

**N° 2000-08**

**DEUX DEFIS**  
**POUR LE XXI<sup>e</sup> SIECLE :**  
*DISCIPLINER LA FINANCE ET*  
*ORGANISER L'INTERNATIONALISATION.*

**Robert BOYER**

CEPREMAP, CNRS, E.H.E.S.S.  
142, Rue du Chevaleret 75013 PARIS, France  
Tél. : +33 (0)1 40 77 84 28 - Fax : +33 (0)1 44 24 38 57  
e-mail : robert.boyer@cepremap.cnrs.fr

**Internet** : Consulter le WEB : <http://www.cepremap.cnrs.fr>

**DEUX DEFIS POUR LE XXI<sup>e</sup> SIECLE : DISCIPLINER LA FINANCE ET ORGANISER  
L'INTERNATIONALISATION.  
Robert BOYER**

**RÉSUMÉ**

L'article tire un bilan de la crise financière asiatique et analyse les diverses propositions faites depuis lors en vue d'en éviter la répétition. Il ressort que la globalisation financière a déstabilisé les effets potentiellement favorables de l'ouverture au commerce international et à l'investissement productif. La crise de 1997 s'est diffusée à un grand nombre d'économies, mais selon des modalités propres à leur mode de régulation. Par ailleurs, l'essor de la finance demeure très inégal selon les pays, car États-Unis et Grande Bretagne occupent une place exceptionnelle. On souligne que la crise financière de 1997 n'a pas eu les conséquences déflationnistes de celle de 1929, sous l'effet des transformations institutionnelles intervenues depuis lors et de la prise de conscience des responsables politiques. Néanmoins, la généralisation des stratégies de croissance par les exportations tend à répéter les situations de surproduction, encore aggravées par la plasticité des flux de capitaux internationaux. Dès lors, le XXI<sup>e</sup> siècle devrait marquer une double inflexion. D'abord par la recherche d'un meilleur équilibre entre dynamique interne et extraversion. Ensuite et surtout par la mise en œuvre d'une série de réformes destinées à éviter la répétition de crises financières majeures. On discute les mérites comparés de diverses options : négociation d'un nouveau système international, plan Brady pour les banques, renforcement des règles prudentielles, meilleure évaluation du risque, recherche de la transparence des flux de capitaux courts, extension de nouveaux marchés d'options ou encore institution d'une taxe de Tobin. En tout état de cause, il serait dangereux d'opérer des bouleversements structurels dans l'organisation productive et sociale des économies en réponse à la seule pression qu'exercent les marchés financiers internationaux. Enfin, la constitution de zones d'intégration régionale définit une voie moyenne entre une internationalisation tous azimuts et un repli protectionniste sur l'espace national.

**Two challenges for the XXIE century: to discipline finance and to organize internationalization.**

**ABSTRACT**

The article draws an assessment from the Asian financial crises and analyzes the various proposals made in order to avoiding their repetition. The financial globalisation destabilized the potentially favorable impact of the opening to international trade and foreign productive investment. The crisis of 1997 has struck various economies, but differently according to their specific modes of "régulation". The rise of finance remains very unequal according to countries, since the United States and the United Kingdom are quite exceptional indeed. The financial crisis of 1997 did not have the deflationary consequences of that of 1929, because major institutional transformations have occurred since then and the political leaders are conscious not to repeat the inter-war patterns. Nevertheless, the generalization of the strategies of export-led growth tends to overproduction, still exacerbated by the speed of international capital flows. Consequently, 21<sup>st</sup> century should mark the search for a better balance between domestic dynamics and internationalization. Similarly a series of reforms should avoid the repetition of major financial crises. Various options are opened: negotiation of a new international system, new Brady plan for the banks, reinforcement of the prudential rules, better methods for risk evaluation, search for a larger transparency of short term capital flows, creation of new markets of options, or institution of a Tobin tax. In any event, it would be dangerous to operate drastic reforms in the productive and social organization of the economies in response to the short term pressure of international financial markets. Lastly, the constitution of zones of regional integration defines a median way between an overall internationalization and a protectionist retreat on national space.

