

La théorie du régime d'accumulation financiarisé :

contenu, portée et interrogations

IV. La croissance américaine de la fin des années 90 et sa position internationale unique

Par François Chesnais

Comment expliquer la croissance américaine de la seconde moitié des années 90 et surtout de la période qui va de la fin de 1998 au milieu de l'année 2000 ? Si on accepte l'approche de Michel Aglietta, elle semblerait apporter la preuve du caractère vertueux des enchaînements du régime patrimonial. Pour Frédéric Lordon, en revanche, elle a été seulement rendue possible par la formation d'une bulle boursière tout à fait exceptionnelle dans sa dimension comme dans sa durée. Cette interprétation me paraît juste. Mais à condition d'être insérée dans le cadre plus large des relations économiques et financières d'une économie mondiale soumise à la « mondialisation du capital », dans laquelle les tendances à l'homogénéisation sont allées de pair avec sa différenciation et sa hiérarchisation accrues.

C'est l'afflux permanent massif de capitaux de placement vers Wall Street qui a permis aux marchés boursiers américains (et par mimétisme les marchés boursiers européens), de rester si longtemps en état de lévitation. C'est un volume d'importation de marchandises affranchi des contraintes courantes de contrôle des déficits commerciaux qui a considérablement contribué à la croissance non-inflationniste. C'est pourquoi je pense que la croissance américaine n'annonce en aucune façon l'avènement d'un « régime patrimonial » viable et encore moins transférable internationalement. Cette croissance a été bâtie sur des relations systémiques internes, mais surtout internationales qu'aucun autre pays ou Union économique ne peut réunir. Elle a été la manifestation d'une conjoncture économique de moyenne période, spécifique à la puissance hégémonique de l'après-Guerre froide et de la mondialisation financière^[1].

1. La bulle financière comme condition de la croissance en « régime financiarisé »

L'hypothèse défendue par Lordon est que « *l'une des caractéristiques les plus profondes de la bulle* » est qu'elle 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* » (souligné par l'auteur). S'il en est ainsi, dit-il, « *c'est parce que la bulle puise les raisons de son prolongement indéfini dans le fait de répondre à une nécessité fonctionnelle de ce régime d'accumulation, et qu'elle offre une résolution, mais en forme de déséquilibre dynamique, à l'une de ses contradictions centrales* » (ici c'est moi qui souligne)^[2]. A ma connaissance, cette position a été peu discutée publiquement. Le Forum pourrait commencer à y remédier.

Commençons par une remarque liminaire. Je crois nécessaire de remplacer l'expression « *caractère permanent du régime d'accumulation financiarisé* » par celle de « *condition d'une croissance passagère, ouverte à un très petit nombre de pays (...) en régime financiarisé* ». Le krach boursier lent de New York, dont les épisodes successifs se sont déroulés sur plusieurs mois, sera peut-être contenu une nouvelle fois. Il pourrait aussi connaître une accélération notable par le biais d'effets en retour de l'effondrement de systèmes financiers ailleurs dans le monde, à commencer par les pays « à marchés émergents ». Mais il faudra sans doute plus qu'un krach pour balayer le régime financiarisé. Les crises financières à répétition de la décennie 1990 ont des causes spécifiquement financières. Mais elles sont également l'expression du fait que les contradictions fondamentales du capitalisme ont été aggravées et non pas contenues par le régime à dominante financière. La permanence de celles-ci va mettre en évidence son incapacité à satisfaire les attributs d'un régime d'accumulation tel que conçu par l'Ecole de la régulation. Cependant, à moins de déboucher sur une très grande crise,

possédant la force de détruire l'accumulation financière de fond en comble, d'effacer les créances et les titres et le pouvoir des créanciers au sens d'André Orléan, et de provoquer des bouleversements politiques radicaux, la chute des cours et la récession vont entraîner l'affaiblissement du capital porteur d'intérêt et des investisseurs financiers, mais peut-être pas leur ôter leur position nodale dans la configuration de l'accumulation. D'où mon choix de parler de « *condition d'une croissance passagère* », laissant ouverte la possibilité d'une nouvelle période conjoncturelle de croissance en régime financiarisé, tout au moins pour les Etats-Unis.

