

Forum de la régulation , Paris, 11-12 octobre 2001

## **La théorie du régime d'accumulation financiarisé : contenu, portée et interrogations**

François Chesnais \*

### **I. Introduction**

1. **Les étapes dans la recherche autour du régime financiarisé**
2. **Serait-il impropre d'accoler le qualificatif « financierisé » au terme « accumulation » ?**
3. **Les théories de « l'autonomie de la finance » et du « capital-fictif »**
4. **Régimes d'accumulation et phases de « dépassement des contradictions immanentes »**
5. **Le « régime d'accumulation financiarisé » assure-t-il un « dépassement passager » ? Satisfait-il les critères posés par la théorie de la régulation ?**

### **II. Les présentations du régime financiarisé : rapprochements et divergences**

1. **La nature de « l'épargne concentrée » et la réalité du compromis social « fondateur »**
2. **Les positions relatives aux cohérences et au sens des enchaînements**
3. **Un résumé des tendances lourdes**

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

1. **La bulle financière comme condition de la croissance en « régime financiarisé »**
2. **Le double déficit extérieur américain, condition de sa croissance**
4. **Régime d'accumulation à dominante financière et mondialisation du capital**
4. **Quelques hypothèses sur les mécanismes de rétroaction de crise vers les Etats-Unis**

---

\* Université de Paris -Nord, Villetaneuse, ([chesnaisf@aol.com](mailto:chesnaisf@aol.com)).

## La théorie du régime d'accumulation financiarisé : contenu, portée et interrogations

François Chesnais

*Dans ce texte, sont défendues les positions suivantes :*

*1. La notion de régime d'accumulation – en y incluant les constructions institutionnelles qui en sont une dimension essentielle – peut être rapprochée d'une idée marxienne : celle de dépassement passager des limites immanentes du mode de production capitaliste. Le régime fordiste a comporté la réunion de conditions qui ont assuré passagèrement un tel dépassement. Celui-ci a été temporaire, mais néanmoins d'une certaine durée. Le régime fordiste est né de rapports politiques qui ont été imposés au capital et pas choisis par lui. Il a bénéficié aussi des effets de conditions historiques « exogènes » particulièrement favorables à l'accumulation. On y reconnaît néanmoins une dimension de construction délibérée d'institutions et de rapports destinés à tenter de contenir les conflits et contradictions inhérentes au capitalisme. Tout régime d'accumulation qui postulerait à la succession du régime fordiste, doit être capable de passer le test d'une comparaison avec celui-ci, quant à la solidité des compromis sociaux et politiques fondateurs.*

*2. Depuis 1979-1980, on a vu la réapparition, après une éclipse d'une soixantaine d'année, d'un capital de placement financier hautement concentré. Les deux dernières décennies ont également vu la résurgence, puis le plein épanouissement de marchés financiers qui garantit à ce capital les privilèges particuliers et le pouvoir économique et social considérable associés à la « liquidité ». Au nombre des foyers de centralisation financière ayant préparé cette résurgence, on trouve les systèmes de retraites privés par capitalisation financière dont l'essor date de la fin de la Seconde guerre mondiale dans les pays anglo-saxons et au Japon. Ces transformations qualitatives dans l'accumulation financière se sont faites dans un contexte de changements majeurs dans l'étendue et le contenu de l'internationalisation du capital comme dans l'étendue de la domination marchande. . Seules les politiques de libéralisation menées par les pays du G7 leur ont permis d'avoir l'extension qu'on leur connaît.*

*3. A partir du milieu des années 1980, le capital de placement financier a acquis des positions lui permettant de peser très fortement sur le niveau et l'orientation de l'investissement comme sur la configuration de la répartition du revenu. Ceci a conduit certains chercheurs – qui restent en petit nombre – à avancer l'hypothèse que le régime d'accumulation, potentiellement « successeur » du régime « fordiste », serait un régime ordonné autour de rapports dont la source se trouverait moins dans la sphère de la production que dans celle de la finance. Ce serait un « régime d'accumulation à dominante financière » ou encore un « régime d'accumulation financiarisé ». Michel Aglietta a franchi un pas de plus, en annonçant la formation aux Etats-Unis d'un « régime de croissance patrimonial » qui préfigurerait « le capitalisme de demain ». Les formulations proposées comportent certaines convergences et complémentarités, mais aussi sur certains points clefs des différences fortes.*

*4. A la lumière de l'examen des formulations théoriques de ces chercheurs comme du cours de l'histoire économique et sociale de la dernière décennie, il se confirme que le capital qui se valorise sous forme de placement financier et qui vit en partage du profit d'entreprise, se présente comme la fraction dominante du capital, celle qui est en position de commander*

*les formes et le rythme de l'accumulation. La montée en puissance de ce capital s'est accompagnée de la formation de configurations systémiques nouvelles et d'enchaînements macro-économiques et macro-sociaux inédits, au cœur desquels on trouve les marchés financiers et le nouvel actionnariat. Ceci ne permet pas d'affirmer pour autant qu'on se trouve en présence d'un régime d'accumulation au sens plein du terme, c'est-à-dire d'institutions et de rapports ayant la capacité de contenir les conflits et contradictions inhérentes au capitalisme sur une certaine durée.*

*5. Même s'il est possible d'identifier des bouclages et des processus cumulatifs nouveaux exhibant des traits systémiques, 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. Ce scepticisme sur la viabilité, et donc sur la légitimité d'une utilisation forte de la notion de régime d'accumulation, se fonde tant sur la théorie de la Régulation dans sa version classique (Boyer, 1987) que sur la théorie marxiste de l'accumulation et des crises.*

*6. Depuis le moment (vers 1995-97) où les éléments permettant de commencer à faire la théorie de l'émergence d'un régime d'accumulation à dominante financière ont été réunis pleinement et où celle-ci a pu commencer à être formulée, une seule grande économie, celle des Etats-Unis, a connu une phase de croissance tout à fait reconnaissable. Cette économie est celle sur laquelle les analyses relatives à l'hypothèse d'un nouveau régime se sont centrées et la seule pour laquelle l'hypothèse ait une vraie consistance. Cela pose au plan théorique, la question fondamentale du rapport des régimes d'accumulation au mouvement de l'internationalisation dans ses formes successives. Cette question, qui avait été esquivée plutôt que résolue à propos du régime fordiste, exige d'être traitée à fond pour ce qui concerne le régime d'accumulation à dominante financière.*

*7. Sur la base d'une approche à l'économie mondiale qui tente de déclinier simultanément trois processus entrelacés d'une tendance à l'homogénéisation d'un espace unique de valorisation et de concurrence avec celles de la reproduction de la différenciation et de la réaffirmation de rapports fortement asymétriques et hiérarchisés, il sera soutenu que la croissance américaine de 1995-2000 a joui des relations spécifiques des Etats-Unis au reste de l'économie mondiale, dont aucun autre pays ou Union de pays ne peut espérer bénéficier.*

*8. Enfin, si l'on peut observer, dans une approche régulationniste un certain travail de construction institutionnelle entrepris par les institutions internationales et les pays du G7, il a été placé sous le signe de la « supériorité du marché ». La construction institutionnelle potentiellement « régulatrice » est donc d'une extrême faiblesse au regard de l'avalanche des mesures « restituant » au capital sa liberté totale de manœuvre, prises dans le contexte des politiques de libéralisation et de déréglementation. Dans une interprétation marxienne, ce à quoi nous avons assisté depuis Thatcher et Reagan relève plus d'une fuite en avant que de la recherche de solutions tant soit peu durables aux conflits et aux contradictions propres au capitalisme. Les contradictions capitalistes les plus classiques pourraient même avoir été « libérées » au même titre que le capital lui-même et être en passe de se réaffirmer dans toute leur ampleur d'antan. Les Etats-Unis vont cesser de vivre « hors la crise » comme il l'ont fait au cours de la dernière décennie. Leur place centrale dans la globalisation financière, comme leur choix en faveur d'un régime financiaris, pourraient faire d'eux l'épicentre des crises financières et économiques futures.*

## **I. Introduction**

### **1. Les étapes dans la recherche autour du régime financiarisé**

Je pense être l'un, sinon le premier, à avoir utilisé l'expression « régime d'accumulation à dominante financière »<sup>1</sup>. Il a servi à désigner ce que m'est apparu comme une configuration nouvelle du capitalisme, dans laquelle le mouvement de l'accumulation et son contenu économique et social concret seraient façonnés par les positions économiques et sociales, concédées à et conquises par, de formes très concentrées d'une figure déterminée du capital – celle désignée par Marx sous le terme de « *capital porteur d'intérêt* », ou encore de « *forme moderne du capital-argent* ». Cette caractérisation avait été précédée, lors de la première édition de *La mondialisation du capital*, d'observations sur la position de commandement et le degré « d'autonomie » que ce capital paraissait avoir acquis.<sup>2</sup> A mes yeux, la montée en puissance de ce qui est désigné du terme raccourci de « finance » a été (et reste) indissociable de ce qui a été le point de départ de mes recherches, à savoir la nouvelle phase de l'internationalisation, celle de la mondialisation du capital.

Le « coup d'Etat » qui a ouvert la voie à la « dictature des créanciers », au sens élargi d'André Orléan<sup>3</sup>, aurait été impossible sans les politiques de libéralisation, de déréglementation et de privatisation, pas simplement dans le domaine de la finance, mais aussi des IDE et des échanges de marchandises et de services. Dans le cours des années 1980-95, on a vu la « restitution » au marché de secteurs ou de grandes activités de service qui lui avait été soustraits par leur inclusion dans le secteur public, comme de pays qui lui avaient échappé du fait de la révolution russe et de ses prolongements sous contrôle bureaucratique après la Seconde guerre mondiale. La prétention à l'autonomie de la finance a pour fondement une extension très forte la sphère géopolitique, mais aussi sociale, du « règne de la marchandise ».