**MOTS CLES** : Finance internationale – Crise asiatique – Réforme du système financier international – Crise financière – Régime patrimonial – Globalisation – Convergence des formes de capitalisme.

**KEYWORDS** : International finance – Asian crisis – international financial system reform – Financial crisis – Finance led regime – Globalization – Convergence of capitalist brand.

**JEL CLASSIFICATION** : F33 – G15 – G38 – O16.

# DEUX DEFIS POUR LE XXI<sup>e</sup> SIECLE : DISCIPLINER LA FINANCE ET ORGANISER L'INTERNATIONALISATION.

Robert BOYER

## TABLE DES MATIERE

INTRODUCTION .....	1
LA FINANCE POUR LE MEILLEUR ET POUR LE PIRE. ....	3
CRISE FINANCIERE GLOBALE, MAIS VARIETE DES CONJONCTURES NATIONALES.....	5
LA FINANCIARISATION DEMEURE TRES INEGALE SELON LES PAYS.....	9
LES GRANDES CRISES FINANCIERES SE SUIVENT MAIS NE SE RESSEMBLENT PAS.....	15
DISCIPLINER LA FINANCE : UN NEW DEAL POUR LE XXI <sup>E</sup> SIECLE ? .....	18
LES VOIES OUVERTES DE L'AVENIR : UNE MULTIPLICITE D'OPTIONS POLITIQUES. ....	21
CONCLUSION .....	29
REFERENCES .....	30

## LISTE DES TABLEAUX ET FIGURES

FIGURE 1 : LA LIBERALISATION FINANCIERE N'EST PAS LA PANACEE. DES EFFETS CONTRADICTOIRES A MOYEN ET A LONG TERME. ....	2
FIGURE 2 : POURQUOI LA CRISE ASIATIQUE S'EST TRANSMISE AU RESTE DU MONDE ET PREND DES FORMES DIFFERENTES SELON LES PAYS ? .....	6
TABLEAU 1 : LE DEGRE DE FINANCIARISATION DE L'ECONOMIE AMERICAINE EST EXCEPTIONNEL .....	11
TABLEAU 2 : PAS DE SUPERIORITE DU CAPITALISME AMERICAIN EN MATIERE DE PERFORMANCE .....	12
TABLEAU 3 : D'UNE CRISE FINANCIERE A UNE CRISE STRUCTURELLE : UNE COMPARAISON DE 1929 AVEC 1998.....	14
FIGURE 3 : COMMENT SURMONTER LA CRISE DE LA GLOBALISATION FINANCIERE : UN PANORAMA DES STRATEGIES OUVERTES AUX GOUVERNEMENTS .....	20
TABLEAU 3 : D'UNE CRISE FINANCIERE A UNE CRISE STRUCTURELLE : UNE COMPARAISON DE 1929 AVEC 1998.....	22