La thèse de Lordon est celle d'une fuite en avant de la Bourse dans le sens de la hausse, portée surtout par les mécanismes internes au marché. Selon lui, confrontés 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* », les marchés auraient été contraints « *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* » [3]. C'est ce qui expliquerait l'apparition en 1999, de 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 boursières [4]. Lordon paraît attribuer ce développement à la seule force de la « convention financière », puisqu'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* » [5]. En s'exprimant ainsi, Frédéric Lordon nous propose, peut-être sans en être tout à fait conscient, une version extrême de la théorie de « l'autonomie » de la finance, où celle-ci s'affranchit, se déconnecte, ne fût-ce que l'espace de quelques mois, de l'économie réelle. Les mécanismes auto-référentiels étudiés par André Orléan ont évidemment joué. La hausse des cours a été soutenue par des conventions internes à la « collectivité des investisseurs ». Mais la formation de ces conventions a néanmoins été liée, au moins au départ, à des perceptions dont la source a été, jusqu'à un certain point, dans l'économie réelle des Etats-Unis – à l'intérieur et du fait de certains rapports au reste du monde qui leur sont exclusifs.

La hausse des cours n'a pas été le pur résultat de « l'auto-référentiel » et de « l'auto-réalisation » des anticipations collectives. Elle a été aidée par des processus et des événements dont les marchés boursiers ont bénéficié, mais qui ont été « extérieurs » à eux. Elle a reposé d'abord 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 cours boursier et pour contrer les OPA, mais aussi pour pouvoir distribuer les stock-options [6]. Ce faisant ils ont à la fois alimenté le marché et modifié l'état du 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 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.

2. Le double déficit extérieur américain, condition de sa croissance

Le mouvement haussier a bénéficié d'autres facteurs importants encore, exogènes au marché *stricto sensu*, qui ont permis à la bulle de se créer et de se maintenir. 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 suscitée à certains moments précis et

autorisée 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, d'ailleurs 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) [7]. Ceux-ci se sont accrus de plus de 5% en moyenne de 1995 à 1997, puis de 9% 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 constater que la Fed a pris acte de la « *position de domination structurale* » que la finance a acquise. Elle a mis « *l'exercice du pouvoir symbolique du banquier central* » au service des marchés, mais elle n'y a pas renoncé. La politique monétaire de taux bancaire très faible crédit facile mis en œuvre depuis 2001 a confirmé qu'elle est le principal outil de politique anti-cyclique, aux côtés des variations dans le niveau des budgets militaires.

Ensuite, il y a le rôle, peut-être décisif, des relations économiques extérieures. Il est impossible de dissocier les performances macroéconomiques et boursières américaines des trois déficits ou déséquilibres étroitement interconnectés que seuls les Etats-Unis peuvent accumuler sans subir la « sanction des marchés » (et plutôt sous leurs applaudissements) [8] : un taux d'épargne négatif, un endettement privé très élevé pas seulement 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 connu 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.

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 a été contemporaine d'un bond dans le déficit de la balance courante qui est passée de 1,7% du PIB en 1997 à 4,5% en 2000 [9]. Celle-ci a donc été financée par ce qu'il faut définir comme une forme très particulière d'endettement extérieur, de dette étrangère.

A partir de 1997-98, la dette n'est plus comme auparavant le fait surtout 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 soutenir la ou les conventions haussière(s). Ils apportent au marché 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, qui explique ce qui serait autrement de l'ordre de la magie, à savoir la possibilité pour les gestionnaires des fonds d'honorer leurs engagements à l'aide de plus-values boursières, c'est-à-dire de profits internes au marché boursier. L'ampleur des flux de capitaux de placement vers Wall Street a fait un bond à l'occasion des grandes crises financières et des

récessions qui sont venues frapper l'Asie et l'Amérique latine et qui ont fait de Wall Street, plus que jamais, la place refuge des capitaux de placement de tous les possédants du monde.

