réelles », où les mécanismes financiers n'ont aucun rôle dans l'explication de l'instabilité de l'économie.

Toporowski (2005, 2018) affirme quant à lui que chez Marx l'instabilité financière n'est que le reflet de l'instabilité réelle, et que l'auteur du *Capital* n'a jamais pris en compte l'évolution historique des systèmes bancaires et financiers.

A l'inverse, Crotty (1985, 1986) considère que la monnaie, le crédit et la finance sont au centre de la théorie des crises de Marx, et que sa vision originale de l'instabilité financière présente des similarités avec celle de Minsky.

Pour notre part, nous considérons avec Crotty que les écrits de Marx concernant la monnaie, la finance et le crédit forment bien l'ébauche d'une théorie de l'instabilité financière, qui en fait effectivement un précurseur de Minsky. Mais contrairement à lui, nous n'en faisons pas un élément de renforcement de la loi de baisse tendancielle du taux de profit.

C'est pourquoi, dans la lignée d'Hilferding, on cherche ensuite à intégrer ces mécanismes d'instabilité financière aux déterminants « réels » de la crise, dans la version crise de reproduction.

Plan de l'exposé¹ :

- De la possibilité formelle de la crise à la crise de liquidité comme moment nécessaire de toute crise
- Du capital monétisé au capital fictif : questions de vocabulaire
- L'instabilité financière dans le Livre 3 du *Capital*
- Crises financières et crises de reproduction : la piste Hilferding
- Conclusions

¹ Ce texte constitue une version française résumée de notre article paru dans le *European Journal of History of Economic Thought* (De Grandi et Tutin, 2020).

I - DE LA POSSIBILITE FORMELLE DE LA CRISE A LA CRISE DE LIQUIDITE COMME MOMENT NECESSAIRE DE TOUTE CRISE

L'analyse la plus abstraite des crises capitalistes par Marx se trouve dans ce qu'il dénomme les "possibilités formelles de la crise" présentées de façon détaillée dans le chapitre 17 des *Théories sur la Plus-value*.

Marx ne présente pas une seule possibilité formelle de la crise mais deux, découlant d'un côté de l'existence de la monnaie et de l'autre des relations d'endettement.

Ces deux possibilités trouvent leur origine dans le caractère monétaire de l'économie capitaliste :

« **La possibilité générale des crises** est donnée dans le procès même de *métamorphose du capital* et cela doublement :

dans la mesure où l'argent fonctionne comme moyen de circulation - par la **non coïncidence de l'achat et de la vente**.

Nul n'étant obligé d'acheter après avoir vendu, le seul caractère monétaire ces échanges induit la possibilité d'une interruption de la circulation. Cela suffit aux yeux de Marx à rejeter la « loi des débouchés » de Say. Mais à cette première possibilité formelle, liée au rôle de la monnaie comme simple intermédiaire des échanges, s'en ajoute une seconde, liée à son rôle de *moyen de paiement*, c'est-à-dire *d'extinction des dettes*.

1-1 L'endettement et la seconde possibilité formelle

C'est sur cette seconde possibilité qu'il nous faut insister dans la perspective d'une théorie des crises financières. L'endettement inclut en effet la possibilité du défaut, qui peut entraîner des ruptures en chaîne, et un effondrement cumùlatif.

« Dans la mesure où l'argent fonctionne **comme moyen de paiement** : il agit alors dans deux moments différents-comme *mesure des valeurs* et comme *réalisation de la valeur*. Ces deux moments ne coïncident pas. Si la valeur a changé *dans l'intervalle*, si la marchandise ne vaut plus, au moment de sa vente, ce qu'elle valait au moment où l'argent fonctionnait comme mesure des valeurs, et partant des obligations réciproques, le *montant de la vente de la marchandise* ne permet pas de remplir l'obligation, et par suite **ne peut être soldée toute la série des transactions qui dépendent, en amont, de cette seule opération.** »

(Marx, 1905, pp. 612-613)

C'est cette seconde « possibilité formelle », qui en prenant en compte le système de crédit capitaliste, fournit une base pour comprendre les crises :

“la crise ne se produit pas seulement parce que la marchandise est invendable mais parce qu'on ne peut la vendre dans un *laps de temps déterminé*, et la crise provient et tire son caractère non seulement de *l'impossibilité de vendre* la marchandise, mais **de la non-réalisation de toute une série de paiements** qui reposent sur la vente de cette marchandise déterminée dans ce délai déterminé. C'est là la **forme spécifique des crises monétaires.**»

(Marx, 1905, t.2, p. 613)

“Par exemple, le fabricant de tissus doit payer la totalité du *capital constant* dont les éléments lui sont fournis pas le filateur, le producteur de lin, le fabricant de machines, le fabricant de fer et de bois, le producteur de charbon, etc. (...) Admettons maintenant que le fabricant de tissus vende le tissu pour 1000 l. au *marchand*, mais qu'il le fasse au moyen d'une traite, de sorte que l'argent figure comme *moyen de paiement*, que de son côté le fabricant de tissu vende la traite au *banquier*, en réglant ainsi si l'on veut une dette, ou se faisant escompter la traite.”

(Marx, 1905, t.2, pp. 609-610)

1.2 Le « moment Minsky »

Cette forme d'expression des crises c'est la crise de liquidité (ou « moment Minsky² »). Cette notion est présente tout au long de l'œuvre de Marx.