Les mêmes politiques et processus politiques ont été décisives dans la formation des conditions d'émergence de la phase nouvelle de la mondialisation, de sorte qu'il est indispensable de définir les relations qui lient cette mondialisation et le régime d'accumulation financiarisé.

L'idée de l'émergence d'un régime d'accumulation à dominante financière, entendu dans ce sens, a ensuite été reprise et développée dans la seconde édition révisée de *La mondialisation du capital*, (1997) puis dans d'autres textes. Le terme « régime d'accumulation » appartient à l'École de la régulation et lui a été emprunté pour les raisons que je vais expliquer. Mais je l'ai utilisé d'une manière qui n'est pas celle des régulationnistes. Ceux-ci l'ont évidemment tout de suite. Les membres de l'École travaillant le plus sur la finance et le plus sensibles par conséquent aux effets économiques des nouvelles concentrations de capital de placement, ont néanmoins bientôt formulé à leur tour et sans teinte marxiste, une hypothèse qui a tout de suite eu une certaine parenté avec la mienne : le régime d'accumulation « successeur » en quelque sorte du régime « fordiste », serait être un régime dont l'analyse allait devoir se faire à partir de relations économiques et sociales ayant leur origine non dans la production, mais dans la finance.

<sup>1</sup> F. Chesnais, « L'émergence d'un régime d'accumulation à dominante financière », *La Pensée*, janvier-mars 1997.

<sup>2</sup> Y était noté le fait qu'on se trouvait « face à une réaffirmation par le capital argent de son autonomie totale face au capital industriel et à l'émergence d'une situation où c'est le mouvement propre de cette fraction du capital qui tend à imprimer sa marque sur l'ensemble des opérations du capitalisme contemporain ». *La mondialisation du capital*, Editions Syros, 1994, page 265. L'adjectif « total » était de trop, comme que j'ai rectifié plus tard.

<sup>3</sup> C'est-à-dire en y incluant les « actionnaires institutionnels », dits « minoritaires ». Voir A. Orléan, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999, page 194. Nous revenons sur ce point dans la section II.

En 1998, Michel Aglietta a fait le premier pas majeur dans cette voie en proposant, sous le titre “*le capitalisme de demain*”, une théorie très développée de ce qu’il nomme “*le régime de croissance patrimonial*”. Le terme désigne le rôle joué par les «*marchés d’actifs*» ainsi que «*l’importance des investisseurs institutionnels dans la finance et la gouvernance des entreprises comme instance primordiale de régulation*»<sup>4</sup>. De son côté, en 1998 également, Frédéric Lordon a commencé à employer, avec pas mal de précautions, l’expression de «*régime d’accumulation financiarisé*»<sup>5</sup>, formulant à son tour l’hypothèse que le régime éventuellement successeur du régime fordiste n’aurait pas en son cœur une forme d’organisation techno-industrielle nouvelle – par exemple le «*toyotisme*» – mais la position économique acquise par la finance. L’année suivante, André Orléan emploie à son tour le terme de régime d’accumulation financiarisé. La caractérisation repose sur une théorie très développée de la «*liquidité*» et des marchés de titres d’entreprises. Le terme désigne un régime, se constituant «*en remplacement de la régulation fordiste*», dont «*le gouvernement d’entreprise forme le noyau dur*». Pour André Orléan, «*les économies contemporaines ont pour caractéristiques centrales d’avoir porté le pouvoir financier à un niveau jamais atteint et de l’avoir placé au centre même de leur régime d’accumulation*»<sup>6</sup>.

En 2000, Frédéric Lordon a fait un pas en proposant une présentation générale du «*régime financiarisé*», qui couvre plusieurs mais pas tous les aspects couverts par Michel Aglietta. On est face, selon lui, à une configuration où «*la gestion de l’épargne collective s’est installée dans la position d’une forme institutionnelle*» lui permettant «*d’imposer sa logique à tous les autres arrangements institutionnels (rapport salarial, gouvernance d’entreprise, formes de la concurrence)*» et partant, de «*donner sa physionomie propre au nouveau régime d’accumulation du capital*»<sup>7</sup>. L’analyse couvre un champ différent de celle de Michel Aglietta, mais elle est à une portée d’une ampleur voisine. En revanche, au lieu de faire l’éloge du nouveau régime, Frédéric Lordon en fait une critique sévère. Enfin, Robert Boyer, demeuré longtemps réservé quant à l’hypothèse de l’émergence et la consolidation, ne fût-ce qu’aux Etats-Unis, d’un régime d’accumulation dont le point nodal se situerait dans la finance, a publié en 2000 un travail qui pose la question «*un régime d’accumulation gouverné par la finance est-il une alternative viable au fordisme ?*»<sup>8</sup>. Parallèlement, enfin, Claude Serfati a commencé à utiliser, avec beaucoup de précautions il me semble, le terme de régime d’accumulation à dominante financière, dans une problématique marxienne ou marxiste voisine de la mienne.

## **2. Serait-il impropre d’accoler le qualificatif « financierisé » au terme « accumulation » ?**

L’emploi de ma part du terme «*régime d’accumulation*» a surpris, voire choqué certains de mes lecteurs plus ou moins proches sur le plan théorique et/ou politique. Parce qu’il a, tout au moins en France, une forte connotation régulationniste, mais aussi parce qu’il paraît difficile aux yeux de certains de parler d’accumulation dans un contexte où c’est la finance qui a les rennes en main. Avant de dire où je situe ce terme par rapport à son usage régulationniste orthodoxe, je voudrais faire une parenthèse.

<sup>4</sup> M. Aglietta, *Le capitalisme de demain*, Notes de la Fondation Saint-Simon, n° 101, novembre 1998.

<sup>5</sup> Intervention au congrès Marx International II à l’automne 1998. Publiée comme F. Lordon, «*Le nouvel agenda de la politique économique en régime d’accumulation financiarisé*», dans G. Duménil et D. Lévy, *Le Triangle infernal : Crise, mondialisation, financiarisation*, Actuel Marx Confrontation, PUF, Paris, 1999.

<sup>6</sup> A. Orléan, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999, page 214.

<sup>7</sup> F. Lordon, *Fonds de pension, piège à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, Raisons d’Agir, Paris, 2000, page 66.

<sup>8</sup> R. Boyer, «*Is a finance-led growth régime a viable alternative to fordism ?*», *Economy and Society*, vol.29, no.1, February, 2000.

L'idée qu'il puisse y avoir au moins passagèrement une configuration dominée par le capital-argent est puisée chez Marx, notamment dans les observations faites au début du livre II et qui préparent les chapitres inachevés sur la finance du livre III. Il nous y dit que si «*le capital industriel est le seul mode d'existence du capital où sa fonction ne consiste pas seulement en appropriation, mais également en production de plus-value, autrement dit de surplus*», et que si les autres formes de capital – capital-marchandise et capital-argent – sont toujours dépendantes «*de la base qu'il leur fournit*», on n'en voit pas moins «*toutes les nations adonnées au mode de production capitaliste sont prises périodiquement du vertige de vouloir faire de l'argent sans l'intermédiaire du procès de production*». Pourquoi? «*Parce que l'aspect argent de la valeur est sa forme indépendante et tangible, de sorte que la forme A-A', dont le point de départ et le point d'arrivée sont de l'argent effectif, exprime de la façon la plus tangible l'idée 'faire de l'argent', principal moteur de la production capitaliste*». Et Marx de lancer, «*le procès de production capitaliste apparaît seulement comme un intermédiaire inévitable, un mal nécessaire pour faire de l'argent*»<sup>9</sup>. Au moment où il écrit cela le «*vertige*» ne durait que le temps de la phase de fin de boom du cycle industriel décennal «*classique*». Mais pourquoi refuserait-on d'explorer l'hypothèse dans des conditions historiques où les rapports politiques et sociaux, ainsi que des institutions puissantes, ont surgi ou ont été construits pour conforter les positions et les exigences d'une accumulation d'argent de placement financier de très grande ampleur ?

La domination de la finance exclut-elle l'accumulation? Les deux termes sont-ils incompatibles? La théorie de l'impérialisme exposée par Lénine n'est-elle pas déjà une théorie où l'accumulation est commandée par le capital financier analysé par Hilferding, et où elle se fait dans un cadre mondialisé<sup>10</sup>? Le lecteur attentif de Marx et des plus grands théoriciens de l'impérialisme sait que le terme «*accumulation*» recouvre au moins trois mécanismes différents. Ceux-ci peuvent se superposer et donc se confondre (ce qui a été souvent le cas), mais ils sont tout à fait distincts sur le plan conceptuel comme sur celui de leurs effets sociaux. Pour commencer, le terme accumulation désigne à la fois l'accroissement des moyens et des capacités de production par l'investissement et l'extension des rapports de propriété et de production capitalistes vers des pays ou vers des secteurs et des activités sociales non encore soumis à ces rapports<sup>11</sup>.

L'accumulation dans ce second sens se traduit par des processus tels que l'expropriation de producteurs ayant encore une relation immédiate avec leurs moyens de production, l'intégration (ou la réintégration, cas des Etats bureaucratiques) dans la sphère du marché de pays ou enfin l'incorporation dans la sphère de la valorisation capitaliste d'activités non-marchandes (par exemple domestiques ou d'activités organisées comme services publics par l'Etat). L'accumulation prise comprise ainsi, est tout à fait décisive dans le double contexte du régime d'accumulation à dominante financière et des formes de mondialisation permise par la libéralisation, la déréglementation et la privatisation qui lui sont liées. Depuis vingt ans, la «*marchandisation*» accentuée de la planète l'a emporté largement sur l'élargissement des capacités de production.

