

La « nouvelle économie » : une conjoncture propre à la puissance hégémonique dans le cadre de la mondialisation du capital

François Chesnais

Le terme « *nouvelle économie* » a été inventé par des journalistes américains formés à trouver du « nouveau », qu'ils baptisent de noms en prise avec « l'imaginaire » de leur lectorat. Ici, l'initiative est venue de l'hebdomadaire *Business Week*. Alors que Alan Greenspan jugeait (en 1996, car il a ensuite changé d'avis ...), que le niveau des cours à Wall Street relevait d'une « *exubérance irrationnelle* », la « *nouvelle économie* » paraissait fournir des arguments permettant d'attribuer la vigueur de l'expansion cyclique à des facteurs enracinés dans l'économie réelle. L'accélération de la diffusion des technologies de l'information et de la communication (TIC) et la reprise de la croissance de la productivité du travail comme de celle de la productivité totale des facteurs semblaient fournir une explication satisfaisante du cours élevé des actions.

On est en peine de trouver une définition tant soit peu précise de la « *la nouvelle économie* ». Le rapport publié récemment sous ce titre par le Conseil d'analyse économique, qui apporte sa pierre à la consolidation du mythe, considère de façon très vague « *qu'on désigne du même terme, un secteur effervescent, celui des industries de l'information et des télécommunications (les « TIC ») et une nouvelle manière d'appréhender l'économie dans son ensemble* »¹. L'étude principale concerne presque exclusivement cette « *effervescence* » et fait comme si elle pouvait être abstraite de la bulle financière et des très forts risques financiers systémiques. De son côté, l'OCDE a publié récemment une étude au titre plus prudent, puisque formulée à l'interrogatif². Les auteurs notent que le terme est né et n'a vraiment été justifié tant soit peu que pour les Etats-Unis. Les travaux disponibles permettent de dire tout au plus que la « *nouvelle économie* » pourrait (l'OCDE emploie le conditionnel) annoncer une croissance tendancielle plus forte, résultant des modes de gestion plus efficaces des entreprises permises par les TIC et d'une croissance plus forte de la productivité multi-factorielle. Elle pourrait avoir modifié le cycle économique (également au conditionnel). Enfin, et c'est la seule certitude pour l'OCDE, elle a « *modifié les secteurs sources de la croissance* ».

A un degré peut-être encore plus marqué que pour le mot « globalisation », l'expression « *nouvelle économie* » a donc une forte connotation idéologique. En raison même de son flou, il a offert à ceux, partout dans le monde, qui attendent du capitalisme américain qu'il leur montre l'avenir, une interprétation rassurante de la situation économique des Etats-Unis³. Le succès du terme illustre aussi la façon dont le champ analytique clos de la théorie standard met la majorité des économistes à la remorque des journalistes. Seuls un petit nombre de théoriciens de formation « hétérodoxe » font exception. Dans le cas présent, il en a été ainsi

¹Conseil d'analyse économique, *Nouvelle économie*, La Documentation Française, Paris, 2000, page 9.

² OCDE, *Une nouvelle économie ? : Transformation du rôle de l'innovation et des nouvelles technologies dans la croissance*, Paris, 2000. Le dernier rapport économique rédigé par l'Administration Clinton ne s'embarrasse pas du conditionnel. Voir *Economic Report of the President*, Washington, D.C., 2001, page 23.

³ La très forte connotation idéologique de la « nouvelle économie » est abondamment documentée par Jean Gadrey, *Nouvelle économie, nouveau mythe ?*, Flammarion, Paris, 2000. En revanche, dans le rapport du Conseil d'analyse économique, *Nouvelle économie*, op.cit. Gérard Maarek est le seul à observer (page 149) que l'expression, « *n'est pas sans rappeler celle de « modèle suédois » ou de « miracle asiatique », pour s'en tenir à des précédents récents maintenant passablement décriés...* ».

surtout de Michel Aglietta qui a proposé en 1998, sous le titre « *le capitalisme de demain* »⁴, une théorie d'ensemble du « *régime de croissance patrimonial* ». Sa théorie est fortement apologétique, mais elle a l'avantage de proposer une interprétation systémique, centrée autour de la finance d'éléments que d'autres fourrent pêle-mêle sous un terme politiquement correct.

Ce chapitre part des changements structurels majeurs dans l'économie capitaliste mondiale des deux dernières décennies que j'ai cherché à mettre en relief à l'aide de la notion de régime d'accumulation à dominante financière. Certains de ces changements, notamment la place dominante acquise par les marchés et par les opérateurs financiers, sont caractérisés par une grande fragilité systémique et ils sont donc réversibles. Ils ont comme point d'origine et comme assise principale, les pays capitalistes avancés. Leur analyse suppose qu'on ne perde jamais de vue l'économie mondiale prise comme un tout. Bien des faits et des relations propres à un pays ou groupe de pays donnés, ne peuvent être examinés et appréciés correctement que s'ils sont saisis comme « *des éléments d'une totalité, des différenciations à l'intérieur d'une unité* »⁵. La « globalisation » exige, à un degré encore plus fort que par le passé, de saisir l'économie capitaliste mondiale, « *non comme une simple addition de ses unités nationales, mais comme une puissante réalité indépendante créée par la division du travail et par le marché mondial qui domine tous les marchés nationaux* »⁶. C'est donc en donnant un poids analytique très fort à la situation unique dont les Etats-Unis jouissent au sein de l'économie et des relations inter-étatiques mondiales, que je vais tenter de répondre à la question suivante⁷ : la « *nouvelle économie* » annonce-t-elle l'apparition d'un « modèle » généralisable à d'autres pays que les Etats-Unis, donc d'une vraie « sortie de crise » pour l'économie capitaliste mondiale tout entière ? Ou n'est-elle pas surtout, la manifestation d'une conjoncture économique longue spécifique, bâtie sur des relations systémiques internes et internationales qu'aucun autre pays ne peut réunir, et dont une bulle financière, devenue quasi structurelle, est le trait le plus marquant ?

Le régime d'accumulation à dominante financière

Dans ce chapitre, le « régime d'accumulation à dominante financière » désigne, dans une relation étroite (définie plus loin) avec la mondialisation du capital, une étape particulière du stade de l'impérialisme, entendu comme la domination interne et internationale du *capital financier*. L'hypothèse d'un régime d'accumulation soumis à une finance qui pourrait réussir, à s'ériger – momentanément – comme une puissance économique et sociale « autonome », autonome face à la classe ouvrière comme à toutes les fractions du capital, a été envisagée par Marx. Il la relie au fétichisme particulier de l'argent, poussé à sa forme extrême : « *C'est parce que l'aspect argent de la valeur est sa forme indépendante et tangible, que la forme A-A', dont le point de départ et le point d'arrivée sont de l'argent réel, exprime de la façon la plus tangible l'idée 'faire de l'argent', principal moteur de la production capitaliste. Le procès de production capitaliste apparaît seulement comme un intermédiaire inévitable, un mal nécessaire pur faire de l'argent. C'est pourquoi toutes les nations adonnées au mode de production capitaliste sont prises périodiquement du vertige de vouloir faire de l'argent sans*

⁴ Michel Aglietta, *Le capitalisme de demain*, Notes de la Fondation Saint-Simon, n° 101, novembre 1998.

⁵ Marx, *Postface à la Contribution à la critique de l'économie politique*

⁶ Trotsky, Préface à *La Révolution Permanente*,

⁷ A laquelle j'apporte, pour l'instant, simplement des éléments de réponse partiels et provisoires.

l'intermédiaire du procès de production »⁸. Nous verrons plus loin les formes dans lesquelles ce « vertige » se manifeste depuis que les investisseurs institutionnels sont devenus le pivot des relations macroéconomiques. Il ne signifie pas un désintérêt pour la maximisation de la plus value. Le corporate governance vise précisément à obtenir la rentabilité maximale du capital engagé dans le mouvement A-M-P-P'-M-A'. Le « vertige » consiste à ne pas s'en satisfaire et à faire également reposer les résultats financiers des fonds de placement sur des opérations relevant de la formation d'un capital fictif immense, dont la bulle boursière « permanente » est l'expression. Du coup, ce sont ces revenus financiers, avec toute la volatilité résultant de leur dépendance des marchés boursiers d'actions et d'obligations, qui vont déterminer le niveau de la demande dont le bouclage du cycle A-M-P-M'-A' dépend.

La domination exercée par la finance, dont le début remonte aux années 1990, a déjà pris plusieurs configurations, parallèlement aux changements dans les relations entre les Etats et les fractions du capital et dans les rapports politiques entre le capital et le travail ⁹. La proximité du terme « régime d'accumulation » avec la théorie de la régulation n'est pas fortuite. Les régulationnistes ont lancé à un marxisme momifié un défi sérieux et enrichissant. Recourir à la notion de « régime d'accumulation », c'est reconnaître qu'il y a eu dans la seconde partie du 20^e siècle, dans le contexte de différents états des rapports politiques entre le capital et le travail, une recherche par les bourgeoisies de différentes manières de stabiliser le mouvement de reproduction et de valorisation du capital et donc d'asseoir leur domination. Ainsi, de 1950 à 1975, elles sont parvenues à intégrer les concessions importantes faites aux salariés et à leurs organisations pour en faire l'un des éléments constitutifs de la reproduction élargie. Incorporer les changements institutionnels et les politiques des gouvernements et des banques centrales dans une analyse du mouvement du capital, permet de mieux en saisir à chaque étape les forces et les faiblesses, de situer les points d'émergence et le cheminement des contradictions.