Dès les *Grundrisse* on lit ainsi :

« Nous rencontrons ici **le moment spécial des crises du marché universel que l'on appelle crises monétaires**. Le *summum bonum* que l'on réclame à grands cris à de pareilles époques, ce que l'on proclame être la seule richesse, c'est l'argent, et l'argent comptant; par rapport à lui, toutes les autres marchandises perdent leur utilité, précisément parce que ce sont des valeurs d'usage, ce sont des bagatelles, des jouets et, comme notre docteur Martin Luther le dit, pur faste et simple gourmandise. **Ce renversement soudain du système de crédit en système monétaire** ajoute la crainte théorique à une « panique » pratique, et les agents de circulation tremblent en songeant au mystère impénétrable des rapports qui les régissent. » (Marx, 1939, p. 201)

On trouve un passage identique dans le chapitre 3 du livre I du *Capital* :

« La marchandise seule est argent, s'écriait-il (*le bourgeois au temps de la prospérité*). **L'argent seule est marchandise!** Tel est maintenant le cri qui retentit sur le marché du monde. Comme le cerf altéré brame après la source d'eau vive, ainsi son âme appelle à grands cris l'argent, la seule et unique richesse. L'opposition qui existe entre la marchandise et sa forme valeur est, pendant la crise, poussée à l'outrance. Le genre particulier de la monnaie n'y fait rien. La **disette monétaire** reste la même, qu'il faille

² Le « moment Minsky » a été invoqué par un éditorialiste du *Wall Street Journal* pour caractériser la crise de liquidité ouverte en septembre 2008 par la faillite de Lehman Brothers.

payer en or ou en monnaie de crédit, en billets de banque, par exemple. » (Marx, 1867, pp. 164-165)

Et toujours dans le Livre I :

« Il faut distinguer la crise monétaire dont nous parlons ici, et qui est une **phase de n'importe qu'elle crise**, de cette **espèce de crise particulière**, à laquelle on donne le même nom, mais **qui peut former néanmoins un phénomène indépendant**, de telle sorte que son action n'influe que par contrecoup sur l'industrie et le commerce. **Les crises de ce genre ont pour pivot le capital-argent et leur sphère immédiate est aussi celle de ce capital - la Banque, la Bourse et la Finance.** » (Marx, 1867, p. 563)

La « **crise monétaire** », désigne la **crise bancaire et financière**. Elle est envisagée à la fois :

- comme « moment » nécessaire (prélude) de toute crise ;
- comme forme particulière de crise, engendrée par la logique financière autonome du capitalisme.

1.3 Marx et les crises de son temps

Dans son analyse des crises de son époque - 1847, 1857 et 1866 - la crise de liquidité, ou “moment Minsky” constitue toujours la première manifestation – le moment inaugural - de la crise.

Marx et Engels analysent longuement la suite des évènements menant à la crise de 1847 dans *la Revue internationale de Mai à Octobre 1850*. Les commentaires sur les crises suivantes se trouvent principalement dans les articles écrits par Marx pour le *New York Daily Tribune* et dans sa correspondance avec Engels.

Concernant la crise de 1847, il note :

“In the last weeks of April and the first four days of May almost all credit transactions were paralysed. There were, however, no abnormal bankruptcies; businesses survived by enormous interest payments and forced sales of stocks, government securities, etc., at ruinous prices. **Even some of the sounder businesses merely prepared the ground for their later collapse by their escape from this first act of the crisis.** The overcoming of the first, most menacing danger contributed considerably to an increase of confidence.”

(MECW, Vol 10, Review, pp. 494-495)

En France et dans toute l'Europe continentale, il observe le même mécanisme :

“The panic which broke out in Paris after February [1848] and spread throughout the Continent at the same time as the revolutions, had a great deal of similarity to the London panic of April 1847. Credit suddenly vanished, and business transactions almost all came to a halt; in Paris, Brussels and Amsterdam everybody rushed to the Bank to exchange notes for gold; by and large, however, very few bankruptcies occurred outside the stock market, and even these few cannot easily be shown to be necessary consequences of the February Revolution.”

(MECW, Vol 10, Review, p. 497)

Lorsqu'éclate la crise de 1857 aux Etats-Unis, Marx est correspondant du *New York Daily Tribune*, dans les colonnes duquel il commente l'évolution de la crise en Europe³. Il considère alors qu'en Angleterre

“the monetary panic of 1857 is the mere Lombard and Threadneedle street prologue”
(MEGA I/16, 2019, p. 116)

“If the first reaction on Great Britain of our American collapse **manifested itself in a monetary panic**, attended by a general depression in the produce market, and followed more remotely by manufacturing distress, the industrial crisis now stands at the top and the monetary difficulty at the bottom.” (MECW, Vol. 15, p. 401)

La crise de 1866 constitue un cas particulier qualifié de “crise purement financière” par Marx et Engels dans leurs discussions. Le 17 mai 1866, quelques jours après le krach boursier à Londres, Marx écrit à Engels :

“La crise actuelle me semble être **une crise financière particulière** qui aurait simplement **éclaté prématurément**. Elle ne pourrait devenir importante que si, aux Etats-Unis, on était dans la panade, mais pour ça le temps a sans doute manqué. What effect is it having on you cotton lords? And what effect has the fall in cotton prices had? ”

(Marx à Engels, le 17 mai 1866, p. 83 ou Costes p. 63, ou MECW, Vol. 42, p. 278).

Ce à quoi Engels lui répondait le 25 mai :

« **La panique est en tout cas venue beaucoup trop tôt, et il est possible qu'elle nous gêne une bonne et solide crise** qui, sans cela, serait venue en 1867 ou 1868. Si, par hasard, il n'y avait eu en même temps la forte baisse du coton, nous n'eussions guère été touchés ici. L'effondrement ... etc » The collapse of the limited liability and financing swindles had after all been long foreseen and hardly affected our trade at all.”

((p. 84 ou Costes p. 64 ou MECW, Vol. 42, p. 279)

Deux enseignements peuvent être tirés de ces analyses par Marx des crises de son temps :

³ Partie des Etats-Unis, comme crise du blé et des chemins de fer, la crise de 1857 est la première crise véritablement mondiale. Il aurait été intéressant de connaître l'analyse que faisait Marx de la crise américaine ; malheureusement, il n'était payé par le *New York Daily Tribune* que pour analyser le déroulement des événements en Angleterre et en Europe continentale.

- **toute crise débute par une crise financière** ; le « moment Minsky » est celui où le krach boursier et la crise de liquidité révèlent le caractère insoutenable de la structure productive.
- Et **Il existe des crises financières autonomes** ; celle de 1866 en est l'archétype⁴.