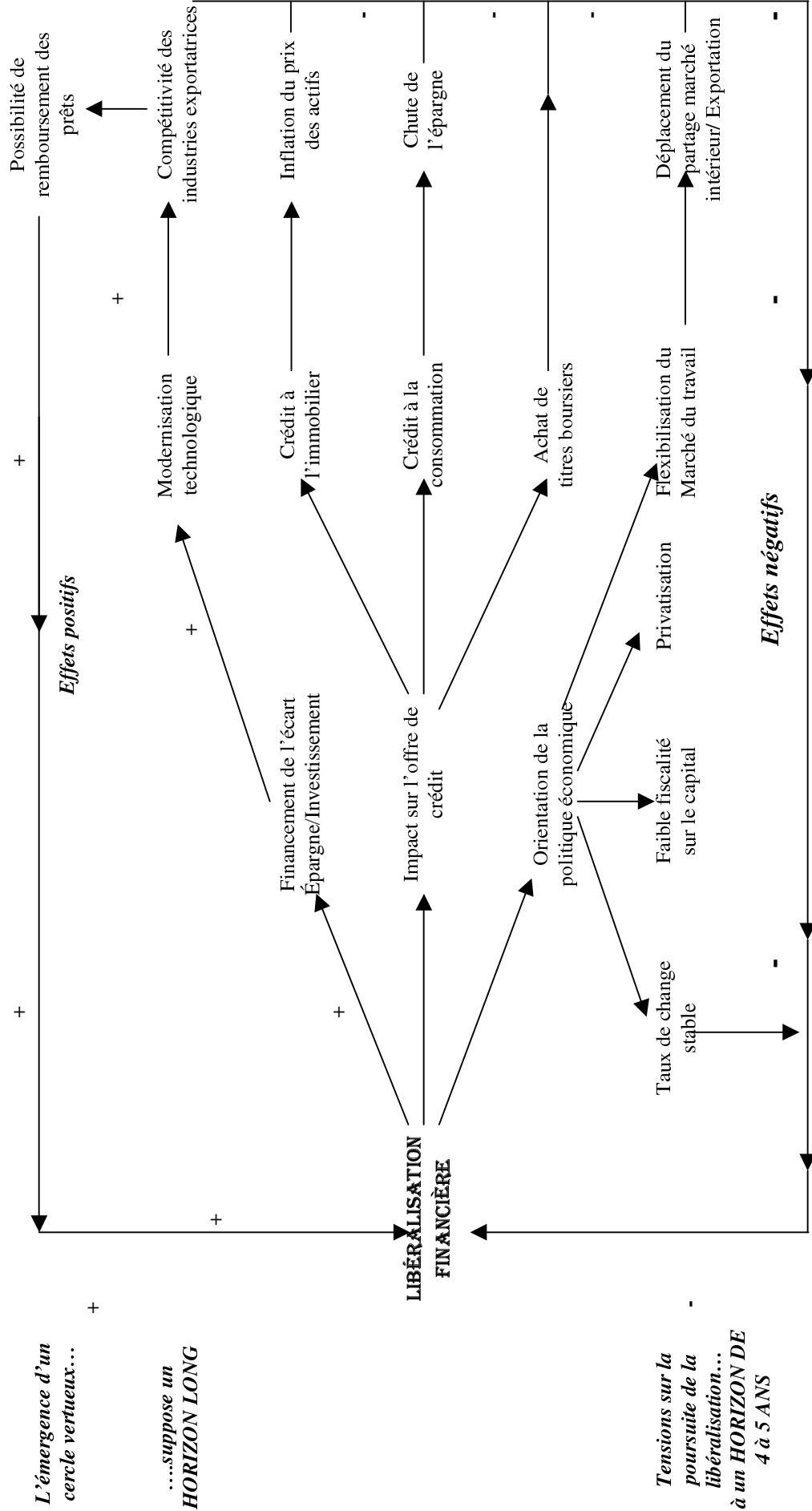
## INTRODUCTION

Les années quatre-vingt-dix semblent avoir marqué un tournant dans la crise qui s'était ouverte dès la fin des années soixante aux États-Unis et qui s'était ensuite propagée aux autres pays développés à l'occasion des chocs pétroliers. Le paradigme productif, propre au fordisme, avait progressivement perdu de son efficacité pour céder la place à de nouveaux principes, que l'économie japonaise semblait avoir découverts et mis en œuvre de façon spécialement efficace. Au point que, dans les années quatre-vingt, certains analystes avaient pu pronostiquer une « japonisation » des systèmes productifs et plus généralement des économies occidentales.