<sup>9</sup> Marx, *Le Capital*, Editions Sociales, livre II, volume 1, page 54.

<sup>10</sup> Voir mon chapitre sur les relations entre la théorie de la mondialisation du capital et le travail de Lénine, dans G. Duménil et D. Lévy, *Le Triangle infernal, op.cit.* C'est là que j'ai également défendu l'idée que la formation, le fonctionnement et la crise de régimes d'accumulation successifs, sont des éléments qui aident au découpage du stade de l'impérialisme en phases ou périodes. Etant donné la longueur de ce stade, les marxistes sont bien forcés de mener l'analyse de ce qui serait commun aux phases successives que ce stade a connu au cours d'une période aussi longue, mais aussi de ce qui les distinguerait entre elles.

<sup>11</sup> L'introduction la plus aisée à cette dimension est peut-être celle qui se trouve dans les derniers chapitres de *L'Accumulation du capital* de Rosa Luxembourg.

Enfin, l'accumulation peut se faire par l'appropriation, la ponction et la centralisation vers des centres d'accumulation plus forts que d'autres, de fractions de la valeur et de la plus-value créés dans le cadre d'autres formes d'organisation sociales, mais aussi d'autres entreprises capitalistes, comme c'est le cas pour les sous-traitants. La centralisation par captation et prédation est une modalité de l'accumulation. Il peut, et il y a, accumulation sans investissement au sens de création de capacités nouvelles. Des degrés déterminés de pouvoir de monopole et de monopsonne, combinés avec des « innovations organisationnelles », peuvent assurer une accumulation dans certaines parties du système aux dépens d'autres. On est également là en présence de configurations qui sont au cœur de l'accumulation à dominante financière.

Partir de la finance et prendre acte de la montée en puissance du capital porteur d'intérêt (les créanciers au sens élargi d'Orléan) et de son entrée massive dans le capital des entreprises, ne signifie nullement un abandon du rôle primordial dans le mouvement du capitalisme, de l'extraction de la plus value et de l'exploitation de ceux qui vendent leur force de travail. Bien au contraire, la compréhension de la signification du « *corporate governance* » est l'une des voie d'entrée indispensables (l'autre étant la mise en concurrence internationale des vendeurs de leur force de travail par la libéralisation des échanges et des investissements) pour comprendre les configurations nouvelles d'extraction de la plus-value. Cette approche traduit un choix méthodologique majeur, qui est de ne pas aborder l'emploi des nouvelles technologies sous l'angle d'un « progrès technique » neutre auquel serait attribuable les changements jugés positivement de ce autre facteur tout aussi désincarné nommé « taux de croissance de la productivité », mais sous celui de la hausse du taux d'exploitation, fondement de la possibilité passagère de répondre aux exigences de perception d'intérêts et de dividendes du capital porteur d'intérêt. A cet égard, la nouvelle « gouvernance » des actionnaires institutionnels a très certainement accéléré la mise en œuvre par les dirigeants des entreprises des éléments constitutifs du nouveau rapport salarial, comme des changements organisationnels indispensables à l'introduction des technologies porteuses d'un taux d'exploitation accru.

### **3. Les théories de « l'autonomie de la finance » et du « capital-fictif »**

La théorie de « l'autonomie de la finance », c'est-à-dire de la finance se dressant comme une force « indépendante » face aux autres acteurs du processus économique et donc face à la société prise comme telle, est l'un des points où la discussion entre marxistes et régulationnistes doit s'engager. Avant la parution du *Pouvoir de la finance* d'André Orléan, la seule présentation se trouvait chez Marx. Dans des passages très peu étudiés du livre II et surtout du livre III du Capital<sup>12</sup>, celui-ci étudie la façon dont après une phase transitoire où la finance a été totalement subordonnée au capital industriel productif et à ses besoins exclusifs, elle commence à se reconstituer comme force « autonome ». Ceci se produit au moment où « *une partie du profit brut se cristallise et devient autonome sous forme d'intérêt* ». Dès lors, « *la classe des capitalistes financiers s'oppose au capitaliste industriel comme une catégorie particulière de capitalistes, le capital financier comme une sorte de capital autonome et enfin l'intérêt comme la forme indépendante de la plus value qui correspond à ce capital spécifique. Du point de vue qualitatif (souligné dans l'original), l'intérêt est de la plus-value obtenue par la simple possession du capital (...) bien que son possesseur reste en*

<sup>12</sup> Cette méconnaissance a pour origine, une lecture "productiviste" du Capital, dominé par une préoccupation pour le "développement des forces productives", associé à l'accumulation du capital "réel" et de l'expansion du salariat dont le capitalisme serait porteur de toute éternité. Elle a pour corollaire la relégation au second rang (sinon le refus complet de prise en compte) de l'accumulation financière, source d'un parasitisme qui ne fonde aucune perspective de "progrès". Elle a conduit l'écrasante majorité des marxistes, à faire l'impasse à peu près complètement sur la partie du livre III où est exposée la théorie de "autonomie de la finance", avec une formulation des deux dimensions que je viens de rappeler, la première sous une forme complètement achevée, la seconde sous la forme de notes autour de la notion du "capital fictif".

*dehors du procès de production ; l'intérêt est donc produit par du capital retranché de son procès* »<sup>13</sup>.

Ce sont des éléments importants d'une problématique contemporaine du «*capital retranché de son procès* » qu'André Orléan a commencé à formuler. Marx a entrepris de développer celle-ci dans une phase encore initiale de l'accumulation financière « autonome »<sup>14</sup>. Orléan prend le relais à un moment où celle-ci a pris une très grande ampleur. Au moment où Marx écrit, les marchés secondaires de titre, y compris le marché boursier, n'étaient pas encore très développés, même à Londres. C'est sous la forme du prêt et de l'intérêt (dont le taux est cependant déjà déterminé de façon autonome par rapport au taux de profit) que le pouvoir de la finance se manifeste principalement. Aujourd'hui, en revanche, ce sont les marchés secondaires de titres, notamment d'actions, qui sont le principal siège de ce pouvoir.

« L'autonomie » de la finance est simultanément une construction institutionnelle forte, au sens où elle bénéficie de l'appui de tout ce que la société capitaliste contemporaine compte comme forces matérielles et symboliques, et un mirage. Aussi importants que soient les moyens mis en œuvre pour assurer sa pérennité, la domination des marchés financiers ne peut transcender les contraintes et les contradictions dont la sphère « réelle » est le terrain immédiat. « L'autonomie » permet au capital de placement financier, ou encore à « l'épargne concentrée » de se dresser face au capital engagé dans la production et donc également face au travail, pour exiger et imposer une participation à la répartition qui est légitimée par la seule possession patrimoniale, et dont les bénéficiaires fixent les termes eux-mêmes. La forme immédiate est une ponction sur les profits et l'origine effective un taux de plus-value accru. Mais pour que la valeur et la plus value puissent être appropriées, il faut qu'elles aient pu préalablement être créées sur une échelle suffisante. Cela suppose que le cycle du capital ait pu être bouclé, la production commercialisée. L'une des limites majeures de « l'autonomie » est là. La consommation rentière ne viendra jamais compenser les marchés qui auront été détruits par la mise ou chômage massive ou la paupérisation absolue imposée à des communautés paysannes qui pouvaient auparavant assurer leur reproduction et exprimer une certaine demande solvable.

Une autre limite de « l'autonomie » tient aux dimensions fictives du capital-argent concentré, qui se valorise sur les marchés financiers. 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 patrimoine* »<sup>15</sup>. 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, mais aussi le

<sup>13</sup> Marx, *Le Capital*, livre III, chap. XXIII. Mes détracteurs du côté des marxistes prendront bien note que Marx utilise le terme « autonome » deux fois, et qu'il n'emploie même pas de guillemets.

<sup>14</sup> La formation d'un « capital financier » au sens de Hilferding, issu de différentes modalités de fusion entre le capital industriel et le capital argent, notamment bancaire, n'efface pas la nécessité d'appréhender la dualité du capital, sa division « *en propriété de capital extérieure au procès de production (...) et en capital engagé dans la production, capital en mouvement* » (*ibid.* livre III, chap. XXIII, Editions Sociales, vol.8, page 41, souligné dans l'original).

<sup>15</sup> « America's economy : Slowing down, to what ? », *The Economist*, 9 décembre 2000, page 97. Voir plus récemment, « When wealth is blown away », *Business Week*, March 26, 2001, qui parle d'un « *disappearing act* ».

crédit, très exactement ce que Suzanne de Brunhoff nomme «le crédit du banquier»<sup>16</sup>. 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* »<sup>17</sup>.

Il s'agirait de donner à cette notion son plein développement. Un « patrimoine » ou un « capital » constitué de titres est largement fictif. Il est composé de créances, c'est-à-dire de promesses sur l'activité productive future, qui sont ensuite négociés sur un marché très particulier qui en fixe le « prix » selon des mécanismes et des conventions très spéciaux. Sa constitution peut également être liée, à des degrés divers, à la formation de capital fictif ayant la forme de crédit. 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. La liste en est longue et leurs limites intrinsèques sont certaines. Ces indicateurs<sup>18</sup> sont l'expression simultanément d'une véritable puissance économique et d'une « bulle », d'une accumulation de capital purement fictif. C'est au moment des krachs boursiers et financiers majeurs, comme celui que le Japon a connu en 1990-91, que ce caractère fictif est dévoilé. Les contrecoups désastreux pour l'économie réelle de cette destruction où elle vient fragiliser l'autre grande forme de capital fictif que sont les créances fondées sur le crédit bancaire industriel et immobilier de moyen et de long terme.