II - DU CAPITAL MONÉTISÉ AU CAPITAL FICTIF : QUESTIONS DE VOCABULAIRE

Marx développe tout un ensemble de concepts concernant les banques, le crédit et les marchés financiers : **capital monétisé, capital du commerce d'argent, capital porteur d'intérêt, capital bancaire et capital fictif**

Il n'y a pas chez Marx de concept de capital financier qui correspondrait à l'ensemble du capital argent utilisé sur les marchés financiers, qu'il vienne des banques, des autres institutions financières ou des épargnants individuels.

Le concept de capital financier est développé par Hilferding (1910), et il renvoie à l'unification du capital industriel et capital bancaire sous la domination du second. Cette notion est inspirée de la réalité allemande du début du XXème siècle, celle de la banque-industrie.

Notre thèse est que chez Marx, **le capital fictif est un proxy pour capital financier au sens très large de « capital monétisé »**, quelle que soit la forme de cette « monétisation ».

- *Moneyed capital* ou capital monétisé : cette expression est reprise par Marx à l'économie politique préclassique anglaise (Locke⁵, Petty).
- L'expression apparaît tout au long de ses travaux préparatoires, de la *Contribution* aux différents manuscrits du *Capital*.
- Pourtant cette expression disparaît des différents volumes du *Capital*. Cette disparition est en partie le résultat de l'intervention d'Engels, qui la remplace dans la cinquième section du livre III par capital argent (money capital) (voir Miyata (2016))

Pour revenir au texte de Marx, on y lit par exemple :

⁴ Elle est effectivement due à l'introduction d'innovations financières à la bourse de Londres.

⁵ Celui-ci oppose ainsi le « moneyed interest » des marchands et des financiers au « landed interest » des landlords.

“Rappelons-le en passant : par accumulation du **capital monétisé**, on pourrait aussi entendre **l’accumulation de la richesse entre les mains des banquiers** (prêteurs professionnels), agissant comme **intermédiaires entre les financiers privés, d’une part, et l’Etat, les communes et les emprunteurs industriels, d’autre part**. En effet, ils (*les banquiers*) exploitent l’énorme extension du système de crédit, voire **tout le crédit en général**, comme leur capital personnel. **Ces individus possèdent toujours le capital et le revenu sous forme de monnaie ou de créances monétaires**. L’accumulation de leur richesse peut prendre une direction très différente de la véritable accumulation ; elle prouve cependant en tout cas que cette classe de gens empoche une bonne partie de cette accumulation.”

MECW, Vol. 37 (K3), 1894, p. 477

La notion de capital monétisé est plus large que celle de capital financier, elle recouvre :

- Le capital bancaire
- Le capital de prêt
- Le capital argent qui sert dans les opérations de crédit et sur les marchés financiers
- L’ensemble des titres financiers

Le capital bancaire

- Parmi les concepts développés par Marx lui-même, le premier d’entre eux est celui de « **capital du commerce d’argent** », introduit dans la quatrième section du livre III.
- Il correspond au « capital avancé pour faciliter **les opérations de déboursement, d’encaissement et de compensation, l’établissement des comptes courants, la garde de l’argent**, etc., fonctionne indépendamment des actes qui rendent ces activités nécessaires » (Marx, 1894, p. 1648).
- C’est sur ces opérations que se développent les banques en leur permettant de développer leur activité de crédit.

Le capital de prêt

Le concept de capital porteur d’intérêt est introduit dans la cinquième section du livre III.

« **Quiconque, possédant de l’argent**, veut le faire fructifier comme capital portant intérêt le cède à un tiers, le lance dans la circulation, **le change en marchandise en tant que capital** ; c’est du capital non seulement pour son possesseur, mais aussi pour

d'autres ; c'est du capital non seulement pour celui qui l'aliène, mais il est d'emblée cédé comme capital à un tiers, **comme une valeur dont l'usage permet de créer de la plus-value, du profit** ; comme une valeur qui se conserve dans son mouvement et revient, une fois son rôle terminé, à celui qui l'a dépensée le premier : son possesseur. L'argent le quitte donc pour un temps seulement et ne passe que provisoirement des mains de son propriétaire à celles du capitaliste actif ; donc, il n'est ni donné en paiement ni vendu, mais simplement prêté ; il est simplement cédé à condition, 1°, de revenir après un certain délai, à son point de départ ; et, 2°, **d'y revenir comme capital ayant réalisé sa valeur d'usage, son pouvoir de créer de la plus-value.** »

(Marx, 1894, p. 1672)

Le capital porteur d'intérêt est le résultat de la transformation de l'argent en capital, de par sa valeur d'usage spécifique dans le mode de production capitaliste. Il correspond à la part du capital productif financée par l'emprunt, et forme la principale composante du capital fictif.

Ce que fictif veut dire

Le concept de capital fictif est également introduit dans la cinquième section du livre III. Son caractère fictif renvoie à deux caractéristiques du capital financier :

1) Les valeurs financières ne s'ajoutent pas au capital réel :

« Les titres de propriété sur les affaires de sociétés, chemins de fer, mines, etc., sont certes, comme nous l'avons vu, **des titres sur du capital réel**. Mais ils ne permettent pas de disposer de ce capital, qui ne peut être retiré. **Ils donnent simplement des titres juridiques sur une partie de la plus-value escomptée.** En tant que **duplicata, négociables eux-mêmes comme marchandises et pouvant circuler comme valeurs-capital**, ils n'ont qu'une **valeur fictive** dont la hausse ou la baisse est absolument indépendante du mouvement du capital réel qui est leur objet. (...) **cette richesse imaginaire connaît une si grande extension dans le processus de développement de la production capitaliste.** » (Marx, 1894, p. 1762)

Comme l'indique Mendez (2012), c'est là un simple raisonnement comptable : en considérant l'ensemble consolidé des capitalistes, l'illusion du dédoublement disparaît. La comptabilité nationale ne fait pas chose lorsqu'elle mesure le patrimoine de la nation. La charge polémique du qualificatif de « fictif » a le plus souvent conduit à négliger cette évidence.