Voyons maintenant un autre aspect capital des rapports privilégiés dont les Etats-Unis bénéficient. 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 faible taux d'inflation, qui a également 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 fortement 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. D'un côté il y a ce que les syndicats américains nomment " *the maquilladora 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 Europe [\[10\]](#). De l'autre, on trouve l'effet déflation des prix de base, démultiplié par un taux de change exprimant la préférence des opérateurs pour la détention du dollar. Lorsque le début de contagion mondiale de la crise asiatique a été jugulé et la récession contenue en Asie et s'est circonscrit aux « marchés émergents », les économies occidentales (celles de l'aire transatlantique) ont bénéficié de la baisse des prix de la majorité des matières premières, mais aussi de beaucoup de produits industriels standard.

Les Etats-Unis n'ont pas été les seuls à bénéficier du malheur des pays asiatiques, latino-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 contrôle l'accès au marché final. C'est ainsi qu'entre 1995 et 1999, les prix des importations ont 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-Unis [\[11\]](#).

3. Régime d'accumulation à dominante financière et mondialisation du capital

Les relations hégémoniques mondiales, construites autour de la finance et des rapports politiques et militaires issus de l'effondrement de l'ex-URSS, les guerres du Golfe et du Kosovo et maintenant de l'après 11 septembre, plutôt que de l'industrie ou même des activités de services non-financières, ont été des conditions déterminantes de la croissance des Etats-Unis. Les Etats-Unis ne sont pas pour autant « extérieurs » à l'économie mondiale, ni même en pure situation de domination. L'économie américaine subit en retour certaines des conséquences des relations construites avec la « périphérie de l'Empire », et peut-être affectée, à un moment donné, par les effets en retour sur elle de la libéralisation et de la déréglementation exigées des autres pays. C'est ce que les crises mexicaine et asiatiques ont annoncé.

Dire cela, c'est soulever une question théorique beaucoup plus vaste. Elle est l'une des plus difficiles. En se centrant sur le cas du régime financiarisé, cette question a trait à la nature des rapports entre les régimes d'accumulation d'un côté et de l'autre les processus de configuration et reconfiguration du marché mondial et d'internationalisation du capital. La définition de ces rapports me semble être, même du point de vue de l'Ecole de la régulation, plus cruciale encore aujourd'hui qu'à l'époque du régime fordiste. Sa complexité provient du fait que jusqu'à présent, et même dans le cas du régime financiarisé, ce sont l'Etat-nation et son économie qui ont été le cadre politico-institutionnel de l'émergence et des phases de consolidation initiales d'un nouveau régime. L'extension ou la « diffusion » internationale de tout nouveau régime a supposé, et suppose toujours, des processus de greffe, dont la réussite n'est pas donnée d'avance, des rapports et institutions qui le constituent, avec les éléments constitutifs originaux des différentes formations sociales nationales ailleurs dans le monde. Les pays « centraux », situés au cœur du capitalisme mondial et des formes d'impérialisme dont il est porteur, sont

invariablement ceux qui donnent naissance à un nouveau régime et qui cherchent à le projeter mondialement. Ils ne restent pas pour autant extérieure à des processus qui les englobent et qui finissent pas se présenter à eux également comme des éléments « objectifs » extraordinairement contraignants. Dans le cas du régime financiarisé, la théorie de la finance, comprise comme force « autonome » construite sur l'institution de la liquidité, possède ici une fois encore toute son importance. Les marchés financiers qui fondent la liquidité sont très largement une création des Etats-Unis, qui les ont projeté ensuite mondialement. Après avoir tenté de s'abstraire des périls associés à la liquidité, ils y sont aujourd'hui confrontés directement.

Dans le cas du fordisme, le processus de diffusion du régime dominant s'est fait, en raison du legs historique de la grande crise mondiale et des destructions massives de la Seconde guerre mondiale, dans un contexte extrêmement favorable. Celui d'un champ d'accumulation productive immense. Celui d'une faiblesse, voire l'inexistence du capital de placement financier. Celui enfin de l'existence d'économies encore assez ou très fortement auto-centrées, modérément, voire faiblement ouvertes en matière d'échanges commerciaux, plus fermées encore pour les IDE comme pour les mouvements de capitaux. Tout cela a permis à l'Ecole de la régulation de régler la question de la relation des différents pays à l'économie mondiale en termes d'une « *adhésion au régime international* » (au sujet duquel il n'y a vraiment pas eu beaucoup de travaux régulationnistes), qui postulait une grande ou assez grande marge de choix dans les « *modalités d'adhésion* ». C'était là une façon commode de régler (au fond en l'évacuant) la question théorique définie plus haut, dont Charles-Albert Michalet a été, dans les années 1970-1980, l'un des seuls à s'étonner.