#### **4. Régimes d'accumulation et phases de « dépassement des contradictions immanentes »**

J'aurais pu sans doute m'en tenir à une périphrase du genre « une configuration spécifique de l'accumulation ». J'ai choisi d'employer le terme « régime ». Chez moi, l'emprunt est, pour une part, l'expression d'une dette. Je considère qu'à la fin des années 1970, les régulationnistes ont lancé aux courants marxistes « orthodoxes » de l'époque, mais aussi à un corpus marxien fortement momifiée, un défi sérieux et enrichissant. Ce défi a certainement contribué en France à la survie du marxisme comme courant théorique en économie, actuellement très minoritaire mais tout à fait vivant. Sans ce défi et les réactions qu'il a suscité, le marxisme serait dans ce pays, tout au moins dans le champ de l'économie, à peu près dans la situation où il est aujourd'hui en Italie, par

<sup>16</sup> 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.

<sup>17</sup> Marx, *Le Capital*, livre III, chapitre XXX. Voir aussi le chapitre XXIX.

<sup>18</sup> On peut en donner des 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 1998 (OCDE, *Investisseurs institutionnels, annuaire statistique 2000*, Paris, 2000, tableaux S3 et S4.). 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 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 2000 (voir *The Economist*, 17 juin 2000).

exemple, c'est-à-dire presque totalement hors jeu. J'en garde une reconnaissance considérable aux fondateurs de l'Ecole.

Mais il y a de bonnes raisons théoriques pour que les marxistes saisissent la perche que les régulationnistes leur ont tendu. L'enjeu est tout bonnement de prolonger et d'approfondir ce qui était contenu dans les travaux du début du 20<sup>e</sup> siècle sur l'impérialisme, sans être sans doute explicité méthodologiquement avec la clarté voulue : c'est-à-dire d'inscrire le mouvement de l'accumulation dans l'histoire<sup>19</sup> – celle des classes sociales et de leurs luttes comme celle des rapports entre Etats.

Le mouvement de l'accumulation du capital ne contient pas en lui-même et à lui seul, de façon autonome ou endogène, l'ensemble des éléments qui dessinent concrètement la courbe de l'investissement, de la production et de l'échange et qui déterminent la capacité effective du capital à assurer sa reproduction<sup>20</sup>. Laissé à lui-même, le mouvement de l'accumulation engendre des contradictions dont les fondements et l'intensité paraissent interdire autre chose que de courts répit entre une crise et la suivante et qui sont donc de nature à faire exploser le système. Or manifestement, ce qui a caractérisé l'histoire du capitalisme, ce sont des périodes de crise (dont les guerres ont été au 20<sup>e</sup> siècle l'une des formes), mais aussi des phases de stabilisation relative, certaines d'assez longue durée, du mouvement de reproduction élargi, donc aussi des périodes au cours desquelles les contradictions ont été contenues.

Dans le livre III du Capital, Marx dit (il le fait même à plusieurs reprises avec des mots différents) que « *la production capitaliste tend sans cesse à dépasser les limites qui lui sont immanentes, mais elle n'y parvient qu'en employant les moyens, qui de nouveau, et à une échelle plus imposante, dressent devant elle les mêmes barrières* »<sup>21</sup>. Il est (ou il devrait être) évident que n'est pas le capital comme catégorie abstraite qui opère ces moments de dépassement passager des limites immanentes de la production capitaliste, surtout lorsque ces « dépassements » sont des réponses à des contraintes très fortes venant de la lutte des classes. Ce sont des forces sociales agissantes (des « hommes faisant leur propre histoire »<sup>22</sup>), situées du côté de la bourgeoisie, ou plus largement de ceux qui se satisfont de la propriété privée des moyens de production (ou la croient inéluctable), qui s'y emploient.

Sans doute faut-il introduire ici une césure entre le 19<sup>e</sup> et le 20<sup>e</sup> siècles. Au 19<sup>e</sup> siècle, les dépassements périodiques des limites immanentes ont pris des formes « aveugles » (non planifiées), telles que les vagues de poussée extérieure, coloniale et impériale, vers le marché mondial ou encore la création d'importants champs d'accumulation nouveaux à la suite de progrès techniques constitutifs d'industries entièrement nouvelles. Mais l'entrée dans « l'ère du monde finie » pour reprendre l'expression de Paul Valéry, a modifié radicalement les données du problème. Au terme de deux guerres mondiales meurtrières et destructrices de rapports sociaux et d'institutions aux côtés de celles de millions de vie d'hommes, de femmes et d'enfants, entrecoupées de la plus violente crise de l'histoire du capitalisme, on est entré dans une phase du monde où il ne pouvait plus y avoir de phases de « dépassement » temporaire « des limites immanentes de la production capitaliste » sans une intervention relativement consciente des forces sociales intéressées à la pérennité du capitalisme. Les trois éléments que Robert Boyer désigne comme constitutifs du

<sup>19</sup> Et dans le politique entendu comme l'histoire en train de se faire.

<sup>20</sup> C'est une « ambiguïté » que Alain Bihl reproche à Marx d'avoir laissé planer dans un livre qui est annoncé à paraître en octobre 2001, *La reproduction du capital. Prolégomènes à une théorie générale du capitalisme*, Editions Page deux, Lausanne, 2 tomes.

<sup>21</sup> Marx, *Le Capital*, livre III, chapitre XVI.

<sup>22</sup> Marx, *La lutte des classes en France*.

« noyau dur » de la théorie de la Régulation sont l'expression de cette réalité, qui est celle du 20<sup>e</sup> et a fortiori du 21<sup>e</sup> siècles : « *le processus d'accumulation est déterminant dans la dynamique de l'ensemble ; ce dernier n'est pas spontanément auto-équilibré par de purs phénomènes de marché et de concurrence ; les institutions et les formes structurelles sont déterminantes pour canaliser ce processus à travers un ensemble de comportements collectifs et individuels* »<sup>23</sup>

D'un point de vue marxiste, le « dépassement des limites immanentes » qui se matérialisent dans la forme particulière de « construction sociale » qu'est un régime d'accumulation, ne pourra jamais conduire à autre chose qu'à une stabilisation temporaire des conditions de l'accumulation comme de la reproduction sociale dominante fondée sur la propriété privée. Les contradictions fondamentales et les limites immanentes de la production capitaliste se réaffirmeront tôt ou tard.

### **5. Le « régime d'accumulation financiarisé » assure-t-il un « dépassement passager » ? Satisfait-il les critères posés par la théorie de la régulation ?**

La durée de la stabilisation des conditions institutionnelles et sociales de l'accumulation instituées par un régime d'accumulation donné est nécessairement variable. Deux à trois décennies, comme pour le régime fordiste, mais peut-être aussi des périodes bien plus courtes. A peine émergées, des configurations qui postulent à devenir un régime d'accumulation peuvent montrer leur incapacité à s'affirmer comme des régimes viables. Cela dépend de beaucoup de facteurs. Les questions qui se posent, et qui sont communes aux régulationnistes et à ceux qui acceptent mon approche, sont donc les suivantes : l'émergence du régime d'accumulation à dominante financière et sa consolidation aux Etats-Unis, annoncent-elles un « dépassement » susceptible de connaître une certaine durée, ou reposent-elles sur des objectifs trop étroits de reproduction des conditions de domination de certaines fractions du capital comme des pays les plus forts, pour n'être peu ou prou qu'une configuration éphémère ouvrant la voie à des expressions brutales des contradictions fondamentales du capitalisme ? Le « régime patrimonial » ou « financiarisé » satisfait-il les critères posés par la théorie de la régulation ?

Le capitalisme n'est pas simplement un « système économique », une forme d'organisation de la production matérielle. Il est aussi (voire surtout), un mode de domination sociale<sup>24</sup>, une forme d'organisation du pouvoir. A la suite des guerres et des crises qui ont marqué la première moitié du 20<sup>e</sup> siècle, une partie des classes dirigeantes avait paru se ranger à l'idée qu'il ne pouvait y avoir de reproduction stable du système en dehors de la construction de compromis sociaux à l'intérieur des pays comme de compromis politiques entre Etats. A ma connaissance, en dehors du cadre de l'Union européenne, il n'y a pas eu de travaux régulationnistes qui cherchent à établir l'existence des seconds. En revanche, il y a eu de la part de Michel Aglietta la revendication très catégorique de l'établissement d'un compromis social fort, dont le terrain serait la gestion dans le cadre de la finance de marché des fonds accumulés par les régimes de retraite par capitalisation. C'est cette conviction qui l'a conduit à désigner le régime de croissance financiarisé dont il fait la théorie comme un « régime patrimonial ». Nous examinerons sa démarche en détail dans la prochaine section.

Si l'on excepte ce terrain de compromis qui concerne au mieux, même aux Etats-Unis, seulement une faible fraction des salariés, l'un des traits caractéristiques du régime à dominante financière est d'être issu d'une succession de coups de force (auxquels les noms de Margaret Thatcher, Paul Volker et Ronald Reagan sont liés). Aujourd'hui encore (ou faut-il dire plus que jamais) ceux qui

<sup>23</sup> R. Boyer, *La théorie de la régulation, op. cit.*, page 111.

<sup>24</sup> Par exemple lorsqu'on entend le Président G.W. Bush expliquer les raisons du refus américain de ratifier le protocole de Kyoto.

dominent le nouveau régime (les « marchés ») que les gouvernements des pays du G7) ne sont guère disposés à négoier quoique que ce soit avec les salariés, travailleurs, paysans, et même peu de choses entre eux sur un pied d'égalité. C'est la leçon de Gènes, mais aussi celle de la position américaine sur le protocole déjà minimaliste de Kyoto.