Le terme « régime d'accumulation » doit être préféré à celui de « régime de croissance » pour deux raisons interconnectées. D'abord en ce que le premier terme renvoie explicitement à la notion de capital. Ici celui-ci est pris en tant que valeur – c'est-à-dire que masse d'argent centralisé – qui cherche à s'accroître par un processus de valorisation, celui-ci pouvant recourir à la forme « raccourcie » A-A', autant qu'à la « voie longue » A-M-P-M'-A'. Ensuite, en ce qu'il exprime la possibilité théorique qu'il puisse exister des configurations politico-économiques dans lesquelles l'importance prise par la forme A-A' et par la formation d'importantes couches sociales qui dépendent de ponctions financières sur la valeur pèsent toutes deux lourdement sur la forme A-M-P-M'-A' et se dressent donc précisément comme obstacle à la croissance. L'utilisation par Michel Aglietta du terme « *régime de croissance* » pour décrire un ensemble de relations systémiques qui est très largement propre aux Etats-Unis et qui n'a conduit à la croissance dans aucun autre pays, peut s'interpréter comme traduisant une hésitation de sa part quant à la possibilité d'affirmer que ces relations systémiques seront capables d'assurer l'accumulation réelle en longue période, dans le sens

⁸ Marx, *Le Capital*, Editions Sociales, livre II, volume 1, page 54.

⁹ Pour des explications plus complètes, voir François Chesnais, « Etats rentiers dominants et contraction tendancielle : Formes contemporaines de l'impérialisme et de la crise », ainsi que le chapitre largement complémentaire de Claude Serfati, « Puissance du capital financier : Les limites endogènes du capitalisme mondialisé », in Gérard Duménil et Dominique Lévy (coord.), *Le Triangle infernal : Crise, mondialisation, financiarisation*, Actual Marx Confrontations, PUF, Paris, 1999.

classique ricardien-marxien où l'Ecole de la régulation a traditionnellement employé le terme¹⁰.

Le régime à dominante financière est issu du processus de libéralisation et de déréglementation entrepris à partir de 1979 par les gouvernements américain et britannique, dans le domaine de la finance, des échanges et des investissements directs. Il est indissociable des défaites subies par la classe ouvrière aux mains de ces gouvernements et de leur prolongement sous la forme de la restauration capitaliste en URSS et dans les prétendues « démocraties populaires ». La « mondialisation » contemporaine est celle du capital, dans ses trois formes de capital productif, de capital de négoce et de capital-argent. Le processus de libéralisation et de déréglementation de la finance est la condition d'existence *sine qua non* du régime d'accumulation actuel. Celui-ci ne peut répondre aux exigences d'appropriation de la richesse, qui se forment autour du fonctionnement des marchés financiers contemporains que pour autant qu'il y ait une libéralisation et une déréglementation aussi complète que ne le souhaite le capital des échanges et des investissements directs. Il faut que les marchandises dont les pays avancés se sont assuré la spécialisation, puissent être vendues sans entraves et que leurs entreprises puissent s'approvisionner où elles veulent. Il faut que celles-ci puissent recourir librement à l'investissement direct à l'étranger (IDE) pour produire et s'approprier la plus value dans les conditions les plus favorables.

Le processus de libéralisation, de déréglementation et de privatisation a été conçu par ses architectes idéologues, « techniciens » et politiques comme devant s'entendre à l'ensemble des pays du globe et il a été imposé par étapes à partir de l'institution informelle, mais très puissante, du G7, en bénéficiant de l'aide active d'organisations internationales, soit existantes (le FMI et la Banque Mondiale, aussi bien que la Communauté européenne devenue plus tard l'Union européenne), soit nouvelles (l'OMC issue du Traité de Marrakech de 1994 et l'ALENA). Puisque c'est de la libéralisation, de la déréglementation et de la privatisation que surgit la « globalisation », celle-ci diffère des formes antérieures de l'internationalisation, par les échanges et par la délocalisation du capital productif qui ont prévalu jusqu'au début des années 1980. Cela est d'autant plus vrai dès qu'on considère les changements décisifs effectués dans la sphère financière.

Au cœur du régime d'accumulation qui s'est installé aux Etats-Unis, comme de la forme contemporaine de mondialisation du capital qui lui est étroitement liée, se situent les nouvelles formes de concentration du capital-argent (au premier chef les fonds de pension et les fonds de placement financier), les mécanismes de captation et de centralisation de fractions de valeur et de plus-value entre leurs mains et enfin les institutions qui assurent la sécurité, politique mais aussi financière, des opérations de placement financier. Le tout permet à la finance de jouir de ce qu'on désigne sous le terme de « l'autonomie de la finance »¹¹, avec l'immense pouvoir social qui lui affère

La première phase du « pouvoir de la finance » a été la « dictature des créanciers », issue comme toute dictature, d'une forme de coup d'Etat, celui qui a vu le taux d'intérêt réel sur les bons du Trésor américain passer en quelques mois de 2-3% à 10-12% au début des années 1980. Ce fut un pas décisif vers la reconstitution du pouvoir de la finance concentrée, qui

¹⁰ Michel Aglietta est conscient de ce problème. Ses derniers travaux reviennent à l'accumulation ainsi comprise et pose la question des formes de « gouvernance d'entreprise » compatibles avec elle.

¹¹ Pour une discussion de la notion de « l'autonomie de la finance », de son contenu effectif et de ses limites, voir ma revue du livre d'André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, dans *L'Année de la régulation*, 2000, Editions La Découverte.

avait tenu en laisse aux Etats-Unis à partir du New Deal et détruit du fait de la 2^e Guerre mondiale dans les grands pays européens. Pouvoir face aux gouvernements autres que celui des Etats-Unis et donc capacité de modifier la répartition du revenu et de peser sur le rythme et l'orientation de l'investissement dans tous les pays à secteur public important. Pouvoir accru bientôt au sein des groupes industriels, à mesure que la centralisation de la détention des actions a ouvert la voie vers le « *corporate governance* ». Les investisseurs financiers ont reçu en cadeau de la part des gouvernements, à commencer par celui des Etats-Unis, un recours massif au financement des déficits budgétaires par l'émission de titres négociés sur des marchés secondaires parfaitement liquides. Ce système leur a offert des taux d'intérêts élevés et une grande sécurité des revenus afférant à leurs prêts. Au plus fort du financement des budgets par l'emprunt, le déficit Fédéral américain comme celui de beaucoup d'autres pays, a dépassé 4% du PIB, de sorte que près du quart des budgets ont été consacrés au service de la dette publique. Ces ressources financières immenses sont demeurées largement captives de la finance et ont conduit à l'accumulation d'actifs financiers très élevés entre les mains des institutions financières non-bancaires, en premier lieu les fonds de pension et de placements financiers. Ceux-ci ont œuvré à la pleine reconstitution de marchés financiers « mondialisés » capables de leur garantir la « liquidité » au sens de Keynes et d'André Orléan¹². Le « big bang » des marchés boursiers, puis la libéralisation des marchés financiers « émergents », sont venus parachever le travail mené de concert par les Banques centrales, les teneurs de marché et les grands investisseurs dans les marchés situés au cœur du système.

Corporate governance et maximisation de la plus-value et du profit

La pleine ré-institution de la liquidité en tant qu'institution, a parachevé l'émergence du régime d'accumulation à dominante financière. Aux effets de la capacité de la finance de peser sur les gouvernements sont venues s'ajouter les conséquences d'une nouvelle forme de relation entre les actionnaires, les dirigeants d'entreprise et les salariés. Aux côtés des rendements sur les titres de la dette publique, les dividendes sont devenus un mécanisme déterminant d'appropriation de la valeur et de la plus value, et les marchés boursiers une institution tout à fait décisive dans la régulation du régime d'accumulation. A la pression « impersonnelle » des marchés financiers, s'exerçant sur les groupes industriels par le biais du niveau comparé du taux d'intérêt sur les titres de la dette et celui des profits industriels, succèdent des formes nouvelles, très prégnantes, d'interpénétration entre « finance » et « industrie ». L'entrée des fonds de pension et de placement financier dans le capital des groupes a conduit à des changements importants dans les formes des rapports et dans les modalités d'entrelacement entre la finance et la grande industrie, dont les conséquences pour les salariés sont loin d'être achevées. La forme allemande de l'interconnexion entre les banques et l'industrie, dont Hilferding avait fait l'archétype du capital financier, fait aujourd'hui figure d'une sorte « d'âge d'or » des rapports entre le capital-argent concentré et l'industrie.