La situation est bien différente à l'issue des années quatre-vingt-dix : la poussée de l'internationalisation des échanges et de la production et plus encore la montée en puissance des innovations financières et leur diffusion à l'échelle internationale marquent une nouvelle étape dans l'émergence de nouveaux modes de régulation. Désormais, les régimes de croissance seraient gouvernés par la recherche tous azimuts de la compétitivité extérieure et de l'insertion dans les réseaux de la finance internationale. En la matière l'économie américaine montrerait la voie aux autres pays, qui devraient d'une façon ou d'une autre suivre ce nouveau modèle gouverné par la finance.

Le présent article s'attache à une analyse critique de cette vision, devenue fort commune. Il montre d'abord qu'il ne faut pas confondre le processus d'internationalisation des échanges et de la production avec la globalisation financière. De fait, les crises financières peuvent se transmettre très rapidement d'un pays à l'autre. Pour autant, les conjonctures nationales et les modes de régulation demeurent extrêmement différenciés. En effet, la financiarisation caractérise surtout les économies américaine et britannique, fort peu l'Allemagne et le Japon, pour ne prendre que ces deux exemples d'alternatives à un capitalisme dominé par de vigoureux mécanismes de marché. Plus encore, si une spéculation modérée tend à stabiliser le fonctionnement des marchés de biens et services, l'accentuation

FIGURE 1 : LA LIBERALISATION FINANCIERE N'EST PAS LA PANACEE. DES EFFETS CONTRADICTOIRES A MOYEN ET A LONG TERME.



L'émergence d'un cercle vertueux...

.... suppose un HORIZON LONG

Tensions sur la poursuite de la libéralisation... à un HORIZON DE 4 à 5 ANS

de la spéculation est potentiellement déstabilisatrice des marchés financiers. Si l'on adopte cette interprétation, il est important de discipliner la finance. Parallèlement, il faut reconnaître que toutes les économies n'ont pas un régime de croissance tirée par les exportations, de sorte qu'on ne saurait appliquer partout les mêmes préceptes de politique économique.

Aussi, l'article se conclut-il par une analyse des mérites comparés des diverses solutions qui ont été proposées pour surmonter les déséquilibres potentiels dont l'économie internationale contemporaine est porteuse. L'idéal serait de négocier une nouvelle architecture financière internationale...mais cette solution n'est pas sans poser de redoutables problèmes politiques.

## **LA FINANCE POUR LE MEILLEUR ET POUR LE PIRE.**

La *déréglementation* des systèmes financiers nationaux, la multiplication des *innovations* créant de nouveaux instruments financiers et la *déterritorialisation* de certains marchés ont marqué les quinze dernières années, au point de transformer significativement la plupart des modes de régulation nationaux. Les gouvernements avaient décidé cette déréglementation dans l'espoir de favoriser l'investissement, la croissance et l'emploi, tout en permettant une évolution régulière de la conjoncture [Aglietta, Brender, Coudert, 1990]. Ce mouvement était commun aux grands pays industrialisés comme aux économies émergentes, qui ont ainsi connu une importation accélérée des instruments financiers les plus sophistiqués en provenance de Wall Street ou de la City. Il n'est dès lors pas surprenant qu'ait été ainsi créée une désynchronisation entre les institutions qui gouvernaient le régime de croissance de la plupart des pays et le nouveau régime financier issu de l'ouverture à ces innovations.

Rétrospectivement, on peut mettre en évidence les effets contradictoires de cette ouverture à la finance internationale (figure 1) :

- D'un côté, l'afflux de capitaux étrangers, lorsqu'ils prennent la forme d'investissements directs, contribue à la formation de *capacités de production nouvelles*, qui incorporent les dernières avancées technologiques car le but des multinationales est, dans les années quatre-vingt-dix, de constituer, dans les pays sélectionnés, une base productive assurant

la compétitivité à l'échelle internationale. Cette stratégie s'oppose termes à termes à celles qui visaient à la substitution d'importations. Si les conditions macroéconomiques sont suffisamment stables et les flux de capitaux se prolongent sur une période de l'ordre de la décennie, on peut alors imaginer qu'un surcroît d'exportations permette à terme de rembourser la dette extérieure, en l'occurrence privée. Ce mouvement marque une différence par rapport aux années quatre-vingt au cours desquelles les prêts internationaux se dirigeaient vers le financement des déficits publics. C'est le côté *vertueux* de la globalisation, l'emprunt sur les marchés internationaux permettant d'anticiper le relèvement du taux d'épargne national, tout en accélérant la croissance. Mais il est une autre conséquence, plus problématique.