Ce trait traduit une réalité plus profonde : le régime d'accumulation qui cherche à se frayer un chemin et à stabiliser son fonctionnement est bien une construction sociale, au sens où il est le résultat de politiques délibérées. Le processus de construction s'est poursuivi au sein institutions comme l'OMC ou le FMI, dont on cherche à réformer les mécanismes pour mieux lui permettre d'assurer au régime financiarisé les conditions internationales de sa viabilité. Mais il a été mené, de façon prédominante sous le signe du renforcement continu – et pour ses thuriféraires jamais achevé – du mouvement de libéralisation, déréglementation et de privatisation. On a ainsi continuellement renforcé le poids de forces sociales qui considèrent que l'accumulation peut être « *auto-équilibrée par de purs phénomènes de marché et de concurrence* » et que « *les comportements collectifs et individuels* » que les nouvelles institutions doivent façonner et imposer ou réimposer aux pays et aux groupes sociaux récalcitrants doivent correspondre à cette aptitude retrouvée des automatismes du marché. Aussi bien cette prétention que la tentation récurrente de vouloir « passer en force » pourrait être l'annonce de futures catastrophes sociales et politiques graves.

## **II. Les présentations du régime financiarisé : rapprochements et divergences**

Le terrain principal d'observation et d'analyse de la théorie d'un régime financiarisé sont les Etats-Unis. C'est le cas en particulier pour Michel Aglietta. Fort des « leçons du nouveau monde », il croit pouvoir annoncer, de façon tout à fait affirmative, l'avènement d'un nouveau « régime de croissance » (dans des termes synonymes à ceux de « régime d'accumulation »). Celui-ci satisferait les conditions nécessaires de viabilité économique, de légitimité sociale (et en termes d'étendue et d'authenticité des compromis sociaux fondateurs), de diffusion et de transférabilité internationales (notamment vers l'Union européenne). Aglietta fait sienne, de façon implicite, en la transposant de l'Angleterre vers les Etats-Unis, et en l'appliquant au régime d'accumulation, la position de Marx comme quoi « *le pays le plus développé industriellement ne fait que montrer aux pays qui le suivent l'image de leur propre avenir*<sup>25</sup> ». Très discutable et très discutée chez les marxistes, la transposition de cette idée dans le cadre régulationniste pour annoncer « l'avènement » d'un « nouveau capitalisme » n'est absolument pas convaincant. Nous y reviendrons aussi dans la section IV.

C'est également largement à partir de l'expérience et de matériaux américains que Frédéric Lordon et André Orléan ont présenté leur compréhension des mécanismes et/ou des interactions systémiques fondant l'hypothèse de l'émergence d'un régime d'accumulation financiarisé. Les positions qu'ils ont exposées sur la viabilité économique de ce régime, comme sur la solidité de son compromis social « fondateur » (ou supposé tel), diffèrent sensiblement de Michel Aglietta. De mon côté, un anti-capitalisme assez « viscéral » m'a conduit à théoriser, y compris à l'aide d'un schéma de facture très « régulationniste », les « enchaînements cumulatifs dépressifs » produits par les effets combinés de la mondialisation « néo-libérale » et de la financiarisation<sup>26</sup>. La voie d'entrée par l'analyse de la mondialisation du capital explique que je me sois focalisé sur les Etats-Unis très tardivement. L'analyse de la « nouvelle économie » m'a alors conduit à défendre l'idée que l'émergence et la consolidation passagère du régime financiarisé aux Etats-Unis reposaient sur des rapports non-reproductibles ailleurs, notamment sur le plan des relations économiques et financières

<sup>25</sup> Marx, Préface à la première édition allemande du *Capital*.

<sup>26</sup> Le schéma se trouve dans le chapitre 12 des deux éditions successives de *La mondialisation du capital* : dans celle de 1997 il figure (avec des corrections) à la page 303.

internationales. Cette question, qui soulève le problème théorique crucial des rapports entre un régime d'accumulation donné et le mouvement de l'internationalisation du capital fait l'objet d'un traitement particulier dans la section III. Ici on examinera les deux autres questions, en commençant par celle de la réalité et degré suffisant ou non de légitimité du compromis social fondateur, ou supposé tel.

### **1. La nature de « l'épargne concentrée » et la réalité du compromis social « fondateur »**

Au premier rang des conditions qu'un régime d'accumulation doit satisfaire pour être viable, il y a, comme il a été rappelé plus haut, l'étendue et la solidité des compromis, notamment les compromis sociaux entre classes. En s'engageant très fortement en faveur de l'existence d'un tel compromis dans sa présentation du « régime patrimonial », Michel Aglietta en confirme le caractère crucial<sup>27</sup>. Ce compromis se situerait sur le terrain d'une gestion socialement positive des fonds accumulés par les régimes de retraite par capitalisation.

L'existence ou non sur ce plan d'un compromis social fort n'est pas une simple question factuelle, bien que l'examen des formes de gestion des fonds et d'association des salariés et des syndicats aux décisions de placement, puisse aider à l'éclairer. Elle suppose une caractérisation déterminée de l'argent géré par les fonds de pension et de placement financier. Chez Michel Aglietta, les sommes accumulées et gérées par les fonds de pension et de placement financier (la distinction avec ses implications possibles n'est pas discutée, disparaissant derrière le terme souvent employé de « épargne contractuelle ») sont conçues comme une forme majeure de « dette sociale ». Elles sont donc désignées comme étant une « propriété sociale » et les marchés financiers comme étant des « marchés d'actifs constituant la richesse des ménages ». Ainsi c'est le rôle joué par ces « marchés d'actifs », doublé de « l'extension de l'actionnariat salarié via (souligné par moi) l'importance des investisseurs institutionnels dans la finance et la gouvernance des entreprises comme instance primordiale de régulation », qui fonde l'appellation « régime patrimonial »<sup>28</sup>. Dans « le capitalisme de demain », le capital s'est donc évanoui pour céder la place à une « dette sociale privée » que les investisseurs institutionnels ont à charge de gérer. En effet, c'est à eux que les salariés devenus actionnaires délèguent la fructification de leur épargne ainsi que l'exercice des pouvoirs afférents à leurs titres de propriété. C'est en cela que les gestionnaires acquièrent la légitimité nécessaire pour intervenir dans la gouvernance des entreprises.

Aucun des autres auteurs ne paraît prêt à suivre Aglietta sur ces points. Les réponses que chacun donne à la caractérisation des sommes qui affluent vers les sociétés gestionnaires des fonds de pension, sont marquées dans leur formulation par le cadre théorique qui les inspirent. Elles sont tout de même relativement convergentes. Elles tournent autour des conséquences de la concentration (plus exactement de la centralisation) des fonds collectés et de l'effectivité des droits de propriété reconnus aux salariés.

Puisque je vais interpréter les positions prises par Orléan, Lordon et aussi Gauron, sous le prisme de ma proche approche théorique, il est préférable que je l'expose en préambule. La formulation que j'ai donnée dans un cadre marxien, postule que les sommes qui naissent comme épargne se transforment en capital dans le cours de leur centralisation entre les mains des sociétés gestionnaires. En se centralisant l'épargne subit un changement de nature<sup>29</sup>. Elle

<sup>27</sup> Dans *Le capitalisme de demain*, le passage le plus significatif se trouve à la page 21.

<sup>28</sup> Voir *Le capitalisme de demain, op.cit.*, pages 14, 24 et la section commençant page 32.

<sup>29</sup> La première formulation date d'un long article sur les fonds de pensions écrit pour *Le Monde Diplomatique*, en février 1996.

devient du capital au sens le plus plein du terme. Accumulée au pôle constitué par les institutions financières et les marchés de titres, elle contribue à la modification des rapports économiques et politiques entre le travail et le capital en faveur du second, de même qu'elle renforce la « financiarisation », mieux dire le poids du capital de placement financier et des marchés avec tout ce que cela implique en termes de spéculation et de formation de capital fictif. Par le biais des marchés obligataires d'effets publics et d'entreprise, la gestion de l'épargne est un très puissant levier d'accumulation et de centralisation financières ; par ce biais et par celui de la gouvernance des entreprises, elle fait des salariés devenus retraités ou bénéficiaires de plans d'actionnariat des participants indirects au processus d'exploitation au sens défini par Marx.

Les caractérisations proposées par André Gauron<sup>30</sup>, par Frédéric Lordon et par André Orléan ainsi que les réponses qu'ils donnent explicitement ou implicitement à Michel Aglietta, se situent dans le cadre plus stricte de la régulation. André Gauron se dit prêt à adhérer à l'idée d'un régime de croissance, mais non à sa caractérisation comme « patrimonial ». Sa première critique porte sur l'extension donnée par Aglietta à la notion de dette sociale et sur la représentation des faits qui pourrait justifier la qualification de « patrimonial ». Il n'y a que les fonds de pension à prestations définies qui « *participent d'un mode régulation organisé (...) en tant qu'ils sont (ou ont été) « une composante des négociations collectives et des négociations salariales »*. Ils sont également seuls à pouvoir être rangés au nombre des engagements auxquels le qualificatif de « dette sociale » peut s'appliquer. Encore que ce caractère de « dette sociale » soit loin d'être reconnu comme tel aux Etats-Unis : une décision de la Cour Suprême de janvier 1999 dénie aux salariés tout droit au partage du surplus d'un régime de retraites à prestations définies<sup>31</sup>. En outre, on peut se demander si cette « dette » serait vraiment honorée en cas de krach financier<sup>32</sup>. Enfin, même à leur apogée, les systèmes à prestations définies n'intéressaient qu'une petite fraction des salariés et des employés publics et depuis les années 1990, ils ont été l'objet d'attaques systématiques des employeurs qui leur préfèrent les systèmes à cotisations définies. Ce sont des systèmes « d'épargne contractuelle », où les risques des placements exclusivement sur les salariés titulaires de comptes individuels, auxquels il faut dénier tout caractère de « dette sociale »<sup>33</sup>.