Les nouvelles formes d'interpénétration incluent un ensemble de mécanismes, allant de la rémunération des dirigeants en stock-options à une surveillance presque continue de la stratégie des groupes par les gestionnaires des fonds de placement, qui sont destinés à

¹² André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999. Cet auteur de formation keynésienne et régulationniste conclut que « la forme 'marché financier' n'est pas une forme neutre. La liquidité exprime la volonté d'autonomie et de domination de la finance. Elle est le produit de puissants intérêts. (...) Elle a des conséquences macroéconomiques générales sur les rapports de force qui traversent la société marchande, tout particulièrement sur le rapport entre créanciers et débiteurs comme sur celui qui oppose finance et industrie » (page 49).

rapprocher les points de vue des dirigeants industriels de ceux des gestionnaires financiers, sinon à sceller une alliance étroite entre eux. Dans les années quatre-vingt-dix, le « *corporate governance* » a permis d'atteindre des niveaux très élevés de rentabilité des placements en actions et de présenter ces niveaux comme des normes quasi sacrées. Ces normes ont été génératrices de pressions fortement accrues sur les entreprises, en termes d'économies dans l'usage du capital constant (capital fixe et capital circulant hors salaires)¹³, comme de du taux de la plus-value, dont la mesure est la productivité du travail. Il ne pouvait, et ne peut y avoir de satisfaction des attentes des investisseurs sans un bond dans les formes d'exploitation du travail.

La mondialisation de la concurrence, née de la libéralisation et de la déréglementation des échanges et des IDE et du décloisonnement des oligopoles nationaux, d'une part, et les technologies de l'information et de la communication de l'autre, ont été les facteurs décisifs permettant aux entreprises cotées sur les premiers marchés en Bourse de répondre aux normes des gestionnaires. L'introduction du degré maximum de flexibilité, tant sur le marché du travail que dans l'organisation quotidienne de l'activité, et la précarisation du salariat peu ou moyennement qualifié qui en résulte, peuvent être interprétés aussi, comme le suggère Frédéric Lordon, comme « *la tentative d'imposer au facteur travail un équivalent de la propriété de liquidité dont le marché financier dote le capital* »¹⁴ (souligné dans l'original). Cela est exact, mais n'exprime qu'une partie de la réalité. La flexibilisation salariale n'est pas uniquement, « *la mise en œuvre du paradigme de l'exit (...) l'application au facteur travail de cette recherche obsessionnelle de la réversibilité, du moment d'inertie le plus bas possible* ». Elle est aussi un élément constitutif central de la hausse du taux d'exploitation, de ce que les entreprises doivent extraire et/ou centraliser comme masse de plus value, aussi bien dans les pays d'origine des maisons-mère, que dans ceux de l'implantation des filiales, afin que les normes de rentabilité puissent être satisfaites, au moins transitoirement. Pour atteindre cet objectif, les entreprises disposent avec les TIC d'un puissant auxiliaire. Dans un horizon de court terme les entreprises qui choisissent de fonder leurs opérations sur « *l'ultra-flexibilité de l'emploi* », peuvent se servir de la définition très « rigidifiée » des tâches permise par la programmation informatique pour y parvenir. Dans une intéressante synthèse, Pierre Veltz rappelle que « *pour pouvoir remplacer au pied levé un salarié, il faut que tout soit strictement procédural et rigidifié* ». Le coût est élevé en termes d'apprentissage et d'innovation interactive, mais l'approche satisfera les gestionnaires financiers. Dans les entreprises qui l'ont choisi, par exemple la sous-traitance dans l'automobile et la très grande distribution, l'informatique ne sert pas à « *libérer des espaces de dialogue* », mais « *à bloquer toute discussion* » ; les règles formalisées sont créées de façon à ne pas être « *appropriables par les acteurs (et) la gestion événementielle (des incidents imprévus) n'y est pas productrice d'apprentissage* »¹⁵.

Régime d'accumulation à dominante financière et mondialisation

Ce régime d'accumulation a un rapport avec la « globalisation » ou plus exactement avec la mondialisation du capital, qu'il faut chercher à expliciter brièvement. Le régime financiarisé est une « production » des pays capitalistes avancés, très précisément de ceux, les Etats-Unis

¹³ Voir Marx, *Le Capital*, volume III, chapitre V, « Economie du capital constant ».

¹⁴ Frédéric Lordon, *Fonds de pension, piège à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, Raisons d'Agir, Paris, 2000, page 62.

¹⁵ Pierre Veltz, *Le nouveau monde industriel*, Le Débat, Gallimard, Paris, 2000, pages 120-21. En ce qui concerne les secteurs des services sur cette même question, voir Jean Gadrey, *Nouvelle économie, Nouveau mythe ?*, chapitre 4, L'Harmattan, Paris, 2000.

et le Royaume-Uni en tête, où la finance, comprise comme force « autonome » construite sur l'institution de la liquidité avait connu, jusqu'à la crise de 1929, son plus fort enracinement. Il n'est pas mondialisé dans le sens où il embrasserait en une totalité systémique véritable l'ensemble de l'économie mondiale¹⁶. En revanche, il est effectivement mondialisé dans le sens où son fonctionnement exige, au point d'être consubstantiel à son existence, un degré très élevé de libéralisation et de déréglementation pas seulement de la finance, mais aussi de l'investissement direct et des échanges commerciaux. Ces mesures ne doivent pas être imposées seulement dans les pays où le nouveau régime d'accumulation a pris pied. Elles doivent être imposées partout. Dans le langage de l'Ecole de la régulation, on dira que si les pays pouvaient choisir avec un assez large degré de liberté les formes exactes de leur « insertion internationale » et de leur « adhésion » au régime fordiste, il n'en est plus du tout de même depuis que le régime à dominante financière a pris pied dans les pays les plus forts. Un processus de construction institutionnelle internationale, tant *de facto* que *de jure*, mené par les Etats-Unis, le G7, le FMI et la Banque Mondiale (ceux qui ont élaboré le prétendu « consensus de Washington »), formalisé en Europe par le Traité de Maastricht, et épaulé ensuite par l'OMC, a rendu « l'adhésion » des pays obligatoire et réduit leur marge de choix quant aux formes de leur « insertion internationale » à sa plus simple expression¹⁷.

La « mondialisation financière » a, de façon évidente, la fonction de garantir l'appropriation, dans des conditions aussi régulières et sûres que possible, de revenus financiers -- intérêts et dividendes -- à une échelle « mondiale ». Son architecture initiale, comme les « réformes » introduites depuis la crise asiatique ont pour but de permettre la valorisation d'un capital de placement financier dans tous les pays susceptibles de supporter une place financière capable d'accueillir des capitaux de placement étrangers. Il a donc fallu amener ces pays à se plier aux injonctions de libéralisation financière du FMI. Mais le régime d'accumulation « financiarisé » ne pouvait pas se satisfaire de la seule libéralisation de la finance. L'interpénétration nouvelle entre « finance » et « industrie » exige que les groupes, dont les profits et les dividendes payés sont le seul fondement tangible du cours des actions, puissent jouir d'une liberté totale de localisation des sites d'approvisionnement, de production et de commercialisation, donc sur la libéralisation complète de l'IDE et des échanges, ainsi que l'abolition de toute contrainte d'approvisionnement local.

Ce sont les objectifs poursuivis avec la création à un niveau régional de l'ALENA et à un niveau mondial avec celle de l'OMC. Il y a eu échec dans le cas de l'AMI, mais il est largement compensé par la présence dans le traité de Marrakech d'un cadre de dispositions draconiennes sur l'ouverture des marchés publics, comme sur l'ouverture et la déréglementation des services publics (c'est le but de l'Accord général sur le commerce de services, l'AGCS). Grâce à de telles institutions et de tels mécanismes, le régime d'accumulation à dominante financière est donc également mondialisé dans le sens où il organise une très forte projection internationale et emprise de domination systémique de la part des pays capitalistes où le régime a pris pied en premier. Dans le domaine de la finance comme dans celui de la liberté d'action réclamée pour les firmes industrielles, ces pays sont poussés à établir une forte emprise, pas uniquement sur les pays plus faibles ou à forme de subordination « traditionnelle », mais aussi sur les pays capitalistes avancés « retardataires » par rapport à l'enracinement du nouveau régime chez eux.

¹⁶ C'est un point sur lequel mes explications dans des textes antérieurs ont manqué de précision.

¹⁷ C'est le thème du livre très désabusé de Charles-André Michalet sur *L'attractivité des nations*, Economica, Paris, 1999, dont l'apport théorique est le renversement qu'il opère dans la théorie du commerce internationale. Dans le nouveau régime, ce sont l'IDE et les FMN qui déterminent les modalités de participation des pays aux échanges.