2) La valorisation des titres financiers est « imaginaire », et donc potentiellement irrationnelle :

Bien sûr, la désignation comme « fictif » du capital financier renvoie également au caractère spéculatif – au sens propre du terme, d'anticipation de l'avenir (pari pris sur des profits futurs) - des cours de bourse.

« **Le mouvement autonome de la valeur de ces titres de propriété, effets publics aussi bien qu'actions, accrédite l'illusion qu'ils constituent un capital réel à côté du capital ou du droit qu'ils ne font que consigner.** En effet, ils se changent en marchandises dont le prix obéit à un mouvement et à des lois qui lui sont spécifiques. (...) D'une part, **leur valeur marchande varie avec le montant et la sécurité des revenus auxquels ils donnent droit.** D'autre part, **la valeur marchande de ces papiers est souvent affaire de spéculation,** puisqu'elle est déterminée non seulement par le bénéfice réel de l'entreprise, mais par **le bénéfice escompté, que l'on calcule par anticipation.** (...) Leur valeur est toujours du simple revenu capitalisé, c'est-à-dire du revenu calculé au taux d'intérêt existant sur la base **d'un capital illusoire.** S'il y a resserrement du marché monétaire, ces titres subiront une double baisse : 1° à cause de la hausse du taux d'intérêt ; 2° parce qu'on les jette en grande quantité sur le marché pour les convertir en argent. »
(Marx, 1894, pp. 1756-1757)

Notre hypothèse est que, sous la plume de Marx, la notion de capital fictif s'est substituée dans le livre III du *Capital* à celle de capital monétisé (ou « pécuniaire » dans la traduction de Rubel).

Cette notion – plus large donc que le « capital financier » stricto sensu, recouvre l'ensemble des valeurs représentées dans des titres et des dettes :

« Avec le développement du capital productif d'intérêt et du système de crédit, tout capital semble doubler, voire tripler, par suite des modalités sous lesquelles le même capital ou la même créance se présente dans différentes mains. **La majeure partie de ce « capital pécuniaire » est purement fictive.** »⁶
(Marx, 1894, pp. 1758-1759)

⁶ Ou encore : « Dans **ce système de crédit, tout peut doubler et tripler**, et se changer en pure chimère. » (Marx, 1894, p. 1759)

III - L'INSTABILITE FINANCIERE ET LES CRISES DANS LE LIVRE 3 DU CAPITAL

3-1 Le crédit bancaire, levier de croissance et facteur d'instabilité

Pour Marx, les effets du développement des banques et des marchés financiers sur celui de la production capitaliste sont ambivalents :

D'un côté, on observe un développement symbiotique entre le système de crédit et l'échelle de la reproduction, qui offre la possibilité de dépasser les limites des capitaux individuels et assure la mobilité du capital vers les sphères les plus productives. Le crédit fournit une contribution essentielle à l'égalisation des taux de profit (péréquation).

Mais de l'autre, l'expansion du crédit provoque l'exacerbation des contradictions du système de production :

“Mais en même temps la banque et le crédit deviennent le moyen le plus puissant de faire sortir la production capitaliste de ses propres limites et l'un des véhicules les plus efficaces des crises et de la spéculation frauduleuse.”

(Marx, K III, 1894, p. 1842)

La montée de l'endettement au cours de la phase d'expansion entraîne une transformation de la structure financière, qui devient de plus en plus fragile. Ce qui constitue un élément à part entière de l'explication des crises

Le développement du crédit entraîne la sur-expansion, notamment à travers un sur-investissement dans certaines industries, générateur de disproportions sectorielles susceptibles à terme de mettre en péril la reproduction d'ensemble du capital.

“Si le **système de crédit apparaît comme le levier principal de la surproduction et de la sur-spéculation commerciale, c'est uniquement parce que le processus de reproduction, élastique par nature, est ici poussé jusqu'à l'extrême limite**, étant donné qu'une grande partie du capital social est mis en œuvre par des non-propriétaires ; ceux-ci sont autrement entreprenants que le propriétaire actif qui suppute en tremblant les limites de son capital privé.”

(Marx, 1894, p. 1741)

Il diminue la résilience de l'économie par l'épuisement des fonds de réserves :

“Le capital de prêt dont les banques disposent leur vient de plusieurs sources. En premier lieu, caissiers des capitalistes industriels, elles **concentrent le capital monétaire que chaque producteur ou commerçant détient comme fonds de réserve** ou reçoit en paiement. **Ces fonds se transforment ainsi en capital monétaire prêtable**. Par ce biais, **le fonds de réserve du monde commercial, concentré en un fonds commun, se trouve**

réduit au strict minimum, et une partie du capital monétaire qui, autrement, sommeillerait comme fonds de réserve, est prêtée et sert de capital productif d'intérêt." (Marx, 1894, p. 1721)

Le développement du crédit entraîne à la fois une **dépendance croissante des capitalistes aux banques** (pour leurs opérations quotidiennes et en cas de difficultés), et un **risque systémique croissant** du fait de l'interconnexion des bilans.

3-2 Une version marxienne de « l'hypothèse d'instabilité financière » de Minsky ?

La finance ne se limite donc pas à l'aggravation des contradictions de la sphère réelle, Marx considère même que son développement fragilise l'économie⁷, qu'elle rend « **hypersensible** » :

« Le développement du système de crédit et de banque tend, d'une part à soumettre tout le capital monétaire aux intérêts de la production (ou, ce qui revient au même, à transformer tout revenu monétaire en capital); il réduit, d'autre part, dans une certaine phase du cycle, la réserve métallique à un minimum qui ne lui permet plus de remplir les fonctions qui lui sont propres: **c'est ce système de crédit et de banque qui, arrivé à son apogée, produit cette hypersensibilité de l'organisme tout entier.** » (Marx, 1894, pp. 1816-1817)

La notion d'« hypersensibilité » de l'économie peut se comprendre comme une version marxienne de la fragilisation de la structure financière chez Minsky.