La seconde critique est commune à André Gauron et à Frédéric Lordon. Elle porte sur le pouvoir que les salariés-retraités sont supposés détenir en tant qu'actionnaires. Pour Gauron, ils « *sont de simples déposants ; leur pouvoir n'est même pas virtuel, il n'est pas* ». L'introduction ou l'extension (à travers des systèmes obligatoires) de l'épargne salariée a fait progresser de façon puissante « *l'intégration-dépossession des salariés au capitalisme* ». Car le fait que « *le salarié se substitue au rentier classique ne modifie pas le caractère du capital (...). Il demeure un capital financier au sens de Hilferding sans se muer en capital salarial : de transfert de propriété il n'y en a point* ». Frédéric Lordon accorde une importance considérable aux mécanismes de concentration, estimant que « *l'épargne des épargnants n'est*

<sup>30</sup> André Gauron, note de lecture sur *Le capitalisme de demain*, parue dans *L'Année de la Régulation*, 2000.

<sup>31</sup> Cf. *New York Times*, January 26, 1999 : « Supreme Court ruling favors employers on pension gains ».

<sup>32</sup> Gauron rappelle en effet que le niveau élevé des cours des actions a permis aux entreprises de réduire le montant effectif de leurs contributions. Ajoutons que pour ces entreprises en « congé de cotisation » depuis plusieurs années grâce aux revenus de placement résultant des cours boursiers élevés, il est certain que les retraites ne constituent plus un coût, mais une source de profit financier. Que se passera-t-il en cas de retournement ?

<sup>33</sup> « *L'offensive en France des partisans des fonds de pension – à l'instar du basculement aux Etats-Unis vers les Mutual Funds – poursuit ainsi un but précis : transformer une dette sociale en une simple épargne contractuelle* », op.cit. page 338. L'ouvrage de référence sur lequel Gauron prend appui est de L.apRoberts, *Les retraites aux Etats-Unis – Sécurité sociale et fonds de pension*, La Dispute, Paris, 2000.

rien, c'est l'épargne concentrée qui est tout ». Il fustige « la fantasmagorie du 'socialisme des fonds de pension' » ainsi que les « faux semblants de l'actionnariat salarié », citant les résultats des études et enquêtes parues depuis deux ans sur les formes et le contenu effectif d'exercice par des salariés de leurs droits de propriété (notamment au moyen de l'action des syndicats sur ce terrain<sup>34</sup>. Plus important encore, Lordon ne dissocie pas sa discussion sur l'actionnariat salarié de celle (que nous examinons plus loin) qu'il mène sur la place des salaires comme principale « variable d'ajustement du système ». Sa conclusion est que « les fonds salariaux sont une formidable machine à briser l'unité politique du salariat ».<sup>35</sup>

André Gauron reproche enfin à Michel Aglietta de mettre en veilleuse sa théorie de la monnaie, de « l'oublier » au moment de poser sa théorie du compromis social « patrimonial ». Selon lui Aglietta refuse de voir que les Mutual Funds « maintiennent intacte l'hétérogénéité de la monnaie, que lui et Orléan ont autrefois identifié, entre ceux qui ont l'initiative et ceux qui ne l'ont pas »<sup>36</sup>. Ce n'est pas le cas pour André Orléan. Il est peut-être celui qui traite les positions de Michel Aglietta avec le plus d'amitié. Mais sa compréhension des bases institutionnelles du pouvoir de la finance et du fonctionnement des marchés financiers lui interdisent d'aller au delà de la formulation de quelques vagues encouragements que le noyau dur de son analyse contredit<sup>37</sup>. Sa théorie (qui est examinée plus bas) de « l'autonomie » de la finance et du pouvoir économique que celle-ci retire de la liquidité offerte par les marchés secondaires de titres, conduit Orléan à aller dans le sens d'une hétérogénéité accrue de la monnaie. L'épargne concentrée est bien du capital : « Le pouvoir de la finance se révèle dans son essence comme étant un pouvoir d'abstraction par le jeu duquel l'activité productive est asservie aux contraintes de la mise en valeur du capital ». « Ce faisant, le pouvoir abstrait de l'argent se transforme en un pouvoir effectif sur la production, sur l'investissement et sur le salariat ». Il est improbable qu'un nouveau compromis social solide puisse être construit sur cette base. Tout ce qu'on voit, pour l'instant au moins, c'est une montée de « l'individualisme patrimonial », c'est-à-dire un « dépérissement de la solidarité citoyenne au profit d'une dépendance aux autres, toujours plus abstraite et anonyme, sous l'égide des marchés (où) l'individu se définit (ou plutôt est défini par ceux-ci ?) comme un propriétaire de droits-titres dont il lui faut défendre la valeur ».<sup>38</sup>

## **2. Les positions relatives aux cohérences et au sens des enchaînements**

Michel Aglietta accorde au nouveau régime qui a pris racine aux Etats-Unis une cohérence systémique qui est à la fois porteuse d'enchaînements « vertueux » et orientée vers la croissance. Chez Frédéric Lordon, en revanche, si « la gestion de l'épargne collective s'est installée dans la position d'une forme institutionnelle dominante et qu'elle reconfigure les enchaînements du circuit économique global », les cohérences qui en résultent ne sont pas associés à des enchaînements « vertueux » porteurs d'une expansion soutenue. Dans son approche, celle-ci paraît exclue pour deux raisons majeures : la nécessité où le régime d'accumulation semble se trouver de faire de la masse salariale et du niveau d'emploi la principale « variable d'ajustement du système », et sa dépendance très forte sur un marché haussier qui doit être maintenue en état de bulle financière « permanente » si l'on veut que les

<sup>34</sup> Voir en particulier des travaux de Catherine Sauviat et de Jean-Marie Pernot, notamment leur article paru dans *L'Année de la Régulation*, 2000, ainsi que celui plus récent de Catherine Sauviat dans *La Revue de l'IRE*, n°36, 2001/2 : « Syndicats et marchés financiers : bilan et limites des stratégies nord-américaines. Quelle valeur d'exemple pour les syndicats en Europe ? ».

<sup>35</sup> Fonds de pension op.cit., pages 94 et 105.

<sup>36</sup> Op.cit., page 339.

<sup>37</sup> Voir par exemple, *Le pouvoir de la finance*, op. cit., pages 256 et 263.

<sup>38</sup> Ibid. page 244.

circuits macro-économiques se bouclent. Chez André Orléan, il n'y a pas non plus d'enchaînements « vertueux ». D'abord en raison de « *l'incomplétude de la finance* »<sup>39</sup>, c'est-à-dire de l'incapacité des marchés financiers à s'autoréguler et des mécanismes qui les conduisent de façon récurrente à connaître des crises qui mettent en péril l'existence des actifs dont ils ont la gestion. Ensuite parce qu'il est moins que certain que « *la capacité du pouvoir créancier à s'approprier une partie de la richesse créée par les entreprises et les salariés (et d'exiger (..) de participer au contrôle de l'entreprise ; il peut prétendre à un partage de la propriété même du capital* » correspondent à ses compétences. Enfin, chez moi à un pôle opposé à celui d'Aglietta, les cohérences systémiques, conçues d'emblée dans le contexte de la mondialisation du capital, comme une sorte de « régime macro-économique » de l'économie mondiale « globalisée », instaurent des enchaînements « vicieux » orientés dans le sens d'une croissance lente ou très lente.

Pour voir où se situent exactement les divergences, il est difficile de ne pas prendre la présentation d'Aglietta comme point de départ, même si cette façon de faire tend nécessairement à accentuer les oppositions. Michel Aglietta est le seul à avoir à la fois annoncé l'émergence d'un nouveau régime et à avoir soutenu que celui-ci était en mesure d'assurer la croissance, condition de sa capacité à se reproduire dans le temps. La « *variable pivot (en) est le profit par action* » imposé par la gouvernance des actionnaires institutionnels. C'est grâce à ceux-ci que dans le cas américain, les entreprises ont été poussées vers « *des activités à potentiel de croissance élevée* » et qu'elles ont adopté des « *critères de gestion transparents et des modes d'organisation identifiant et séparant bien les responsabilités* ». La gouvernance des actionnaires institutionnels est un facteur d'efficacité. Elle pousse les managers vers des « *investissements d'organisation qui économisent le capital* ». Ceux-ci sont à la fois permis et exigés par les NTIC. A leur tour celles-ci « *facilitent les restructurations qui abaissent les coûts salariaux et diminuent les stocks* ». Cela assure le chaînon suivant du processus vertueux : « *les profits ainsi créés permettent de distribuer des dividendes et ils soutiennent la hausse des cours boursiers* ».

Ici, reconnaît Aglietta, un problème peut surgir car « *la hausse) prend un tour spéculatif financé à crédit* ». Mais cette réserve tombe dès lors que la hausse boursière provoque « *une augmentation de la valeur de marché de la richesse des ménages plus rapide que l'endettement* » stimulant ainsi, en conjonction avec la baisse des prix, la consommation privée. Quant aux relations économiques extérieures, on trouve une référence à la globalisation qui « *lève la contrainte de balance courante grâce au crédit international* » et une autre, assez curieuse s'agissant des Etats-Unis, où les « *exportations nettes* » entretiennent la croissance aux côtés de la consommation. La « *sensibilité à l'inflation* » dont les marchés font preuve, avec leur pouvoir de sanction en cas d'écart, est « *un stabilisateur endogène* ». La seule ombre qui plane sur ce régime de croissance vient de l'extérieur, de la globalisation financière. C'est « *l'instabilité financière, source de risque systémique* ». Les coupables sont désignés : ce ne sont pas les marchés boursiers américains. L'instabilité a pour origine « *l'incapacité à évaluer le risque* » des pays (autres que les Etats-Unis) et donc leurs niveaux d'endettement externe « excessifs », et non le fonctionnement des marchés domestiques, ni le recours massif à la création de crédit pour soutenir les achats d'actions. Au total, « *la réunion de la croissance et de la compression des coûts dégage le profit total qui valide la rentabilité des fonds propres exigée des investisseurs institutionnels* » par ceux (les actionnaires-salariés) qui leur ont délégué l'exercice de leurs droits de propriété.