La mondialisation du capital est très fortement sélective par essence. Elle a engendré dès les années 1980, une configuration mondialisée hiérarchisée de façon nettement plus forte que ne l'était celle qui a prévalu pendant l'internationalisation des années 1950-1978. Avec la consolidation du régime d'accumulation à dominante financière, la hiérarchisation et la différenciation s'accroissent encore plus. La dimension de chaque pays, ses ressources naturelles et surtout les trajectoires historiques différentes suivies par chacun dessinent des situations très variées de rapport au nouveau régime d'accumulation. Limitons-nous à trois cas types. Le premier est celui de pays comme la France, où la bourgeoisie financière et les gouvernements de gauche comme de droite en « alternance » affichent encore le projet d'implanter le nouveau régime à domicile, mais en préparant surtout, consciemment ou inconsciemment et avec des mixes divers d'allant et de réticence, leur intégration dans un ensemble transatlantique dont les marchés financiers américains seraient le pivot et l'OTAN le bras armé. Le deuxième cas est celui de ces très nombreux pays où le rêve d'une implantation autonome du régime d'accumulation ne peut pas être entretenu et où le choix est soit de tenter de résister en dressant des limites à la libéralisation financière, soit de participer sans vergogne comme « province de l'Empire » aux bienfaits permis par la liberté d'accès aux marchés boursiers les plus attractifs. Enfin, il y a le cas particulier, ou plus exactement unique, des Etats-Unis, qui peuvent notamment tirer partie de l'afflux permanent de capital de placement financier venant du reste du monde.

Spécifier les ingrédients particuliers de la croissance américaine

A la lumière de l'expérience des Etats-Unis des années quatre-vingt-dix, la croissance en régime d'accumulation à dominante financière, suppose la capacité à satisfaire plusieurs conditions. Rien ne permet de supposer que celles-ci soient à la portée de pays qui ne connaissent ni la place des Etats-Unis dans le système mondial, ni sa trajectoire historique en tant que formation sociale. En effet, si l'on considère les ingrédients de la croissance américaine de la seconde partie de la décennie 1990, il faut qu'une économie (celle d'un Etat-nation ou d'une Union d'Etats) :

1°, possède un large tissu d'entreprises engagées avec acharnement, dans le cadre d'un environnement fortement déréglementé et moyennant la pleine mise en œuvre du *corporate governance*, dans la maximisation de la productivité du travail et du capital ;

2°, possède des marchés boursiers aux assises très larges leur permettant de « produire » pendant une longue période des revenus financiers élevés ainsi qu'un ensemble d'anticipations économiques construites autour des cours boursiers ;

3°, soit également en condition d'assurer et de supporter la formation d'un montant très élevé de capital fictif – ce qui est désigné communément du nom de « *bulle financière* ». Le pays (ou l'Union) doit être en mesure de nourrir cette bulle sur de longues années et son gouvernement et ses autorités monétaires doivent être armés pour faire face à l'ensemble des risques systémiques liés à la possibilité de krach boursier ;

4°, enfin, cette économie doit disposer d'un ensemble de mécanismes, internes et externes, garantissant aux entreprises les ressources en science et technologie (S&T) et en main-d'œuvre qualifiée ou hautement qualifiée que leurs propres investissements ne vont pas leur assurer.

C'est autour des seconde et troisième conditions que se concentrent la plupart des aspects les plus déterminants – et les moins facilement reproductibles par d'autres pays – de ce que la croissance américaine de la période 1995-2000 doit à la situation internationale unique des Etats-Unis. Ils ont trait à la place du dollar au sein du système financier mondial et à son statut de premier pays de préférence pour le placement du capital-argent par les classes capitalistes et les oligarchies rentières du monde entier. Mais nous trouverons aussi dans la quatrième condition, des expressions de la place particulière des Etats-Unis dans la mondialisation du capital, ainsi que de sa capacité à tirer parti de son statut de puissance hégémonique.

La publication à peu d'intervalle d'un ensemble de travaux américains et français sur la productivité américaine dans ses nombreuses facettes, permet de mieux mesurer que précédemment les effets du « *corporate governance* » dans le secteur productif. Grâce à ces travaux, il est maintenant devenu possible d'éviter l'écueil consistant à centrer l'analyse du régime d'accumulation à dominante financière en braquant de façon le projecteur sur les seuls mécanismes par lesquels le capital-argent concentré entre les mains des fonds financiers, est valorisé sous la forme A-A'. La hausse de la productivité est l'une des raisons, sans être en aucune manière la seule, du faible taux d'inflation connu par l'économie américaine sur une période d'expansion cyclique aussi longue. Mais il y a aussi le niveau plus crucial encore des rapports d'exploitation. Ici c'est la hausse de la productivité qui permet d'expliquer comment un régime d'accumulation marqué si fortement par un processus de valorisation du capital dans lequel les dividendes et intérêts pèsent d'un poids très lourd sur la part des profits restant entre les mains des entreprises pour l'investissement et la R-D, ne s'est pas vite heurté à une impasse. L'augmentation du taux d'exploitation a contrebalancé, au moins en partie, l'accroissement de la part des profits distribués aux actionnaires.

La face complémentaire de la croissance américaine -- son autre « moteur », celui dont on craint tant la panne -- a été une demande ordonnée autour des marchés boursiers. Le « paradoxe » de l'économie américaine des années 1990¹⁸, c'est qu'elle a été une économie tirée par la demande interne, la reprise de l'investissement se faisant en partie en réponse à la baisse des prix du hardware informatique, mais en large partie en réponse à la croissance de la consommation privée. Cette consommation a été soutenue, de façon presque permanente et à certains moments de façon déterminante, par un crédit bancaire très permissif, autorisé et souvent encouragé par la Fed. Elle est surtout devenue toujours plus dépendante de l'influence exercée sur elle par les marchés boursiers de Wall Street et du NASDAQ, moyennant une combinaison originale d'effets revenu et d'anticipations de revenu (les « effets richesse ») d'origine boursière. La singularité de Frédéric Lordon au sein de l'Ecole de la régulation est d'avoir avancé l'hypothèse que la « bulle financière » a cessé d'être « *une aberration locale, une dérive transitoire, une parenthèse dans le cours d'une dynamique financière autrement raisonnable, pour devenir un caractère permanent du régime d'accumulation financiarisé* »¹⁹. Autrement dit, dès que les enchaînements du circuit économique global et de la formation de la demande ont été reconfigurés pour transiter par la sphère financière, il ne peut plus y avoir « régime de croissance » sans bulle, sans formation d'un montant de capital fictif sans précédent. Mais la bulle ne peut assurer aux investisseurs des plus-values financières qu'à condition d'être alimentée en permanence. C'est là qu'interviennent les flux extérieurs dont les Etats-Unis sont bénéficiaires.

¹⁸ Voir les « puzzling facts » notés par Robert Boyer dans « What constraints on European growth ? Innovation, institutions and economic policy », contribution à la conférence inaugurale du Centre Saint-Gobain pour la recherche en économie, 10 novembre 2000, tableau 3, ligne 2.

¹⁹ Lordon, *op.cit.* page 80 (souligné dans l'original).

Origines, conditions et limites de la hausse contemporaine de la productivité

L'interprétation de la croissance américaine exige qu'on tente de tenir constamment « les deux bouts », l'articulation entre la hausse de la productivité et la formation et la cristallisation « structurelle » de la bulle financière.

La hausse du taux de croissance de la productivité totale des facteurs – celle que Robert Solow cherchait dans les statistiques il y a quinze ans, sans la trouver – a été pour les Etats-Unis la « divine surprise » de la dernière décennie du siècle. Elle a été contemporaine de la formation de la bulle et elle a l'un des rares facteurs à la nourrir possédant un fondement « réel » endogène. C'est pourquoi le ralentissement du taux de croissance de la productivité qui s'est amorcé en 2000, est au cœur des tensions financières ouvrant sur un krach du marché principal des titres. L'un des facteurs qui a puissamment aidé à lancer le mouvement haussier initial, a été la publicité donnée, à partir de 1995-96 (le moment précisément où Business Week annonce l'avènement de la « *nouvelle économie* »), aux résultats d'enquêtes industrielles et de recherches sur des groupes faisant état de la transformation de leur organisation du travail. La publication de données statistiques macroéconomiques confirmant la reprise de la croissance de la productivité, a ensuite contribué à consolider le mouvement haussier en permettant la formation autour de Wall Street et du NASDAQ, d'une « convention 'nouvelle économie' » au sens d'André Orléan. Mais ces données, ainsi que les travaux faits à partir d'elles, montrent que s'est bien produite une amélioration de la productivité du travail et du capital ancrée dans une réorganisation en profondeur de l'organisation des entreprises.

Sur ce point, on peut suivre l'angle d'attaque du Conseil d'analyse économique et en comprendre les implications pour la France. Le rapport cité part d'un double constat exact. La première c'est que les innovations technologiques, sans parler de la science qui les ont permises, sont anciennes. On est en présence d'un décalage temporel de trente à quarante ans. Et le rapport de citer « *quelques dates clés : 1947 : invention du transistor ; 1969 : mise au point de l'Arpanet, première version du « net », sous l'égide du ministère de la Défense américain ; 1971 : premier microprocesseur d'Intel ; 1974 : commercialisation du premier micro-ordinateur, l'Altair ; 1976 : premier ordinateur « convivial » par Apple* »²⁰. Le rapport a raison aussi d'attribuer un rôle important à la déréglementation du début des années quatre-vingt dans l'ouverture à la concurrence, transitoire puisque les positions monopolistiques se sont très vite reconfigurées, d'un secteur longtemps détenu par deux grands groupes (IBM et AT&T), ce qui a facilité l'apparition de firmes comme Microsoft, Intel, Cisco ou Dell. Les gains de productivité récents sont donc issus d'innovations fondamentales déjà anciennes, ce qui signifie qu'ils n'annoncent en aucune manière une accélération du progrès technique²¹. Il y a un second point sur lequel il faut suivre le rapport cité. Celui-ci souligne, plus nettement que la plupart des travaux sur la productivité, à quel point la phase présente de hausse de la productivité est logée principalement, sinon exclusivement dans la « microéconomie », donc au cœur des entreprises. Elle dépend de changements organisationnels, et donc des rapports politiques qui permettent de les introduire, autant que de l'adoption de nouvelles techniques.