- D'un autre côté en effet, l'investissement prend aussi la forme de la diversification des portefeuilles d'actions et d'obligations, ce que saisit la notion de « marché émergent ». Les relations avec le relèvement de l'efficacité productive peuvent s'avérer à l'inverse du cercle vertueux précédent. D'abord, l'offre de crédit devient abondante et se répercute dans le boom de l'immobilier, l'essor du crédit à la consommation et l'achat de titres boursiers, autant de mouvements qui lancent *une bulle spéculative* qui n'a épargné aucun des pays réputés prometteurs, tant en Amérique latine qu'en Asie [Contamin, Lacu, 1998]. L'inflation du prix des actifs, dans certains cas la chute du taux d'épargne et le déplacement de la production des exportations vers le marché domestique induisent *un cercle vicieux*, qui tend à s'opposer à la spirale vertueuse qui était anticipée comme déterminante au moment de la libéralisation financière. Il suffit que le taux de change soit maintenu stable par rapport à une monnaie de référence, souvent le dollar, pour que les tensions inflationnistes se manifestent par une détérioration de la balance commerciale, qui, au-delà d'un certain seuil finit par alerter la communauté internationale et précipiter le retrait des capitaux courts [UNCTAD, 1998 : 59-76]. Les systèmes bancaire et financier manifestent alors leur fragilité structurelle, ce qui ne manque pas d'accentuer la volatilité macroéconomique, comme l'avaient déjà montré les pays Latino-américains [Inter-American Development Bank, 1995].

Le drame du Mexique, puis de l'Indonésie, de la Thaïlande, de la Corée est précisément que ce retournement de l'appréciation des marchés financiers intervient avant que n'aient été engrangés les bénéfices de la modernisation technologique et industrielle. Ainsi la libéralisation financière induit-elle dans ces pays une série de crises qui prennent une forme

sans précédent...ce qui n'est pas sans désarçonner les Ministres des Finances et les banquiers centraux. Plus encore, les évolutions observées jettent quelques doutes sur la stratégie et les plans d'ajustement du FMI, fondés sur une idée simple : « un même modèle, une même crise, une même thérapie pour tous ».

Plus généralement, la finance internationale a introduit une extrême plasticité dans le processus d'accumulation et de consommation à court moyen terme, mais avec le risque symétrique d'accroître la dureté de la crise financière et économique qui succède à la période d'emballlement et de spéculation. Le sur-ajustement, tant à la hausse qu'à la baisse, constitue un trait marquant des marchés financiers. S'il est bien connu que toutes les bulles financières finissent par exploser, comme le montre la remarquable histoire de Charles Kindleberger (1989), il est plus exceptionnel qu'elles débouchent sur une dépression cumulative et de grande ampleur. Le seul précédent à la crise de la fin des années quatre-vingt-dix n'est autre que la grande dépression observée de 1929 à 1932. Mais l'histoire économique et financière enseigne que les crises se succèdent mais ne se ressemblent pas, puisque les réformes institutionnelles entreprises pour les surmonter suscitent l'émergence d'un nouveau mode de régulation, affecté à son tour par une crise structurelle originale [Boyer, Saillard, 1995].