---

<sup>39</sup> *Ibid.* page 252.

### *L'innovation, la productivité et l'investissement.*

L'affirmation qu'un se trouverait en présence d'un régime d'accumulation (dit ici de croissance) possédant une capacité forte d'auto-reproduction, fait appel au total à trois niveaux ou corpus d'arguments. Le premier niveau a trait à l'innovation et à la productivité. Le second est celui des effets bénéfiques de la gouvernance d'entreprise. Le troisième concerne les fonctions que le régime financiarisé « patrimonial » confie aux marchés financiers, et que ceux-ci se montrent capables d'accomplir de façon satisfaisante.

En ce qui concerne la productivité, l'interprétation optimiste (du point de vue du « capitalisme de demain » s'entend) donnée par Michel Aglietta au sujet du progrès technique, est l'aspect de ses positions qui a été le moins contestée par les auteurs français<sup>40</sup>. Cet optimisme peut être tempérée en faisant appel aux travaux américains. Ils 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 facteurs<sup>41</sup>. 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 ressort de ses travaux 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<sup>42</sup>. Lorsqu'on examine la composition de l'investissement, on constate la part élevée revenant aux sociétés du secteur financier lui-même ( fonds de placement, banques, courtiers, cabinets d'experts et de consultants financiers, etc<sup>43</sup>). Pour ce qui est de l'investissement, il y a également eu peu de discussion quant aux implications possibles de sa très forte concentration dans le secteur des matériels et logiciels informatiques, au détriment des infrastructures et des machines.

Dans sa présentation d'ensemble de 1998, Aglietta apprécie favorablement la place prise par le capital-risque et le NASDAQ dans le financement de l'innovation. Il attribue le dynamisme de celle-ci très largement à son articulation avec les marchés financiers. D'autres facteurs importants ont pourtant été à l'œuvre, qui relativisent sensiblement cette interprétation . Un nombre croissant d'études sont venues mettre en valeur le rôle joué par l'afflux massif et continu d'étudiants, mais aussi de chercheurs confirmés dont le pays a bénéficié tout au long de la décennie sur une échelle encore plus élevée 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 supérieur, à la fuite des capitaux<sup>44</sup>. Si la

<sup>40</sup> Jean Gadrey est la principale exception.

<sup>41</sup> 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.

<sup>42</sup> 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.

<sup>43</sup> D. Henwood, *Booming, Borrowing and Consuming : the U.S. Economy in 1999*, Monthly Review, juillet-août 1999

<sup>44</sup> 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

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 cyclique<sup>45</sup> 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-Unis<sup>46</sup>. Enfin, on ne saurait oublier le rôle essentiel des dépenses publiques. 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-ups. Enfin, l'annonce d'une très forte relance de la R-D militaire dans le programme du "bouclier nucléaire"<sup>47</sup> a servi à rappeler que c'est par ce moyen que les Etats-Unis ont toujours alimenté le flux d'innovation. En revanche, pour ce qui est du recours par les firmes aux moyens de financement offerts par le « capital-risque » et le NASDAQ, les études les plus récentes telles que celles dont Mary O'Sullivan et Bill Lazonick ont rendu compte à ARC II, ont mis en lumière les mécanismes de fragilisation de l'innovation industrielle privée mis en mouvement par son interconnexion avec un financement spéculatif de marché financier.

### ***La gouvernance d'entreprise des actionnaires institutionnels***

Le second ensemble de positions sur lesquelles la thèse du « cercle vertueux » repose, et à partir desquelles celui-ci peut être contesté, est celui des effets bénéfiques de la gouvernance d'entreprise des actionnaires institutionnels (dits « minoritaires ») auxquels la liquidité permet « *the Wall Street walk* », c'est-à-dire le désengagement à tout moment au moyen de la vente des titres. C'est André Orléan qui y a consacré l'analyse la plus longue. Ses conclusions nuancent sensiblement, pour le moins, celles de Michel Aglietta. La synthèse qu'il propose au chapitre IV de son livre, des recherches menées en économie industrielle (au LEREP de Toulouse par exemple) et en économie de la technologie (notamment celles menées par le groupe de l'INSEAD animé par Mary O'Connor et W. Lazonick), conclut « *à une soumission de la production aux principes de la liquidité financière* »<sup>48</sup>. La critique peut être menée de façon plus complète encore aujourd'hui sur la base de l'expérience des secteurs de la téléphonie et des équipements et logiciels de la E-economy, où la suraccumulation et la surproduction se sont développées parallèlement à une subordination encore plus forte qu'avant des stratégies et des investissements de R-D aux disponibilités de capital-risque et aux fluctuations du marché des valeurs technologiques.

### ***Marchés financiers, répartition du revenu et équilibres macro-économiques***

La troisième série d'arguments tournent autour des fonctions que le régime financiarisé « patrimonial » confie aux marchés financiers et des conditions qui doivent être satisfaites pour la manière dont ils les remplissent. Les fonctions ne concernent pas seulement la détermination du niveau et de l'orientation de l'investissement et l'exercice d'un pouvoir de contrôle et/ou d'initiative en matière de fusions et de restructurations. Elles concernent tout autant, la répartition du revenu et le niveau de la consommation des ménages. Michel Aglietta le souligne clairement, mais il traite la répartition uniquement sous l'angle du « *partage du*

---

“ comportement de prédation et de free riding ” par rapport aux investissements de formation de capital humain du reste du monde (page 40).

<sup>45</sup> Voir D. Guellec et E. Ionadis, Causes of fluctuations in R&D expenditures : a quantitative analysis, *OECD Economic Review*, Paris, 1997

<sup>46</sup> 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.

<sup>47</sup> Voir Claude Serfati, *La mondialisation armée : le déséquilibre de la terre*, La Discorde, Textuel, Paris, 2001.

<sup>48</sup> Op. cit., page 216.

*profit (plans d'épargne, intéressement des salariés, stock options) dont dépend la distribution des dividendes* ». Il le fait donc en évacuant la question des salaires et de l'emploi. C'est ici que Frédéric Lordon, en particulier, présente des positions tout à fait différentes.

Lordon consacre le troisième chapitre de son livre, *«le salariat exposé à tous les risques* », aux conséquences du pouvoir actionnarial et de la gestion patronale à priorité financière sur le rapport salarial. Dans le régime financiarisé, c'est sur les salariés que *« se concentrent et s'ajustent toutes les tensions »* – celles des orientations de politiques publiques conçues pour satisfaire « les marchés », celles des transformations des formes de la concurrence sous l'effet de la libéralisation des échanges et de la délocalisation des firmes, et enfin pour couronner le tout, celles des critères de gestion financiers pour satisfaire les normes actionnariales : *« le coup de force de l'EVA, est de poser la définition d'une sorte de revenu actionnarial minimum garanti »* (souligné par l'auteur)<sup>49</sup>. C'est la fonction des politiques de flexibilité et de précarité, qui peuvent être aussi interprétées comme représentant *«la tentative d'imposer au facteur travail un équivalent de la propriété de liquidité dont le marché financier dote le capital* » (souligné par l'auteur). Dans le régime d'accumulation financiarisé, les salaires ont le statut *« de grandeur résiduelle qui était autrefois le propre du profit »*. Plus fondamentalement encore *« c'est une gigantesque redistribution du risque qui s'opère entre capitalistes et salariés »*<sup>50</sup>.

Les effets de cette redistribution ne sont pas seulement politiques et sociaux. A partir du moment où les salaires deviennent la variable d'ajustement du régime financierisé, le montant des revenus financiers (effectifs ou anticipés), et partant le niveau des cours de Bourse deviennent des variables critiques dans la détermination des équilibres macro-économiques. C'est des marchés et de ceux qui y interviennent que dépend le fameux « effet richesse » si difficile à mesurer avec précision, mais pourtant si important, puisqu'il commande les anticipations de tous les agents – les ménages, les entreprises et les banques dont la création de crédit est fortement influencé par le niveau de la Bourse. On aboutit à la situation actuelle dans laquelle la consommation des ménages et donc les projections de croissance sont suspendues au niveau des cours. La configuration du régime financiarisé suppose que les marchés financiers prennent le relais des politiques économiques et des conventions collectives salariales fordistes et occupent leur place dans la détermination du niveau de la demande et donc de l'activité économique. En sont-ils capables ?

Lire André Orléan, c'est comprendre une partie importante des raisons qui rendent cet espoir illusoire. Grâce à « l'autonomie » que leur procure la liquidité et aussi longtemps que celle-ci leur paraît assurée, les marchés financiers construisent un environnement clos, un monde où les fétiches règnent sans partage. C'est ainsi que *« la logique financière se clôt sur elle-même et devient auto-référentielle : la rationalité économique fautive d'être ancrée dans une médiation sociale qui en détermine la finalité, dégénère en rationalité mimétique »* (page 254). C'est là qu'André Orléan situe le talon d'Achille de la finance. Son extraordinaire capacité à se rendre imperméable pendant de longues périodes à ce qui se passe dans le monde réel a pour effet de permettre la formation de conventions, dont les emballements sont à l'origine des bulles financières et boursières, ouvrant la voie à des krachs. En 1999 déjà, André Orléan n'hésitait pas à annoncer pour une date indéterminée mais tout de même pas très éloignée, une *« correction de grande ampleur »*. Lorsqu'elle interviendra, elle aura comme conséquence (entre autres effets) de détruire peut-être une partie de la capitalisation

<sup>49</sup> *Pensions, pièges à cons, op. cit.*, page 61.