L'économie est de plus en plus vulnérable. Il est de plus en plus probable qu'une difficulté locale déclenche une rupture de la chaîne des paiements (un « moment Minsky »). Cette difficulté locale peut venir aussi bien de la sphère réelle que de la sphère financière.

Dans la phase de prospérité, Marx décrit l'apparition d'opérations spéculatives et d'individus opérant sans capital :

« Dans cette situation, le taux d'intérêt reste toujours bas (...) La facilité et la régularité des rentrées, jointes à un large crédit commercial, garantissent l'offre de capitaux de prêt en dépit de la demande accrue et empêche le taux d'intérêt de monter. Par ailleurs, **on voit soudain surgir une foule d'aigrefins qui travaillent sans capital de réserve, voire sans aucun capital, et qui opèrent ainsi entièrement sur la base du crédit monétaire.** » (Marx, 1894, p. 1771)

⁷ Il se situe ainsi du côté de Rosa Luxemburg dans sa polémique avec Bernstein, qui voyait dans le développement du crédit un facteur de stabilisation du système,

La crise de liquidité (le « moment Minsky ») est généralement précédée d'une situation de sur-liquidité⁸ :

« Achat et vente se figent réciproquement et du capital inemployé apparaît sous forme d'argent inutilisé. **Le même phénomène (qui la plupart du temps précède les crises)** peut se produire, lorsque la production du capital en surplus s'opère très rapidement et que sa retransformation en capital productif, augmentant la demande de tous ses éléments à un point tel que la production réelle ne peut pas suivre, par conséquent le prix de toutes les marchandises qui entrent dans la formation du capital sont en hausse. **Dans ce cas le taux d'intérêt baisse considérablement, quelle que puisse être l'augmentation du profit et cette baisse du taux d'intérêt entraîne alors les entreprises spéculatives les plus risquées.** » (Marx, 1905, t.2, p. 590)

La situation se dégrade lorsque le taux d'intérêt augmente :

« En fait, Overstone ignorait que **le taux élevé de l'intérêt payé en 1856 était en partie un symptôme de l'entrée en scène des chevaliers du crédit qui payaient l'intérêt avec le capital d'autrui et non avec leur profit** ; peu avant la crise de 1857, il affirmait que « les affaires étaient parfaitement saines » » (Marx, 1894, pp. 1729-1730)

Le moment d'éclatement de la crise met en lumière la fragilité de la structure financière, non perçue par les acteurs jusque-là :

« D'autre part, la simple pratique soit **des traites de cavalerie**, soit **des opérations visant la seule fabrication de traites**, complique à tel point tout le processus qu'une affaire peut donner **l'illusion de prospérer et d'avoir des rentrées faciles**, alors que, depuis longtemps déjà, celles-ci ne se faisaient qu'aux frais de prêteurs ou de producteurs fraudés. C'est pourquoi les affaires paraissent toujours exagérément solides juste à la veille d'une débâcle. » (Marx, 1894, p. 1769)

« Lorsque, dans un système de production où toute la cohésion du processus de reproduction repose sur le crédit, celui-ci vient à cesser subitement et que seuls comptent les paiements en espèces, il doit, de toute évidence, se produire une crise, une ruée sur les moyens de paiement. (...) En outre, **une masse énorme de ces effets ne représentent qu'une pure escroquerie qui éclate alors à la lumière du jour**; ou encore **des spéculations infructueuses menées avec des capitaux étrangers**; enfin du capital-marchandise déprécié ou invendable, ou des rentrées irréalisables. Naturellement, tout **ce système artificiel d'extension forcée du processus de reproduction** ne peut être sauvé parce qu'une banque (par exemple la banque d'Angleterre) fournit, moyennant son papier, à tous les aventuriers le capital qui fait défaut et achète à leur ancienne valeur nominale toutes les marchandises dépréciées. » (Marx, 1894, p. 1773)

Marx met également en avant certains mécanismes, renvoyant soit aux activités des « cavaliers » financiers, soit aux erreurs de politique monétaire,

⁸ Comme ce fut le cas en 2006-2007, avant l'éclatement de la grande crise financière.

permettant d'expliquer l'éclatement de crises financières autonomes, comme celle de 1866 à Londres. Le cas général reste cependant pour lui celui de crises dues à des contradictions « réelles ».

Le tableau comparatif ci-dessous systématise les rapprochements entre les deux processus de fragilisation de la structure financière :

Marx	Minsky
<ul style="list-style-type: none"> • Théorie endogène des crises • Développement du système de crédit qui entraîne une structure économique « hypersensible » • Montée en puissance des « chevaliers » ou « aigrefins » pendant la phase de prospérité • Opportunités de profits et faible taux d'intérêt entraînent les « aventures spéculatives les plus risquées » • Risque croissant au court de la phase de prospérité • Hausse du taux d'intérêt • « Moment monétaire » de l'éclatement de la crise • Les crises financières autonomes sont des cas particuliers. Les crises s'expliquent par l'interaction entre la sphère réelle et la sphère financière 	<ul style="list-style-type: none"> • Théorie endogène des crises • Passage d'une structure financière robuste à une structure financière fragile • Montée en puissance de la finance de Ponzi pendant la phase de prospérité • Opportunités de profits et faible taux d'intérêt entraînent le passage à des régimes de financement à la Ponzi • Risque croissant au cours de la phase de prospérité • Hausse du taux d'intérêt • « Moment Minsky » de l'éclatement de la crise • La crise peut s'expliquer par des mécanismes purement financiers

IV - CRISES FINANCIERES ET CRISES DE REPRODUCTION : LA PISTE HILFERDING

Trois éléments ressortent de l'analyse des crises chez Marx :

- La crise survient avec la rupture du circuit du capital
- Elle provoque un rétrécissement de l'échelle de la reproduction
- Tout commence dans la sphère financière : c'est à la bourse que s'interrompt la circulation

4.1 Crise de rentabilité ou crise de reproduction ?

Dans le Livre III du *Capital*, Marx décrit ainsi l'enchaînement des événements:

« La destruction principale, celle qui présenterait le caractère le plus grave, affecterait les valeurs-capital, le capital en sa qualité de valeur. La portion de la valeur-capital qui existe simplement sous la forme de titre sur des parts à venir de plus-value ou de profit, c'est à dire de simples créances sur la production sous diverses formes, est dévaluée aussitôt que baissent les recettes sur lesquelles elle est calculée. Une partie de l'or et de l'argent en espèces est gelée, ne fait plus office de capital. »

- La chute des prix qui s'ensuit entretient la dynamique baissière et aggrave le blocage de la reproduction :

« Une partie des marchandises se trouvant sur le marché ne peuvent accomplir leur procès de circulation et de reproduction que grâce à une énorme contraction de leurs prix, donc à une dépréciation du capital qu'elles représentent. De même les éléments du capital fixe sont plus ou moins dépréciés. Il faut ajouter que le procès de reproduction est conditionné par des rapports de prix déterminés, et que la chute générale des prix le bloque et le perturbe. »

- La rupture des paiements et l'effondrement du système de crédit rendent impossible la poursuite de l'accumulation :

« Cette perturbation et ce blocage paralysent la fonction de moyen de paiement de l'argent qui repose sur ces rapports de prix fixés à l'avance et qui est donnée en même temps que le développement du capital ; ils interrompent à cent endroits la chaîne des obligations de paiement à échéances déterminées ; ils sont encore aggravés par l'effondrement correspondant du système de crédit, qui s'est développé avec le capital, et aboutissent ainsi à des crises aiguës et violentes, à de soudaines et brutales dévaluations et à un blocage et une perturbation réels du procès de reproduction entraînant une diminution effective de la reproduction. » (Marx, 1894, p. 1598).

Ce texte est d'autant plus remarquable qu'il intervient dans la section du Livre III consacrée à la loi de baisse tendancielle du taux de profit, à laquelle il ne fait pourtant ... aucune référence !

Deux questions sont soulevées :

Si (cas général) l'on n'a pas affaire à une crise financière « autonome », quel est le « choc réel » qui déclenche la crise financière ? Deux réponses sont possibles chez Marx :

- La baisse du taux de profit
- La révélation d'une « disproportion » (déséquilibre de la structure productive) jusque là masquée par l'euphorie financière et le crédit, et qui « dégénère » en crise générale de reproduction.

Dans la perspective « baisse tendancielle », l'hypothèse de « fragilisation » de la structure financière permet de comprendre pourquoi la baisse du taux de profit général déclencherait une crise et pas simplement un ralentissement de l'accumulation.

Dans la perspective « crise de reproduction », le développement du crédit et de la spéculation financière permettent de comprendre pourquoi une « disproportion » initiale modérée peut être entretenue (« élongation » de la reproduction) jusqu'au moment où la fragilité de la structure financière ne permet plus de la masquer

Cette seconde perspective (qui est la nôtre⁹) a été peu explorée, à l'exception notable de Rudolf Hilferding (in *Le capital financier*, 1910).

4.2 L'apport d'Hilferding

Son originalité par rapport aux autres marxistes de la Seconde Internationale tient à trois éléments :

- Sa volonté de faire la synthèse des livres II et III du Capital
- Sa tentative de mettre la formation des prix au cœur de l'analyse de la reproduction, et le rôle qu'il accorde en conséquence aux prix relatifs dans la naissance des disproportions

⁹ Et qui fut largement dominante dans les débats marxistes de la seconde internationale.

* Le fait de mettre en lumière le rôle déterminant des banques et des marchés financiers dans la marche à la crise, assimilée au développement des disproportions sectorielles.

Sa théorie des crises périodiques (Tutin, 2006) consiste ainsi dans :

- Un processus de fragilisation lié à la difficulté de reproduction du capital fixe et à la myopie des banquiers
- Une théorie du cycle fondée sur la déformation de la structure productive en faveur de la section 1 (moyens de production)

Au départ, l'économie connaît un boom de l'investissement, qui signifie à la fois hausse de la composition organique, et déformation de la structure productive, et qui conduit à l'hypertrophie de l'industrie des biens capitaux.

Cela passe par une hausse du prix relatif des moyens de production et des matières premières. Le processus est entretenu par le crédit bancaire, puis la spéculation financière, qui masquent la disproportion, laquelle s'aggrave avec la poursuite de l'expansion.

Le retournement conjoncturel est dû à l'épuisement des réserves monétaires, des capitalistes et des banques, qui provoque la hausse du taux d'intérêt. Hilferding raisonne sur un taux bancaire « de base » sur les « traites de premier ordre » (qualifié de « *taux d'intérêt pur, libéré de toute prime de risque* » (Hilferding 1910, p. 196).

Hilferding offre ainsi une voie – qui reste à explorer – pour une théorie unitaire des crises qui réconcilie les déterminants réels et financiers. Chez lui, comme chez Marx, subsistent nombre de questions non résolues (et non des moindres ...)

- Le lien formel entre reproduction et crédit
- L'analyse des banques et du crédit bancaire
- Les déterminants du taux d'intérêt
- La question des prix

On le voit, le défi est immense. Ce dont il s'agit n'est rien moins que la formulation d'une macroéconomie monétaire, à la fois dynamique et multi-sectorielle. La dimension multisectorielle est nécessaire pour appréhender les problèmes de reproduction, et sans dimension monétaire il serait vain de prétendre saisir la dynamique financière de l'accumulation.

Conclusions

- Les développements de Marx sur le crédit et la finance ne sont pas simplement descriptifs.
- Ils ébauchent un véritable appareil analytique, certes inachevé, mais qui fait de Marx un véritable pionnier.
- Ils permettent d'affirmer que la compréhension des crises passe par l'analyse du lien entre l'accumulation du capital productif et celle du capital financier. La finance n'est pas neutre : elle commande le volume et la composition du capital.
- La fragilisation inéluctable de la structure financière fait partie intégrante des contradictions de l'accumulation. En cela, Marx anticipe la vision de Minsky, et surpasse les économistes de son temps.
- La crise de liquidité est le moment où l'insoutenabilité de la structure financière est révélée par un krach, et dévoile celle de la structure productive
- L'accumulation est alors bloquée. C'est la crise au sens de Marx.