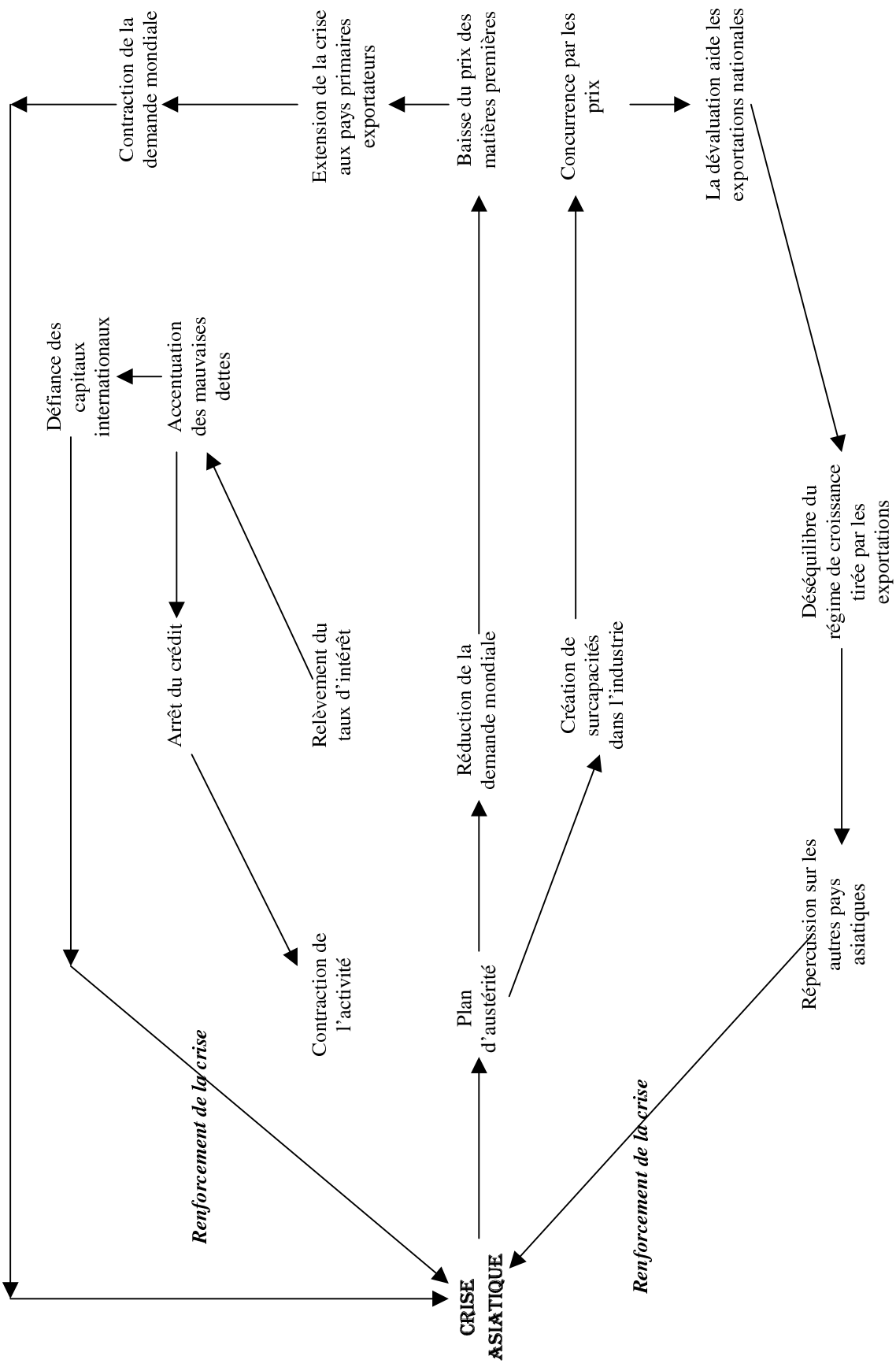
## **CRISE FINANCIERE GLOBALE, MAIS VARIETE DES CONJONCTURES NATIONALES.**

Cet ajustement, souvent dramatique, prend-il la même forme dans tous les pays ? Si l'hypothèse de la globalisation comme principe de cohésion du système international sans précédent était fondée, c'est ce que l'on devrait observer, à quelques frictions près, introduites par la persistance des institutions nationales en voie de normalisation. Il s'agit plus d'une nouvelle forme d'interdépendances entre économies nationales que d'une homogénéisation des économies et leur fusion dans le grand chaudron de la globalisation [Boyer, 1997 ; Lafay & Alii, 1999].