²⁰ *Nouvelle économie, op.cit.* page 10.

²¹ C'est un point très important sur lequel Mary O'Sullivan et William Lazonick ont centré une partie de leurs travaux. Voir, inter alia, W. Lazonick et M. O'Sullivan : "Governance of innovation for economic development", *Report for the TSER program of the European Commission*, Brussels, March, 1998 et "Maximizing shareholder value : a new ideology for corporate governance", *Economy and Society*, vol. 29, n°1, February.

Les travaux américains le plus souvent cités dans les discussions actuelles attribuent la hausse de la productivité du travail pour moitié à l'emploi des technologies de l'information et pour moitié à la hausse de la productivité globale des facteurs²². Les travaux les plus éclairants sont ceux de Robert Gordon, dont les conclusions relativisent considérablement les performances américaines. Gordon est loin de partager l'euphorie sur « *l'effervescence technologique* ». Il explique beaucoup clairement que celui-ci ne le fait la portée de la distinction entre la productivité moyenne du travail qui rapporte la croissance de la production à un seul input, les heures œuvrées, et la productivité globale des facteurs, dont la signification est beaucoup plus forte, puisque la croissance de la production est rapportée à l'ensemble des intrants, capital, travail, matières premières, énergie, etc. Les conclusions de Gordon sont 1° que le seul secteur de l'économie à avoir connu une hausse de la productivité globale des facteurs a été le secteur producteur d'ordinateurs et de microprocesseurs ; 2°, que dans le secteur de production des biens durables, il y a eu hausse de la productivité moyenne du travail due à l'introduction des ordinateurs et des biens d'investissement automatisés sur la base des microprocesseurs, mais il n'y a eu aucune hausse de la productivité globale des facteurs ; enfin 3°, que dans le reste de l'économie, à savoir le secteur de production des biens non-durables et le secteur agrégé des services, « l'effet informatique » n'a pas joué ou à peine : ici on ne constate aucune modification sensible de la productivité du travail ²³.

C'est surtout le second élément qui permet au Conseil d'analyse économique d'espérer une hausse prochaine du taux de croissance de la productivité en France. Mais cet espoir est accompagné d'un avertissement pressant à l'adresse des dirigeants des entreprises françaises, à savoir que « *l'informatique n'est que l'une des pièces de la productivité. L'autre volet essentiel est l'organisation du travail* ». Et le rapport de se faire normatif : « *en l'absence d'une réorganisation adéquate de l'entreprise, l'informatique reste bien souvent un gadget coûteux* »²⁴. Façon de dire que seule cette réorganisation permet d'atteindre les niveaux d'accroissement du taux de plus-value et de rentabilité accrue du capital constant (fixe et circulant), permise par l'informatique. On dispose de travaux sociologiques français sur des secteurs où cette réorganisation a eu lieu qui permettent de comprendre cela implique pour les salariés²⁵.

Le calcul de la productivité est loin de faire l'unanimité des spécialistes. Le rapport du Conseil d'analyse économique présente des calculs de l'INSEE qui font état d'un retard de productivité considérable de la France par rapport aux Etats-Unis. La période 1990-98 aurait été marquée par une baisse importante du taux de croissance de la productivité totale des facteurs, très précisément de facteurs (non spécifiés) autres que le capital et le travail. C'est à des conclusions quelque peu différentes que Gérard Duménil et de Dominique Lévy aboutissent. Sur la base des données de comptabilité nationale homogénéisées par l'OCDE, ils ont comparé l'évolution de la productivité du travail (hausse du taux de plus value) comme du

²² Voir *Nouvelle économie*, *op.cit.* page 28, sur la base des travaux de S.Oliver et D. Sitchell (2000), de D. Jorgensen et K. Stiroh (2000) et de Robert Gordon. Pour les deux premières références, voir la bibliographie du rapport en question.

²³ Sur tous ces points, voir Robert Gordon, « *Technology and Economic performance in the American Economy* », contribution à la conférence inaugurale du Centre Saint-Gobain pour la recherche en économie, 10 novembre 2000, pages 19-27.

²⁴ *Ibid.* page 11.

²⁵ Voir le livre riche et dense de Stéphane Beaud et Michel Pialoux, *Retour sur la condition ouvrière*, Paris, Fayard, 1999, pour une étude détaillée des processus de déstructuration de la classe ouvrière dans l'industrie automobile, et à un niveau plus général, Christophe Dejours, *Souffrance en France : la banalisation de l'injustice sociale*, Paris, Seuil, 1998.

capital (rentabilité accrue du capital constant, fixe et circulant), pour les Etats-Unis et pour l'Europe. Leurs résultats nous mettent en présence d'un « paradoxe » de plus. Ils estiment²⁶ : 1°, que jusqu'en 1996 (date à laquelle la comparaison s'arrête en l'absence de chiffres européens et américains comparables), la productivité du travail s'est accrue plus vite en Europe qu'aux Etats-Unis, y compris au cours de la dernière décennie si souvent présentée comme perdue pour l'Europe ; 2°, que la hausse de la productivité du capital est plus forte aux Etats-Unis qu'en Europe, mais puisqu'elle part d'un niveau plus bas de départ en 1981-82 les niveaux respectifs sont presque les mêmes en 1996-97 ; 3°, que la croissance, tant du taux de profit que de la part des profits²⁷, est nettement plus forte en Europe qu'elle ne l'est aux Etats-Unis ; enfin, 4°, qu'il y a eu reprise de l'investissement (ici le taux de croissance net du stock de capital fixe) seulement aux Etats-Unis, la situation en Europe étant caractérisée par une stagnation de cet indicateur.

Doug Henwood²⁸ a relativisé quelque peu la portée de ce dynamisme retrouvé de l'investissement, en calculant ce qu'il devait aux sociétés du secteur financier (fonds de placement, banques, courtiers, cabinets d'experts et de consultants financiers, etc). Le tableau montre que non seulement ce secteur a considérablement augmenté sa part dans le PIB (colonne 2) et encore plus, sa part dans les investissements en équipements, principalement informatiques (colonne 3). Les entreprises du secteur financier ont assuré 1998 plus de 21% de l'investissement total du secteur privé.

Part du secteur financier dans le PIB et les investissements en capital fixe des Etats-Unis

Années	Part du PIB (en %)	Part de la formation de capital fixe (%)
Moyenne des années 1970	1,1	9,8
Moyenne des années 1980	1,6	13,7
Moyenne des années 1990	1,7	16,9
Année 1998	2,4	21,4

Source : D. Henwood, *Booming, Borrowing and Consuming*, op.cit.

Ces données sur la composition de l'investissement sont un indicateur, qu'il faut rapprocher des conclusions de Gordon, du fait que ce n'est pas un processus tempétueux de renouvellement technologique, entraînant un vaste mouvement d'investissement qui a été l'élément moteur de la croissance américaine. La hausse de la productivité du capital et la hausse du taux d'exploitation ont été des conditions permissives (les Américains disent des « *enabling factors* »). Car il faut suivre Henwood, rejoint par l'ensemble des économistes travaillant pour *The Economist*, lorsqu'il dit que c'est une demande d'un type particulier qui a été le soutien de la croissance.

La bulle boursière, condition de la croissance en régime d'accumulation financiarisé

²⁶ Voir *Crise et sortie de crise*, op.cit. Je résume ici ce qui ressort dans l'ordre des figures 4.1/4.2, 4.2/4.3, 3.1 et 4.2/4.3 et 3.2.

²⁷ Voir *Crise et sortie de crise*, op.cit, pour les définitions.

²⁸ D. Henwood, *Booming, Borrowing and Consuming : the U.S. Economy in 1999*, Monthly Review, juillet-août 1999

L'expérience des Etats-Unis des années 1990 est celle d'une économie dans laquelle, à la suite de la pleine consolidation du régime d'accumulation à dominante financière, les enchaînements du circuit économique global et de la formation de la demande ont été reconfigurés de sorte qu'ils transitent par la sphère financière. Après avoir baissé d'année en année, l'épargne des ménages est devenue carrément négative en 2000. Il faut y voir le résultat d'un « effet marché boursier », où se combinent deux ingrédients, un effet revenu (la consommation d'une partie des revenus tirés des dividendes et intérêts perçus), où les calculs suggèrent que l'ampleur moyenne en est limitée, et un effet « possession d'un patrimoine » générateur de dépenses calées sur des anticipations de gains financiers futurs²⁹, le tout soutenu par un crédit bancaire très expansionniste. Entre 1990 et 1999, le rapport des titres boursiers (equity holdings) détenus par les ménages américains a leur revenu courant est passé de 58% à 170%³⁰. C'est en 1999 qu'apparaît également l'un des traits les plus originaux de la conjoncture de moyenne période des Etats-Unis de la dernière décennie à savoir le recul de la part dans les revenus des fonds de placement financier des intérêts et des dividendes, au bénéfice de profits résultant des plus-values boursières³¹. Selon Frédéric Lordon, nous serions face à « *l'une des contradictions centrales (...) du régime d'accumulation* », celle tenant « *à ce que l'exigence de rentabilité financière, les fameux 15 % de retour sur fonds propres, (...) excède de beaucoup les possibilités objectives de profitabilité d'un grand nombre des activités économiques auxquelles elle s'applique. Aussi (...) exige-t-elle de passer en total return, c'est-à-dire d'incorporer aux flux de profits tirés de la production, les plus-values liées à la dynamique du cours des actifs* »³².