<sup>50</sup> *Ibid*, pages 62-63.

factice (le capital fictif), et certainement celle de poser au grand jour la validité douteuse d'un régime d'accumulation ayant la valorisation patrimoniale comme fondement.

Les ingrédients immédiats de ce krach annoncé, sans qu'on puisse en prévoir ni l'ampleur ni la date, sont constitués par « *le mimétisme des gérants de l'épargne collective, l'autorenforcement des dynamiques financières et la myopie des anticipations conventionnelles* »<sup>51</sup>. La vulnérabilité de l'autonomie des marchés naît du fait que la liquidité repose sur des mécanismes de cotation des titres fondés sur les évaluations subjectives des tenants du marché et des investisseurs. Les évaluations se forment dans des conditions où ce qui domine est « *la rationalité autoréférentielle* ». Le niveau des cours qui émerge de la confrontation interne entre participants au marché a pour ceux-ci la valeur d'un consensus, mais celui se forme dans des conditions où « *l'autoréférentialité des interactions fait émerger une opinion commune par le seul jeu de l'autoréalisation des croyances, non parce qu'elle est intrinsèquement vraie, mais parce que tout le monde croit qu'elle est vraie* »<sup>52</sup>.

### **3. Un résumé des tendances lourdes**

Arrivé à ce point, il est intéressant de rappeler les éléments à partir desquels un régime d'accumulation peut être apprécié. Dans la définition proposée classiquement par Robert Boyer, ils comprennent « *un type d'évolution de l'organisation de la production et des rapports des salariés aux moyens de production ; un horizon temporel de valorisation du capital sur la base duquel peuvent se dégager des principes de gestion ; un partage de la valeur permettant la reproduction dynamique des différentes classes ou groupes sociaux ; et une composition de la demande sociale validant l'évolution tendancielle des capacités de production* »<sup>53</sup>. Dans la lecture qui vient d'être faite des présentations du régime d'accumulation financiarisé, les tendances lourdes qui paraissent se dégager, peuvent être synthétisées comme suit, la notable exception étant les conclusions auxquelles aboutit Michel Aglietta.

(1) L'organisation de la production et des rapport des salariés aux moyens de production a connu des transformations défavorables aux salariés. Celles-ci se sont produites sous le double effet de la nouvelle gouvernance d'entreprise, mais aussi du processus de libéralisation, de déréglementation et de mondialisation – dont l'un des principaux effets est d'instaurer une concurrence internationale de plus en plus sévère entre salariés. La flexibilisation et la précarisation du travail ont conduit à une perte encore accrue des salariés de toute emprise sur leurs moyens de production.

(2) Les marchés financiers et le nouvel actionariat institutionnel commandent non seulement l'horizon temporel de valorisation du capital, mais aussi les champs de valorisation du capital, ainsi que leur re-découpage. C'est par rapport à la maximisation de la valeur actionnariale que se dégagent les principes de gestion des entreprises dans le nouveau régime.

(3) La nouvelle configuration du partage de la valeur marquée par le pouvoir des créanciers (au sens élargi d'Anfré Orléan) ne permet plus la reproduction de l'ensemble des classes ou groupes sociaux. Au contraire, elle produit la « marginalisation » et « l'exclusion », fléaux sociaux propres au régime d'accumulation financiarisé.

<sup>51</sup> A. Orléan, *Le pouvoir de la finance*, op. cit., page 260.

<sup>52</sup> *Ibid*, page 84.

<sup>53</sup> Boyer, *La théorie de la régulation*, op. cit., page 46.

(4) Pris en conjonction avec l'émergence d'un « l'Etat libéral » qui transfère au marché les fonctions de détermination de la composition de la demande sociale qu'il assumait auparavant, les phénomènes qui viennent d'être énumérés, touchent de plein fouet la configuration de la répartition, et partant, le niveau et le contenu en marchandises et services de la demande effective. La validation de l'évolution tendancielle des capacités de production en est plus ou moins fortement atteinte, le degré de gravité variant de pays à pays. La satisfaction des besoins sociaux recule, même dans les anciens pays à « compromis sociale-démocrate ».

(5) Enfin, la place occupée par les marchés financiers dans l'architecture du régime financiarisé rend peu vraisemblable un mouvement de reproduction tant soit stable du régime financiarisé. Cette instabilité, qui peut être chronique dans des conjonctures données, n'est pas le fait de la fragilité financière systémique née de la mondialisation financière, même si celle-ci l'aggrave par des chocs en retour. Elle est endogène à la constitution et au fonctionnement des marchés de titres.

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

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 à condition d'être insérée dans le cadre plus large des relations économiques et financières d'une économie mondiale, dont 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 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<sup>54</sup>.

##### **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* ».

<sup>54</sup> Voir mon chapitre dans François Chesnais, Gérard Duménil, Dominique Lévy, Emmanuel Wallerstein, *Une nouvelle phase du capitalisme ?*, Collection Séminaire marxiste, Syllepse, Paris, 2001.

centrales » (ici c'est moi qui souligne)<sup>55</sup>. A ma connaissance, cette position a été peu discutée publiquement. Le Forum permet de 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, ouvertes à un très petit nombre de pays (...) en régime financiarisé ». Le krach boursier lent de New York, à étapes ou épisodes successifs, qui pourrait 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 « émergents », ne va pas balayer d'un coup le régime financiarisé. Les crises financières et la récession qui viennent font que les contradictions fondamentales du capitalisme ont été aggravées et non pas contenues par ce régime. Elles vont mettre en évidence son incapacité à remplir les attributs d'un régime d'accumulation tel que conçu par l'Ecole de la régulation. Mais 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 phase d'une croissance en régime financierisé.

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* ”<sup>56</sup>. C'est ce qu'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<sup>57</sup>. 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* ”<sup>58</sup>.

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 est, jusqu'à un certain point, dans l'économie réelle.

<sup>55</sup> *Fonds de pension, op. cit.*, page 80.

<sup>56</sup> Lordon, *op.cit.* page 80.

<sup>57</sup> Voir “ Shares without the other bit ”, *The Economist*, 20 novembre 1999, page 111.

<sup>58</sup> Lordon, *op.cit.* page 80.

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 extérieurs aux marchés. 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<sup>59</sup>. 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 également bénéficié de facteurs 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 à 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)<sup>60</sup>. 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.

<sup>59</sup> 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.

<sup>60</sup> 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.

Ensuite, il y a le rôle, peut-être décisif, des relations économiques extérieures. Il est impossible de dissocier les performances macroéconomiques et boursières américaines de trois déficits ou déséquilibres étroitement interconnectés<sup>61</sup> : 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<sup>62</sup>. 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

<sup>61</sup> Pour un résumé clair, voir encore « America's economy : Slowing down, to what ? », *op.cit.*

<sup>62</sup> Voir « America's economy : Slowing down, to what ? », *The Economist, op.cit.*

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<sup>63</sup>. 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<sup>64</sup>.

### **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 plutôt que de l’industrie ou même des activités de services non-financières, ont été des conditions déterminantes de la croissance des Etats-Unis. Ceux-ci ne sont pas pour autant « extérieurs » à l’économie mondiale. L’économie américaine subit en retour certaines des conséquences des relations construites avec la « périphérie de l’Empire », et est affectée, à un moment donné, par les effets de la libéralisation et de la déréglementation exigées des autres pays.

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, elle 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 du point de vue de l’Ecole de la régulation plus cruciale 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 qui ont donné naissance au nouveau régime et qui cherchent à le projeter mondialement, ne restent pas extérieurs à des processus qui les englobent et qui finissent pas se présenter à eux également comme des éléments « objectifs » extraordinairement contraignants. La théorie de la finance,

<sup>63</sup> Voir le rapport présenté à la US Trade Deficit Review Commission, *The Impact of Capital Mobility on Workers, Wages and Union Organisation*, septembre 2000.

<sup>64</sup> Chiffres cités par Olivier Davanne dans le rapport du Conseil d’analyse économique, *Nouvelle économie*, op.cit, page 62.

comprise comme force « autonome » construite sur l'institution de la liquidité, montre 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 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'est pas libre. Il concerne des économies 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, 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 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* »<sup>65</sup>.

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, ne lui

---

<sup>65</sup> F. Lordon, « Le nouvel agenda de la politique économique en régime d'accumulation financiarisé », dans G. Duménil et D. Lévy, *op. cit.*

interdit pas d'être 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. 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 le prétendu " consensus de Washington ") et ensuite de l'OMC, celui-ci 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 <sup>66</sup>. 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.

---

<sup>66</sup> 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.

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 tendanciuellement. 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<sup>67</sup>. 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)<sup>68</sup>. 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

<sup>67</sup> 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.

<sup>68</sup> Voir ma réflexion sur le Pouvoir de la Finance, dans *l’Année de la régulation*, 2000.

part des investisseurs<sup>69</sup> 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.

\*\*\*\*\*

Le régime d'accumulation financiarisé présente des bouclages et des processus cumulatifs nouveaux exhibant des traits systémiques. 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.

---

<sup>69</sup> 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'in fine 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 crise précisément parce que le marché refuse de faire face à cet engagement ”, op. cit. page 136.