C'est ce qu'on peut vérifier directement à travers une analyse des mécanismes de transmission de la crise asiatique (Figure 2). Trois principaux mécanismes sont à l'œuvre.



**FIGURE 2 : POURQUOI LA CRISE ASIATIQUE S'EST TRANSMISE AU RESTE DU MONDE ET PREND DES FORMES DIFFERENTES SELON LES PAYS ?**



- En premier lieu, les pays asiatiques sont contraints d'accepter *un plan d'ajustement structurel* pour obtenir l'aide du FMI. Or ces plans ont été élaborés pour des pays qui souffraient d'importants déficits publics et d'une gestion monétaire laxiste et non pas d'une fragilité systémique du système bancaire. En effet, sous l'effet d'une libéralisation accélérée, n'ont pas été introduits les mécanismes pruden­tiels et les organismes de contrôle qui se sont avérés nécessaires dans les pays développés pour éviter les crises financières majeures [Williamson, Mahar, 1999 ; Aglietta, 1995 ; 1998]. En conséquence, le relèvement du taux d'intérêt, la contraction des dépenses publiques, les pressions à l'ouverture du marché intérieur et l'acquisition de firmes nationales par le capital étranger, sans oublier la remise en cause de la législation du travail protégeant les salariés, constituent autant de facteurs qui, dans un premier temps, accentuent la contraction de l'activité pour chaque pays. Cette évolution défavorable affaiblit encore plus le système bancaire et favorise l'accumulation de nouvelles mauvaises dettes. Il est remarquable que la politique strictement opposée ait été mise en œuvre aux États-Unis à l'automne 1998 : une baisse des taux d'intérêt directeur de la Banque Centrale est venue atténuer la pression sur les « Hedge funds » dont la spéculation malheureuse aurait pu précipiter une crise systémique.
- En second lieu, la plupart des nouveaux pays industrialisés héritent de *surcapacités* manifestes dès lors qu'éclate la bulle spéculative [Hochraich, 1999 ; Godement, 1999]. Comme les plans d'ajustement visent à réduire la demande intérieure, l'effort des entreprises domestiques se porte sur les marchés extérieurs. Comme ce mouvement est général, intervient une baisse importante des prix à l'exportation, ce qui renforce les pressions concurrentielles sur les autres pays et pousse souvent à la dévaluation de leur monnaie nationale. Ce mécanisme est présent entre les pays du Sud-Est asiatique, mais il concerne aussi l'Amérique latine. Il suffit de prendre l'exemple de l'industrie des composants électroniques ou de l'automobile pour voir combien la stratégie d'exportation sur le marché mondial a suscité l'essor des surcapacités à l'échelle mondiale. C'est à travers ce mécanisme que la crise des pays asiatiques se transmet aux économies les plus prospères, Nord-Américaine comme Européennes. L'effet est favorable sur le contrôle de l'inflation, obsession des Banques centrales, mais il est plus problématique concernant les profits des grandes multinationales ! Ce mouvement se répercute sur l'instabilité des cotations boursières à Wall Street comme sur la plupart des autres marchés. Après une période de corrections à la suite de la crise russe d'août 1998, l'envolée des cours

boursiers repart de plus belle à Wall Street, au nom de la recherche de la qualité des actifs financiers détenus (« flight to quality »). Compte tenu des incertitudes asiatiques, de la langueur japonaise et de la conjoncture européenne morose du premier semestre 1999, les capitaux afflux aux États-Unis, ce qui relance la bulle spéculative.