Lorsqu'une économie commence à s'enfermer dans des relations macro-économiques de ce type, la question posée par Lordon devient incontournable. L'existence d'une bulle financière « structurelle », dans le sens où sa présence n'annonce plus de façon automatique un krach, et sur laquelle viennent se greffer toutes sortes de bulles secondaires ou dérivées, n'est-elle pas la condition indispensable pour que les enchaînements dans dépendent le niveau de la demande effective puissent se reproduire sans à coups ? La politique macroéconomique ne va-t-elle pas être dominée par la tentative d'éviter le krach à tout prix, donc de nourrir la bulle ?

La possibilité de la bulle est inscrite dans l'institution même de la liquidité. L'actionnaire institutionnel de marché financier ne se satisfait pas de toucher des dividendes. Il recherche surtout la pleine liquidité de ses placements, c'est-à-dire la possibilité de réaliser des plus-values boursières et donc de réviser ses choix à tout moment et se défaire de tels ou tels titres. Il lui faut des marchés financiers larges où des transactions traduisant une réévaluation des titres et une recomposition des portefeuilles peuvent se faire à volonté. Mais de tels marchés vivent une vie en partie « autonome », dont la marque est la formation de prix des actions sur la base des « conventions » très particulières étudiées par Orléan. De ce fait, ils sont le lieu de formation d'un capital fictif de très grande dimension, dont la capitalisation boursière donne une approximation. Le caractère fictif du patrimoine financier est celui que traduisent les expressions utilisées par les hebdomadaires économiques, du genre « *depuis le mois de mars 2000, les ménages américains ont déjà vu deux mille milliards de dollars disparaître de leur*

²⁹ Voir les estimations de Gérard Duménil et de Dominique Lévy, *op.cit.*, pages 174 et suivantes.

³⁰ « America's economy : Slowing down, to what ? », *op.cit.*

³¹ Voir « Shares without the other bit », *The Economist*, 20 novembre 1999, page 111.

³² Lordon, *op.cit.* page 80.

patrimoine »³³. Seul un patrimoine qui n'a jamais existé que de façon virtuelle, du fait de cette institution très particulière qu'est le marché secondaire de titres, peut « disparaître » ainsi.

Marx est le seul « grand économiste » au sens donné par Schumpeter (un économiste qui propose une interprétation globale du capitalisme) à avoir donné une place dans son analyse à un tel « capital ». Il en identifie trois formes à son époque, les actions, les titres de la dette publique et le crédit, très exactement ce que Suzanne de Brunhoff nomme « le crédit du banquier »³⁴. En ce qui concerne les actions qui nous intéressent tout particulièrement, Marx écrit que : « *les titres établissent seulement des droits sur une fraction de la plus-value qu'il va s'approprier. Mais ces titres se transforment eux aussi en duplicata du capital réel, en chiffons de papier, comme si un certificat de chargement pouvait avoir une valeur à côté du chargement, et en même temps que lui. Ils se transforment en représentants nominaux de capitaux qui n'existent pas (...) en tant que duplicata, négociables eux-mêmes comme marchandises et circulant donc comme valeurs-capital, leur valeur est fictive : elle peut augmenter ou diminuer tout à fait indépendamment du mouvement de valeur du capital réel, sur lesquels leurs détenteurs ont un droit* »³⁵.

Il s'agirait pour les marxistes de donner à cette notion son plein développement. Un « patrimoine » ou un « capital » constitué de titres est un capital fictif. Il est composé de créances, c'est-à-dire de promesses sur l'activité productive future, qui sont ensuite négociées sur un marché très particulier qui en fixe le « prix » selon des mécanismes et des conventions très spéciaux. L'essence même du capital fictif en rend son évaluation difficile et fluctuante. Force est de recourir aux indicateurs qui donnent une idée du poids des marchés et des actifs financiers dans l'économie des Etats-Unis, et dont la liste est longue, en sachant leurs limites intrinsèques. Ces indicateurs sont l'expression simultanément d'une véritable puissance économique et d'une « bulle », d'une accumulation de capital purement fictif. Voyons quelques exemples. Le montant des actifs nominaux détenus par les investisseurs institutionnels est un indicateur souvent employé. Ceux des fonds de pension américains sont passés de 2533 milliards de dollars en 1990 à 7162 milliards en 1998 et ceux des Mutual Funds de 1155 milliards de dollars en 1990 à 5088 milliards en 1998³⁶. Comme le montant des actifs est calculé selon leur prix de marché, il n'est pas indépendant de la croissance de la capitalisation boursière. Dans le cas du marché principal (NYSE), la courbe de la capitalisation boursière a suivi une croissance exponentielle, mais régulière. Elle passe de 4,500 milliards de dollars en 1994 à de plus de 12 mille milliards début 2000. En revanche, dans le cas du NASDAQ, on a vu, à partir de la fin 1998, une fois passée la frayeur des retombées de la crise russe à Wall Street et les craintes d'une grave crise au Brésil, un vrai emballement de la spéculation, qui s'est traduit par une envolée de la capitalisation nominale. Elle était de mille milliards en 1994, de 2,500 milliards fin 1998, mais de plus de 5 000 milliards début 2000, avant que la dégringolade ne commence. Le volume des échanges quotidiens est un autre indicateur du montant de capital fictif qui a pu se former. Au NYSE on

³³ « America's economy : Slowing down, to what ? », *The Economist*, 9 décembre 2000, page 97.

³⁴ Suzanne de Brunhoff, *La monnaie chez Marx*, Editions Sociales, Paris, 1967, pages 138 et suivantes où l'on trouve une présentation de la théorie de capital fictif dont nous souhaiterions une réactualisation par l'auteur. La grande actualité de la théorie du capital fictif de Marx est également reconnu par Robert Guttman.

³⁵ Marx, *Le Capital*, livre III, chapitre XXX. Voir aussi le chapitre XXIX.

³⁶ OCDE, *Investisseurs institutionnels, annuaire statistique 2000*, Paris, 2000, tableaux S3 et S4.

est passé de 250 millions de dollars en 1994 à plus de un milliard en 2000. Sur le NASDAQ, on passe de 250 millions de dollars également en 1994 à 1,7 milliard en 2000³⁷.

Qu'il s'agisse de la capitalisation boursière ou du flux de revenus auxquels les créances donnent droit, on est face à une situation où la valeur du « capital » qu'un gestionnaire de fonds croit gérer et qu'un ménage pense posséder, est totalement subordonnée à la « santé » du marché boursier. Celle-ci dépend à son tour de l'état de l'économie. Pour que les cours résistent les entreprises cotées ne doivent bien entendu pas faire faillite. Elles ne doivent même pas être dans l'incapacité de payer les dividendes du montant qu'elles ont annoncé. Revenons aux expressions relatives à la « *disparition du patrimoine* » en cas de chute des cours. Cette disparition est évidemment fâcheuse pour les intéressés. Elle ne se transforme en problème économique que si elle prend une ampleur importante et se fait dans de telles conditions que la destruction des actifs fictifs devient capable de déclencher une récession. A son époque Marx notait ainsi : « *A moins que cette dépréciation (du cours des titres) ne se traduise par un arrêt réel de la production et du trafic par canaux et voies ferrées, ou par l'abandon d'entreprises déjà en chantier ou par la dilapidation de capital dans des affaires positivement sans valeur, l'éclatement de ces bulles de savon gonflées de capital-argent nominal ne rendra pas la nation plus pauvre d'un liard* ». ³⁸ C'est dans un chapitre sur « les composantes du capital bancaire » que Marx examine cette question, car la détention de titres par les banques et l'imbrication étroite entre crédit bancaire et Bourse lui paraît être un important canal de propagation entre la destruction de capital fictif et le recul ou l'effondrement de l'activité économique. Les mécanismes de propagation passant par les banques font aujourd'hui l'objet d'une sollicitude particulière³⁹. Plus les banques auront prêté à des entreprises ou des particuliers dont des titres ont chuté, ou qu'elles auront elles-mêmes des titres qui baissent dans leurs propres portefeuilles, plus elles seront enclines à revoir tous leurs prêts et à resserrer le crédit (c'est le « credit crunch »).

De quelle substance le très long boom du marché des actions s'est-il nourri ?