Cette solution facile n'est pas transposable au régime financiarisé. Le fait que les politiques de libéralisation, de déréglementation et de privatisation dans le triple domaine des mouvements de capitaux financiers, des IDE et des échanges de marchandises et de services, ont joué un rôle institutionnel fondateur, à la fois pour la phase nouvelle de la mondialisation (celle de la mondialisation du capital ou de la « globalisation »), et pour le régime d'accumulation financiarisé interdit de recourir au postulat des marges de liberté dans « l'adhésion ». « L'adhésion » au régime financiarisé n'a jamais été, et est moins que jamais, une adhésion libre. Il concerne des économies qui étaient déjà très ouvertes à la fin du fordisme sur le plan des échanges et même des IDE, et qui ont été engagées dans un processus de libéralisation et de déréglementation qui a laissé à un très petit nombre de pays – au mieux – la moindre marge de manœuvre pour négocier les termes de leur adhésion.

Telle que je comprends la question que j'ai soulevée dans cette section, le régime d'accumulation à dominante financière a un rapport avec la « globalisation », entendue comme la mondialisation du capital, que je cherche à définir de la façon suivante. Le régime financiarisé est une « production » des pays capitalistes avancés, très précisément de ceux, les Etats-Unis et le Royaume-Uni en tête, où la finance 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 mondiale. Comme j'ai fini par le comprendre et l'énoncer, c'est uniquement aux Etats-Unis que le régime d'accumulation à dominante financière s'est implanté pleinement et a affirmé tous ses traits. C'est un point sur lequel j'ai manqué d'un degré suffisant de précision, de sorte que c'était sans doute à moi que Frédéric Lordon s'adressait lorsqu'il mettait en garde contre les « *caractérisations uniformisantes qui voudraient conclure trop rapidement à l'établissement d'un régime d'accumulation financiarisé, identiquement valable pour toutes les économies* » [\[12\]](#).

Comment expliciter la relation de façon plus juste ? Peut-être en disant que son enracinement systémique complet dans un très petit nombre et peut-être même dans un seul pays, les Etats-Unis, ne lui interdit pas d'être mondialisé, dans le sens où son bon fonctionnement exige pour ce ou ces pays, au point de conditionner l'existence de ce régime, 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. D'où l'importance cardinale, pas seulement pour l'implantation du régime financiarisé, mais aussi pour son fonctionnement aux Etats-Unis, du processus de construction institutionnelle internationale. Mené par les Etats-Unis, en se servant du G7, du

FMI, de la Banque Mondiale (ceux qui ont élaboré et imposé le “ consensus de Washington ” qui n’était que le leur) et plus tard de l’OMC, cette construction institutionnelle a rendu « l’adhésion » des pays obligatoire, *de facto* comme *de jure*. Les politiques d’ajustement structurel ont fait le reste, réduisant à sa plus simple expression la marge de choix des pays quant aux formes de leur « insertion internationale » et plaçant ceux-ci dans une dépendance toujours plus étroite à l’égard des choix de localisation des FMN [13]. En Europe, le « nouvel ordre économique mondial » a été formalisé et rendu particulièrement contraignant par le Traité de Maastricht.

La « mondialisation financière » a, de son côté, 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 » du FMI 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 encore plus étroite que par le passé 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 maintenant de la « zone de libre échange des Amériques », et à un niveau mondial avec celle de l’OMC. Il y a eu échec dans le cas de l’AMI, mais celui-ci risque d’être 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 sur celles en voie de négociation sur 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 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. 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 rapports 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 le projet d’implanter le nouveau régime à domicile, mais où ils préparent surtout, consciemment ou inconsciemment et avec des mixes divers d’enthousiasme, de résignation et de réticence, leur intégration dans un ensemble transatlantique, ont 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 peut notamment tirer partie de l’afflux permanent de capital de placement financier venant du reste du monde.