Bibliographie¹⁰

- BRUNHOFF, Suzanne de, et FOLEY Duncan K.. 2007. "Karl Marx's Theory of Money and Credit". In *Chapters*. Edward Elgar Publishing.
- CHARLES, S. (2016). "Is Minsky financial instability hypothesis valid?". *Cambridge Journal of Economics*. 40, 427-436
- CHESNAIS, François. 2016. *Finance capital today: corporations and banks in the lasting global slump*. Brill. Pays-Bas, Etats-Unis.
- CLARKE, Simon. 1994. *Marx's Theory of Crisis*. London. St. Martin's Press.
- CROTTY, James R. 1985. "The centrality of money, credit, and financial intermediation in Marx's crisis theory: An interpretation of Marx's methodology". *Rethinking Marxism: Struggles in Marxist Theory*, 45–81.
- . 1986. "Marx, Keynes and Minsky on the Instability of the Capitalist Growth Process and the Nature of Government Economic Policy". In *Keynes and Schumpeter: A Centenary Celebration of Dissent*. Armonk, 297–326.
- DE BRUNHOFF, Suzanne. 1967. *La monnaie chez Marx*, 4ème édition, Paris: Editions sociales.
- . 1998 « Money, interest and finance in Marx's Capital ». In *Marxian Economics: A Reappraisal*, 176–188. Springer.
- DUMENIL, Gérard; LEVY, Dominique. 2006. « La finance capitaliste: rapports de production et rapports de classe ». In *La finance capitaliste*. Paris: Presses universitaires de France.
- DUNN, Bill. 2011 "Marxist Crisis Theory and the Need to Explain Both Sides of Capitalism's Cyclicity", *Rethinking Marxism*, 23:4, 524-542
- DURAND, Cédric. 2014. *Le capital fictif: comment la finance s'approprie notre avenir*. Paris: les Prairies ordinaires.
- FAN-HUNG. 1939. "Keynes and Marx on the theory of capital accumulation, money and interest". *The Review of Economic Studies*, 28–41.
- FINE, Ben, Alfredo SAAD-FILHO, et Marco BOFFO. 2012. *The Elgar companion to Marxist economics*. Edward Elgar Publishing.
- FOLEY, Duncan. 1986. *Money, accumulation and crisis*. Harwood Academic Publishers
- . 1987. "Liquidity-profit rate in a capitalist economy", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 8: 363-376.
- GOMEZ BETANCOURT R. & MATARI PIERRE Manigat (2018) "James Steuart and the making of Karl Marx's monetary thought", *The European Journal of the History of Economic Thought*, 25:5, 1022-1051.
- GOODWIN, R. 1967. "A Growth Cycle", in FEINSTEIN (1967), *Socialism, capitalism and economic growth*, Cambridge University Press.
- GRANDI (A. de) et TUTIN Ch.(2020), "Marx and the Minsky moment : liquidity crises and reproduction", *The European Journal of the History of Economic Thought*, 27-6, 853-880.
- GRABMANN, T. (2018). "Unsolved Problem of Economic Crisis as a Turning Point of Marx's Critique of Political Economy", 1844-45, *The History of Economic Thought*, 60(1), 58-78.
- GUTTMANN, Robert. 1996. « Les mutations du capital financier ». In *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*, 59-96. Paris: Syros.
- HARVEY, David. 1982. *The limits to capital*. Oxford (UK): Basil Blackwell.

¹⁰ Cette bibliographie est celle qui figure dans notre article du *European Journal of the History of Economic Thought* (de Grandi et Tutin 2020).

- HEIN, Eckhard. 2006. "Money, interest and capital accumulation in Karl Marx's economics: a monetary interpretation and some similarities to post-Keynesian approaches". *The European Journal of the History of Economic Thought* 13 (1): 113–140.
- . 2019. « Karl Marx – an early post-Keynesian? A comparison of Marx's economics with the contributions by Sraffa, Keynes, Kalecki and Minsky », *Working Paper*, No. 118/2019, Berlin School of Economics and Law, Institute for International Political Economy, Berlin, 26 p.
- HILFERDING, Rudolf. [1910] 1981. *Finance capital: a study of the latest phase of capitalist development*. Tom Bottomore (ed.). Tr. Morris Watnik & Samuel Gordon. Abingdon: Routledge.
- KALECKI, Michael. 1968. « The Marxian equations of reproduction and modern economics », in: *Social Science Information*, 7, 73–79, reprinted in the *Collected Works of Michal Kalecki*, Volume II : "Capitalism Economic Dynamics", Oxford: Clarendon Press, 1991.
- KINDELBERGER, Charles 1989. "The Panic of 1873" in *Historical Economics*, Collected Papers of Charles Kindelberger, University of California Press, Berkeley.
- KLIMAN, Andrew. 2011. *The failure of capitalist production: underlying causes of the great recession*. London: Pluto Press
- LAPAVITSAS, Kostas. 2000. "On Marx's analysis of money hoarding in the turnover of capital". *Review of Political Economy*, 12(2), 219-235.
- . 2004. Hilferding's theory of banking in the light of Stuart and Smith. In *Neoliberalism in Crisis, Accumulation, and Rosa Luxemburg's Legacy* (pp. 161-180). Emerald Group Publishing Limited.
- LAVOIE, M., SECCARECCIA, M. 2001. « Minsky's financial fragility hypothesis: a missing macroeconomic link », in: Bellofiore, R., Ferri, P. (eds), *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy: The Economic Legacy of Hyman Minsky*, Cheltenham, UK and Northampton, MA: Edward Elgar Publishing, 76–96.
- LÉNINE, Vladimir Iliitch. 1965. *Imperialism, the highest stage of capitalism: a popular outline*. Peking, Chine: Foreign languages press.
- MANIATIS, Thanasis. 2012. « Marxist theories of crisis and the current economic crisis ». In *Forum for Social Economics*, 41:6–29. Taylor & Francis
- MARX, Karl. [1905] 1968a. *Theories of Surplus Value [Texte Imprimé]: Volume IV of Capital*. Vol. 2. Moscow: Progress Publishers.
- . [1905] 1968b. *Theories of Surplus Value [Texte Imprimé]: Volume IV of Capital*. Vol. 1. Moscow: Progress Publishers.
- MARX, Karl. [1894]. 2015. *Marx's Economic Manuscript of 1864-65*. Boston: Brill.
- MARX, Karl. 2017. "Exzerpte, Zeitungsausschnitte und Notizen zur Weltwirtschaftskrise (Krisenhfte). November 1857 bis Februar 1858." In Marx- Engels-Gesamtausgabe, IV. Abteilung, Band 14. Berlin, München, Boston: De Gruyter (abbr. MEGA IV/14).
- MARX, Karl, & Friedrich ENGELS. 1979. *Collected works*. Volume 11, Marx and Engels: 1851-53. London: Lawrence and Wishart.
- . 1986. *Collected works*. Volume 15, Marx and Engels, 1856-58. London: Lawrence and Wishart.
- . 1987. *Collected works. Volume 42, Marx and Engels, 1864-68*. Tr. Christopher Upward & John Peet. New York, USA: International publishers.
- . 1989. *Collected works. Volume 31, Karl Marx, 1861-63*. London: Lawrence & Wishart.
- . 1989. *Collected works. Volume 32, Karl Marx, 1861-63*. London: Lawrence & Wishart.
- . [1867] 1996. *Collected works. Volume 35, Karl Marx, Capital, vol. I*. London: Lawrence & Wishart.
- . [1885] 1997. *Collected works. Volume 36, Karl Marx, Capital, vol. II*. London : Lawrence & Wishart.