La chute du NASDAQ qui a perdu, à la mi-mars 2001, plus de 63% de sa valeur par rapport à son sommet un an plus tôt, comporte-t-elle une « *disparition de patrimoine* » d'une ampleur telle que ces mécanismes de propagation sont enclenchés ? Il est difficile de le dire au regard de la capacité de résistance dont le marché principal au NYSE a fait au cours des dernières années. L'hypothèse de Frédéric Lordon quant au caractère « structurel » de la bulle reste donc d'actualité. En tout état de cause, il faut pouvoir expliquer la longueur du boom boursier. Les réponses qu'il propose -- passage au « total return » et capacité des investisseurs de se regrouper autour de conventions irréalistes mais qui emportent la conviction de la majorité -- ne me satisfont pas parce qu'elles font la part trop belle à « l'autonomie de la finance ». Il me semble indispensable d'en renforcer les bases en montrant que cette affirmation accentuée du « pouvoir de la finance » repose quand même sur des fondements réels. Les mécanismes de l'auto-réalisation des paris financiers haussiers auraient été incapables à eux seuls d'entretenir des mouvements de hausse d'une telle ampleur. D'autres facteurs y ont contribué de façon déterminante, dont l'importance est décisive dès qu'on s'interroge sur les conditions de la croissance dans des pays ne possédant pas les atouts qui ont permis aux Etats-Unis

³⁷ Ces chiffres sont tirés des tableaux publiés par The Economist, 17 juin 2000, page 87.

³⁸ Marx, Capital, livre III, chapitre XXIX. La traduction des Editions Sociales a été légèrement rétablie à l'aide de l'anglais.

³⁹ Voir par exemple, Michel Aglietta, Défaillances des marchés financiers et risques systémiques, *Revue d'économie financière*, n°36, été 1996.

d'alimenter une bulle boursière sur de nombreuses années. Il faut également expliquer la substance économique des plus-values boursières, leur trouver un répondant hors du champ clos du marché de titres.

Hormis les représentations fétichisées de la finance, le capital fictif engagé dans la Bourse n'a pas la propriété de créer de nouvelles richesses, de la valeur. Pour que la bulle financière puisse acquérir une « permanence », il faut qu'on assiste à une extension sous différentes formes des ponctions parasitaires de la finance sur l'économie réelle. La position de Lordon pose problème lorsqu'il écrit que « *la nécessité (de passer en total return) est si forte qu'elle emporte la collectivité des investisseurs, qui se donne raison à elle-même d'exiger de tels niveaux de rentabilité ... alors même que l'économie réelle est incapable de les soutenir véritablement* »⁴⁰. L'économie réelle des Etats-Unis prise isolément en est certes incapable, mais lorsqu'un ensemble de pays apportent ce « soutien » à la bulle, au travers d'une configuration très variée de mécanismes de centralisation de fractions de valeur et de plus-value vers Wall Street et le NASDAQ, alors les limites de la capacité de l'économie réelle à nourrir le mouvement haussier peuvent être repoussées. De façon plus générale, il faut pouvoir expliquer comment l'incapacité identifiée par Lordon, qui finira effectivement par se manifester déclenchant un vrai krach, a pu être « masquée » pendant la moitié d'une décennie (c'est qui est déjà en économie une moyenne période), permettant aux mythes de la « *nouvelle économie* » et de « *la sortie de crise enfin trouvée* » de s'enraciner aussi fortement qu'ils ne l'ont fait. Avant que les conventions haussières que les intervenants sur les marchés financiers établissent entre eux puissent se « réaliser » et que le « vertige » dont Marx parle dans le texte cité plus haut, ne prenne vraiment corps, il a fallu qu'il y ait eu formation, et même construction consciente, de mécanismes, endogènes et exogènes qui viennent soutenir le marché financier, en l'alimentant en argent frais, mais aussi en lui prêtant main forte par d'autres voies.

La capitalisation boursière élevée a d'abord bénéficié d'un processus cumulatif endogène. Les décisions collectives de la « communauté des investisseurs », l'auto-référentiel étudié par André Orléan ont évidemment agi dans ce sens. La hausse des cours a été soutenue par leurs conventions relatives au marché. Mais celles-ci sont néanmoins liées à des perceptions dont la source est, jusqu'à un certain point, dans l'économie réelle. La hausse des cours a reposé pour une part, sur le réinvestissement sous forme de titres d'une fraction, sans doute élevée, des dividendes par les détenteurs de titres, qu'ils soient des institutions financières, des entreprises ou des ménages. On sait que ces derniers consacrent une partie seulement de leurs revenus d'origine financière à la consommation, l'autre fraction étant immédiatement replacée en titres ou en parts de Mutual Funds. Les ménages ont d'autant plus d'incitation à agir de la sorte que leur portefeuille leur sert de caution bancaire (*collateral*) pour l'obtention de crédits immobiliers ou de crédit à la consommation de biens durables. De leur côté, les entreprises cotées ont été amenées à se porter fortement acquéreurs de leurs propres titres à la fois pour soutenir leur niveau boursier et pour contrer les OPA, mais aussi pour se servir des titres pour les rémunérations en stock-options⁴¹. Ce faisant ils alimentent ou soutiennent le marché (comme en fin octobre 1997 au moment du krach de Hong-Kong) et simultanément, ils modifient le rapport entre l'offre et la demande de titres. Cela est vrai pour l'un des modes de financement des fusions-acquisitions. Depuis quelques années, celles-ci se font très largement

⁴⁰ Lordon, *op.cit.* page 80.

⁴¹ Pour des données sur ce point, on consultera le chapitre de Dominique Plihon (page 29-30) dans Appel des économistes pour sortir de la pensée unique, *Les pièges de la finance mondiale*, Syros, 2000. Voir « Shares without the other bit », *The Economist*, 20 novembre 1999, page 111.

par échange d'actions et se soldent souvent par des retraits nets de titres. Sur le NYSE, l'offre de titres s'est donc sensiblement contractée, alors que la demande n'a fait qu'augmenter. Façon de rappeler que la formation d'une masse très élevée de capital fictif sur les marchés boursiers a bénéficié de l'appui d'une autre des trois grandes formes du capital fictif, c'est-à-dire le crédit.

Il faut en venir aux facteurs exogènes au marché *stricto sensu*, qui ont permis à la bulle de se créer. Il est douteux d'abord, que les Etats-Unis aient pu connaître un mouvement haussier « permanent » sans l'intervention de la Fed et la très forte création de crédit que celle-ci a suscité à certains moments précis et permise de façon tacite tout au long de la décennie. Ce sont là des éléments auxquels se sont adossées de plus en plus clairement les conventions haussières. Les commentateurs les plus acérés de la politique monétaire américaine, qui sont aussi des sceptiques quant à la réalité de la « nouvelle économie », ont souligné depuis plusieurs années à quel point à partir de 1992, la reprise, puis l'expansion cyclique ont été facilitées, sinon impulsées, par une expansion très rapide du crédit et des moyens monétaires au sens large (M3)⁴². Ceux-ci augmentent de plus de 5% en moyenne de 1995 à 1997, puis de 9% en moyenne en 1998 et 1999. Au moment où il y a menace de krach en septembre-octobre 1998, le taux d'expansion atteint 12%. Influencés par ses travaux sur la France et sur l'Union européenne, Frédéric Lordon perçoit une « *dégradation des conditions d'exercice du pouvoir symbolique du banquier central* » comme faisant partie intégrante du régime d'accumulation à dominante financière. Dans le cas de la Fed et d'Alan Greenspan, c'est plutôt de modifications des conditions d'exercice qu'il faut parler, car après un court temps de retard ceux-ci ont largement contribué à la formation du contexte qui a permis aux investisseurs de fonctionner en *total return*. Si l'on considère le laxisme monétaire de la Fed, son empressement à se porter au secours des marchés en cas de crise, force est de dire que la Fed a pris acte de la « *position de domination structurale* » que la finance a acquise, en raison notamment de sa main mise sur une partie importante du système des retraites. C'est en faveur des fonds de pension que le « *pouvoir symbolique du banquier central* » s'est exercé, en défense du niveau des cours boursiers que la « magie » de son verbe, mais aussi son intervention énergique ont opéré. Il suffit de se référer à l'effet combiné à l'automne 1998, de la très forte baisse (75 points de base) des taux d'intérêt de base et du sauvetage de LTCM obtenu en imposant aux prêteurs -- très grandes banques, banques d'investissement, mais aussi banques de dépôt engagées dans le papier à très haut risque – un refinancement immédiat.

Le déficit extérieur américain, expression de l'assise mondiale du parasitisme financier

Puis il y a le rôle des relations économiques extérieures. Il est impossible de dissocier les performances macroéconomiques et boursières américaines de trois déficits ou déséquilibres étroitement interconnectés les uns aux autres⁴³ : un taux d'épargne négatif, un endettement privé très élevé des ménages, mais aussi des entreprises, et enfin un déficit de la balance extérieure courante qui s'est accru d'année en année pour atteindre des niveaux qu'aucun pays industriel n'a connus sur une période aussi longue. Ils désignent d'importants facteurs situés à l'extérieur du champ clos du marché de titres, qui contribuent à expliquer où les plus-values boursières ont pu trouver leur répondant, de quelle substance économique elles se sont nourries.