4. Quelques hypothèses sur les mécanismes de rétroaction de crise vers les Etats-Unis

Il est interdit pourtant aux Etats-Unis de rester indéfiniment « hors la crise » pour employer la formule lancée par Vassili Andreff dans les années 1980 à propos des FMN. Affirmer cela, c’est

ouvrir un chantier immense qui va au-delà des limites de cette contribution. Bornons-nous à la formulation de quelques hypothèses. Les premières sont d'un pur « classicisme » marxiste. La masse totale de valeur créée ne repose pas sur le seul taux de plus-value, mais dépend autant et plus du volume du capital mis en mouvement dans la production de valeur et de plus-value. Or, en raison des formes particulières de l'accumulation en régime financiarisé (voir plus haut I, 2) ce volume décline tendanciellement. La centralisation et l'appropriation de la valeur et de la plus-value l'emportent sur leur création. Si paradoxale que cela puisse paraître, l'investissement insuffisant a comme corollaire la surproduction. Elle est désormais rampante de façon permanente, de sorte qu'elle se mue en surproduction ouverte au moment de chaque grand choc financier systémique[14]. Les licenciements massifs aux Etats-Unis sont la reconnaissance par les groupes américains, comme par les grandes filiales étrangères (qui sont en fait, des groupes très importants en elles-mêmes), du fait qu'aujourd'hui ils ne peuvent plus transformer les tendances déflationnistes en atouts et qu'ils sont contraints de les affronter eux-mêmes. Même en prenant appui sur les relations économiques uniques analysées plus haut, la fuite en avant dans le « total return » ne peut pas se poursuivre indéfiniment. Les groupes sont obligés à un moment donné, d'annoncer que la somme de leurs profits industriels et de leurs « profits d'opérations financières » commencent à baisser et que les attentes des investisseurs seront déçues.

C'est à ce point qu'entrent en jeu les mécanismes de contagion internationale de crise par les Bourses. Ils sont la conséquence du caractère hautement hiérarchisé des marchés de titres. On en a déjà constaté une expression dans les crises financières mexicaines et asiatiques. A leur propos j'ai suggéré que « *la liquidité n'a pas la même valeur d'engagement, la même force à Bangkok qu'à New York* » au marché principal (le NYSE)[15]. Un travail sur ces crises, ensemble avec la lecture attentive du livre d'Orléan m'ont convaincu que la défense de la liquidité ne se pose pas de la même manière selon qu'il s'agit de Wall Street ou d'un marché financier « émergent ». Tant la conviction de la nécessité de l'engagement « endogène » de la part des investisseurs[16] que la force des garanties exogènes (le rôle de la Banque centrale) y diffèrent radicalement, les deux aspects étant bien entendu liés. L'expérience a montré, qu'il s'agisse du Mexique ou des pays d'Asie du Sud-Est, que les investisseurs institutionnels nationaux ou étrangers, *Hedge Funds* ou fonds plus « respectables », n'ont pas fait preuve du moindre engagement « endogène » à l'égard des marchés de ces pays et qu'ils n'ont pas eu la plus petite hésitation à s'en retirer.

Les années 1999-2001 ont apporté maintenant la preuve d'un second mécanisme « pervers » de la hiérarchisation financière et boursière. Il tient à la manière dont toutes les autres Bourses que New York, se sont montrées incapables de permettre la formation « endogène » de conventions fortes entre investisseurs, notamment celles qu'André Orléan nomme les « conventions d'interprétation ». Seules de telles conventions permettraient de bloquer les mécanismes de contagion de baisse boursière. Les intervenants dans toutes les autres Bourses, soit s'alignent purement et simplement sur les conventions américaines, soit s'en servent comme fondement pour leur fragiles conventions propres, qui sont dénuées d'une véritable autonomie. Toute chute des cours à Wall Street provoque ainsi immédiatement des chutes en cascade ailleurs. Leur impact sur les anticipations et les décisions de consommation et d'investissement dans les pays où ils se produisent, alourdit encore la conjoncture mondiale morose. L'effet en retour sur les Etats-Unis enclenche alors des processus cumulatifs. Toutes les tensions nées de la mondialisation finissent ainsi par se concentrer sur les Etats-Unis, et en premier lieu sur Wall Street.