- . [1894] 1998. *Collected works. Volume 37, Karl Marx, Capital, vol. III*. London: Lawrence & Wishart.
- MEACCI, Ferdinando. 1998. « Fictitious capital and crises ». In *Marxian Economics: A Reappraisal*, 189–204. Springer.
- MENDEZ, Julien. 2012. « Théories pré-keynésienne de l'instabilité financière: Marx, Veblen, Hawtrey ». Thèse de doctorat, France: Université Paris Nanterre.
- MILIOS, John, Dimoulis, Dimitri. 2002. *Karl Marx and the Classics*. London: Routledge
- MINSKY, Hyman P. 1986. *Stabilizing an unstable economy*. Etats-Unis, Royaume-Uni: Yale University Press.
- MIYATA, Korefumi. 2016. « Karl Marx's Credit Theory ». *Marx-Engels Jahrbuch* 2015 (1): 9–27.
- MORI, K. (2018a) “The Books of Crisis and Tooke–Newmarch excerpts: a new aspect of Marx's crisis theory in MEGA”, *The European Journal of the History of Economic Thought*, 25:5
- . (2018b). “Karl Marx's Books of Crisis and the Concept of Double Crisis: A Ricardian Legacy”. In *Marx's Capital: An Unfinishable Project?* (pp. 206-227). Brill.
- MORISHIMA, Michio. 1973. *Marx's Economics: A Dual Theory of Value and Growth*. Cambridge University Press, Cambridge.
- MOSELEY, Fred. 2009. “Marx, Minsky and Crotty on Crisis in Capitalism”: in *Heterodox Macroeconomics: Marx, Keynes and Globalization*. Routledge.
- PAULA, João Antonio de, et al. 2015. “Investigating Financial Innovation and Stock Exchanges. Marx's Notebooks on the Crisis of 1866 and Structural Changes in Capitalism”. *Beiträge zur Marx-Engels-Forschung* 2014/15:194-217.
- PAULA, João Antonio de ; DEUS, Leonardo Gomes de, et al. (2016). “A Theory in the Making: Marx's Drafts of Capital and the Notebooks on the Crisis of 1866”. *Science and Society*, Vol. 80, n. 4, October, 468- 480.
- ROBINSON, Joan. 1942. *An Essay on Marxian economics*, London, MacMillan.
- SCHEFOLD, Bertram. 2016. « Making Sense of Marxian Crisis Theory in the Light of the History of Economic Thought: Real and Monetary Factors ». *Marx-Engels Jahrbuch* 2015 (1): 28–44.
- SNEESSENS, Henri. 2017. « L'intermédiation financière dans les modèles macroéconomiques. » in *Reflets et perspectives de la vie économiques*. 2017/01 : 117-137. De Boek
- STEEDMAN, Ian. 1977. *Marx after Sraffa*. London, NLB.
- TAKENAGA, S. (2016). “Marx's Exzerptheft of the later 1860s and the Economic Crisis of 1866”. *Marx-Engels Jahrbuch*, 2015(1), 71-102.
- TOPOROWSKI, Jan. 2005. *Theories of financial disturbance: An examination of critical theories of finance from Adam Smith to the present day*. Edward Elgar Publishing.
- . 2018. « Marx, Finance and Political Economy ». *Review of Political Economy* 30 (3): 416–427.
- TRIGG A. B. 2006. *Marxian Reproduction Schema, Money and aggregate demand in a capitalist economy*, London & New York, Routledge.
- TUTIN, Christian. 2000. « Les controverses autour du capital (II): les crises ». *Béraud A. et Faccarelo G., Nouvelle histoire de la pensée économique* 2, Paris: La Découverte 202–234.
- . 2006 “ Finance et reproduction: la théorie des crises de Rudolf Hilferding”. *Cahiers d'économie Politique/Papers in Political Economy* n°51, Paris : L'Harmattan : 217-239.
- VAN PARIJS, Philippe. 1980. « The Falling-Rate-of Profit Theory of Crisis: A Rational Reconstruction by Way of Obituary ». *Review of Radical Political Economics* 12 (1): 1-16.