⁴² Voir notamment, Pascal Blanqué, « US Credit. Bubble.com », *Conjoncture*, Paris-Bas, avril 1999, ainsi que le « Survey of the World Economy : The Navigators », supplément à *The Economist*, 25 septembre 1999, page 30.

⁴³ Pour un résumé clair, voir encore « America's economy : Slowing down, to what ? », *op.cit.*

Le taux d'épargne négatif et l'endettement privé très élevé sont l'expression du rôle joué par l'extension artificielle de la demande intérieure. Ils sont indissociables du déficit extérieur, qui est une mesure de la contribution de « l'étranger », c'est-à-dire du reste du monde, à la formation de la bulle boursière « permanente ». L'aire géo-politico-économique qui sert de base aux résultats financiers des groupes cotés, ainsi qu'à la capacité des gestionnaires de fonds à passer au *total return*, est mondiale. La formation et la consolidation de la bulle boursière ont été contemporaines d'un bond dans le déficit de la balance courante qui est passée de 1,7% du PIB en 1997 à 4,5% en 2000⁴⁴. Celle-ci est financée par une forme très particulière d'endettement extérieur. La dette n'est plus principalement le fait du gouvernement Fédéral. Celui-ci a pu réduire son déficit de façon importante grâce aux programmes d'austérité, mais surtout à la haute conjoncture prolongée. Elle ne prend que très partiellement la forme d'IDE. L'endettement extérieur prend la forme de l'entrée de capitaux de placement financier qui affluent vers Wall Street pour profiter de la bulle. Ils proviennent d'investisseurs institutionnels et de groupes financiers et industriels non-américains, mais aussi des oligarques et des ploutocrates du monde entier, dont les marchés financiers américains attirent « l'épargne ». Les Etats-Unis ont été depuis dix ans le lieu préférentiel de fructification d'un « patrimoine », que celui-ci résulte de l'exploitation légale d'ouvriers et de paysans ou du blanchiment d'argent sale dans les places off-shore et autres paradis fiscaux situés à la périphérie des grands marchés financiers. En alimentant le marché boursier, ces capitaux ne font pas que le soutenir dans sa tendance haussière. Ils lui apportent une substance « réelle », dont l'origine est la plus value tirée de l'exploitation des salariés et des paysans pauvres dans les pays-source des flux de capital-argent. L'ampleur des flux de capitaux de placement vers Wall Street s'accroît à l'occasion des grandes crises financières et des récessions qui viennent frapper l'Asie et l'Amérique latine et qui font de Wall Street plus que jamais la place refuge des capitaux de placement de tous les possédants du monde.

Dans beaucoup de travaux sur la croissance américaine, il est fait grand cas du taux d'inflation, resté très bas après un boom aussi long. Ce taux bas, qui a contribué à la consolidation des conventions haussières, n'est pas dû seulement à l'amélioration de la productivité, ainsi que le voudraient les explications les plus complètement apologétiques du « miracle américain ». Il doit aussi être analysé en partant de la place unique des Etats-Unis dans le système de relations économiques inter-étatiques. De même que l'afflux externe continu de capitaux de placement a été l'un des facteurs sur lequel le mouvement haussier de Wall Street s'est arc-bouté, la position internationale unique des Etats-Unis fournit une partie de l'explication du faible taux d'inflation. D'un côté il y a ce que les syndicats américains nomment « *the maquiladora effect* », c'est-à-dire le recours constant que les grandes firmes ont eu soit au chantage à la délocalisation dans les zones franches du Mexique, soit très souvent à la délocalisation effective. Les salariés américains ont été mis en concurrence directe avec ceux des pays à bas salaires à un degré bien plus fort que cela n'a été le cas encore en Europe⁴⁵. De l'autre, on trouve l'effet déflation des prix de base, démultiplié par le taux de change de la monnaie souveraine. Lorsque le début de contagion mondiale de la crise asiatique a été jugulé et la récession contenue en Asie et s'est circonscrite à un ensemble de pays dépendants, les économies « occidentales » ont bénéficié de la baisse des prix de la majorité des matières premières, mais aussi de beaucoup de produits industriels standards. Les Etats-Unis n'ont pas été les seuls à bénéficier du malheur des pays asiatiques, latino-

⁴⁴ Voir « America's economy : Slowing down, to what ? », *The Economist*, *op.cit.*

⁴⁵ Voir le rapport présenté à la US Trade Deficit Review Commission, *The Impact of Capital Mobility on Workers, Wages and Union Organisation*, septembre 2000.

américains et africains. Les pays de l'Union européenne en ont également tiré partie. Mais les Etats-Unis ont pu utiliser en plus des moyens qui leur sont propres pour accroître sensiblement l'ampleur des mécanismes de contention externe de l'inflation. L'appréciation du taux de change du dollar a fortement joué dans ce sens, mais la dimension de la demande domestique pour des produits étrangers et l'absence de « contrainte de balance commerciale » ont permis aux importateurs américains de faire jouer les avantages de celui qui contrôlent l'accès au marché final. C'est ainsi qu'entre 1995 et 1999, les prix des importations a augmenté en moyenne de 0,4% par an en France (ce qui est historiquement très faible), mais ils ont baissé de 2,6% aux Etats-Unis⁴⁶.

Pour conclure

Les trois déficits interconnectés dessinent des enchaînements macroéconomiques qui sont sensiblement différents de ceux qui constitueraient le cycle vertueux auquel les travaux apologétiques veulent nous faire croire⁴⁷. Ils sont consubstantiels au « régime de croissance patrimonial » célébré par Michel Aglietta, tel qu'il a fonctionné dans le seul pays à avoir connu la croissance en régime d'accumulation à dominante financière. Plus haut quatre ingrédients de la croissance américaine ont été énumérés. Il est impossible d'aborder dans le cadre de ce chapitre, le quatrième. Il est pourtant tout aussi décisif que les précédents. S'il veut pouvoir compenser ou contrecarrer l'effet des ponctions du « corporate governance », un pays ou une Union doit disposer d'un ensemble de mécanismes, internes et externes, garantissant aux entreprises l'accès aux ressources en science et technologie (S&T) et en main d'œuvre qualifiée ou hautement qualifiée que leurs propres investissements ne vont pas leur assurer. Dans le cas des Etats-Unis, il faudrait parler à ce point de l'immense et continuelle flux d'étudiants et de chercheurs confirmés dont ils ont bénéficié tout au long de la décennie à un niveau encore plus fort qu'avant. Les pays périphériques, mais aussi des pays appartenant à la Triade, ont subi au profit des Etats-Unis une fuite des cerveaux, parallèle et sans doute d'une gravité encore supérieure, à la fuite des capitaux⁴⁸. Si la R-D du secteur des entreprises s'est bien portée de nouveau à partir de 1995, c'est pour une part un effet mécanique de la reprise cyclique⁴⁹ et pour une autre la conséquence du transfert progressif par les grands groupes européens, d'une partie de leurs capacités et de leurs dépenses de R-D aux Etats-Unis⁵⁰. La recherche médicale est adossée au Department of Health et aux National Health Institutes, qui sont l'une des sources principales des recherches dont émanent les start-up. Enfin, l'annonce d'une très forte relance de la R-D militaire dans le programme du « bouclier

⁴⁶ Chiffres cités par Olivier Davanne dans le rapport du Conseil d'analyse économique, *Nouvelle économie*, op.cit., page 62.

⁴⁷ Voir par exemple le passage suivant du rapport du Conseil d'analyse économique, où en ajoutant des bémols mineurs, l'étude fait sienne la position que : « la croissance génère des revenus, des opportunités d'investissement et des gains de productivité, qui se conjuguent pour créer un phénomène entretenu », op.cit., page 26.

⁴⁸ Pour des données chiffrées et des références, voir Bruce Kogut, *The Transatlantic Exchange of Ideas and Practices : National Institutions and Diffusion*, *Les Notes de l'IFRI*, n°26, Paris, 2000. Kogut parle de « comportement de prédation et de free riding » par rapport aux investissements de formation de capital humain du reste du monde (page 40).

⁴⁹ Voir D. Guellec et E. Ionadis, *Causes of fluctuations in R&D expenditures : a quantitative analysis*, *OECD Economic Review*, Paris, 1997

⁵⁰ La part des groupes étrangers dans le financement propre de R-D du secteur des entreprises est passé de 9% en 1987 à 15% en 1997, voir D. Dalton et al. *Globalising Industrial Research and Development*, US Department of Commerce, Washington, DC, 1999.

nucléaire »⁵¹, sert à rappeler que la « nouvelle économie » a émergé dans l'un des seuls Etats au monde, (le seul certainement en « Occident ») qui possède les pleins attributs de la souveraineté, et qui ne se gêne pas pour les utiliser chaque fois qu'il estime que ses intérêts vitaux doivent l'emporter sur les préceptes idéologiques qu'il impose aux autres.

⁵¹ Voir Claude Serfati, *La mondialisation armée : le déséquilibre de la terreur*, La Discorde, Textuel, Paris, 2001.