J'espère avoir fourni dans ce travail une synthèse des positions relatives au régime d'accumulation financiarisé ou à dominante financière, en montrant aussi bien les problèmes que les potentialités que recèle la théorie de ce régime. Je pense avoir montré que les ingrédients essentiels de cette théorie existent et qu'il faut maintenant que d'autres chercheurs viennent enrichir et développer cette construction.

Le régime financiarisé présente des bouclages et des processus cumulatifs spécifiques exhibant des traits systémiques tout à fait originaux. Il n'est pas certain pour autant que cet ensemble d'éléments nous mettent en présence d'un régime d'accumulation viable, doté d'une certaine stabilité et susceptible de s'enraciner hors des, ou même du, pays où ce régime a

émergé. Il est possible, sinon probable, qu'il va prochainement connaître une crise dont l'épicentre sera situé aux Etats-Unis. Les conséquences politiques mondiales en seront sans doute graves. Si on me permet de m'exprimer un instant en termes régulationnistes, la question qui demeure est celle du degré de gravité des soubresauts qu'il faudrait connaître pour que l'hypothèse de la « réversibilité » de la mondialisation financière se concrétise et que la voie s'ouvre pour la construction, socialement maîtrisée, d'un régime d'accumulation bien différent de celui à dominante financière.

[1] Toute cette partie de mon argumentation se trouve dans une forme plus développée dans mon chapitre « La 'nouvelle économie' : une conjoncture propre à la puissance hégémonique américaine », dans François Chesnais, Gérard Duménil, Dominique Lévy, Emmanuel Wallerstein, *Une nouvelle phase du capitalisme ?*, Collection Séminaire marxiste, Syllepse, Paris, 2001.

[2] *Fonds de pension*, op. cit., page 80.

[3] Lordon, op.cit. page 80.

[4] Voir "Shares without the other bit", *The Economist*, 20 novembre 1999, page 111.

[5] Lordon, op.cit. page 80.

[6] 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.

[7] 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.

[8] Pour un résumé clair, voir encore "America's economy : Slowing down, to what ?", op.cit.

[9] Voir "America's economy : Slowing down, to what ?", *The Economist*, op.cit.

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

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

[12] F. Lordon, « Le nouvel agenda de la politique économique en régime d'accumulation financiarisé », dans G. Duménil et D. Lévy, op. cit.

[13] C'est le thème du livre très mélancolique 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 international. Dans le nouveau régime, ce sont l'IDE et les FMN qui déterminent les modalités de participation des pays aux échanges.

[14] Soulignons au passage que ces chocs systémiques prennent, comme en 1997-1998 lors de la contagion des crises financières de la Thaïlande, de l'Indonésie et des autres pays d'Asie vers la Corée et le Japon, le caractère de crises « totales » au sens d'englober dans un même l'effondrement de la monnaie, de la Bourse et du système bancaire avec un « crédit crunch » immédiat et ravageur.

[15] Voir ma réflexion sur le Pouvoir de la Finance, dans *l'Année de la régulation*, 2000.

[16] La liquidité dit Orléan, " repose sur l'engagement tacite de la communauté financière à prendre en charge la totalité du capital. (...) Chacun ne peut se sentir libre d'acheter ou de vendre les titres que parce qu'il sait qu'en fin de compte le marché absorbera tous les titres émis. (...) cet engagement est d'une nature tout à fait singulière puisque personne en particulier n'est réellement engagé. (Il) n'en est pas moins réel et contraignant au sens où les investisseurs, en tant que groupe, sont absolument tenus par cet engagement. C'est ce que révèlent puissamment les crises. Il y a une crise précisément parce que le marché refuse de faire face à cet engagement ", op. cit. page 136.