- Enfin, le marché international des *matières premières* est un bon baromètre de la conjoncture mondiale. Comme l'Asie constituait la zone de croissance la plus dynamique, le retournement de l'activité réduit la demande de pétrole et plus généralement de matières premières. Voilà pourquoi des pays aussi différents que le Canada, la Norvège, la Russie ou le Venezuela sont finalement touchés par l'éclatement de la crise financière asiatique, mais une année plus tard. À son tour ce mouvement fait retour sur l'évaluation des profits et des valeurs boursières pour les entreprises pétrolières et celles opérant sur les marchés des matières premières. Même au sein des pays producteurs de matières premières, la crise se diffracte selon des modalités qui sont finalement très spécifiques : qui oserait assimiler la trajectoire de la Norvège et de la Russie ou du Canada et du Venezuela ? Les modes de régulation demeurent fondamentalement nationaux, mais ils sont soumis à des chocs qui ne sont plus exclusivement domestiques, mais de plus en plus internationaux [Berger, Dore, 1996 ; Hollingsworth, Boyer, 1997].

Ainsi se vérifie à nouveau *la diversité des trajectoires nationales*. Qu'on en juge !

- En *Russie*, la financiarisation déstabilise encore un système productif, déjà fort mal en point du fait de l'accentuation des inégalités et l'ouverture au commerce international y compris pour les biens les plus essentiels tels les produits agricoles [Sapir, 1996 ; 1998].
- Aux *États-Unis*, la crise financière commence seulement à se faire sentir en octobre 1998, lorsque le choc en retour de la crise financière de l'été 1997 s'inscrit dans les comptes des grandes entreprises américaines. Mais, du fait de la reprise boursière, l'optimisme revient très vite et alimente la croyance en l'émergence d'une « Nouvelle économie », qui bénéficierait d'une croissance régulière et serait affranchie tant des risques d'inflation que de récession [The Economist, 1999c].
- Pour sa part le *Japon* explore depuis 1991 les difficultés de gestion d'un système bancaire libéralisé au cœur d'une bulle spéculative et incapable, depuis lors, de résoudre de lui-même le problème des mauvaises dettes. L'évolution du taux de change entre le Dollar et le Yen rythme le développement de la crise japonaise [McKinnon, 1999]. Des injections budgétaires massives et un taux d'intérêt voisin

de zéro parviennent à peine à enrayer la récession, qui s'interrompt au premier trimestre 1997.

- En un sens, *les pays du Sud-Est asiatique* connaissent depuis 1997 une évolution de même type, bien que beaucoup plus brutale car leur mode de régulation interne est loin d'avoir les stabilisateurs dont bénéficie l'économie nipponne [Godement, 1999]. Mais à nouveau il faut noter que les évolutions en Corée, Thaïlande, et Indonésie, s'avèrent extrêmement contrastées.
- *Les pays d'Amérique latine* sont aussi pris dans la tourmente et le désarroi gagne les responsables politiques. Comme le déclarait le Ministre mexicain des Finances à l'été 1998 : « comment se fait-il que le Mexique soit en crise alors même que le gouvernement a suivi toutes les instructions des organismes internationaux ? ». Les différences dans la gestion monétaires de l'Argentine et du Brésil conduisent à une forte variabilité du change, qui n'est pas sans déstabiliser le MERCOSUR.
- Enfin, en *Europe*, le lancement de l'Euro a permis de stabiliser les taux de change entre les onze pays participants...ce qui en un sens légitime pleinement l'intégration monétaire européenne...mais s'est posé, dès janvier 1999, le problème de l'appréciation de la viabilité de l'Euro par les marchés financiers internationaux. Or les difficultés de coordination des politiques budgétaires nationales et les conflits à propos de la stratégie de la Banque Centrale Européenne n'ont pas manqué d'alimenter la suspicion de financiers, rendus adverses au risque, par l'expérience récente. La dépréciation de l'Euro par rapport au dollar de janvier à août 1999 résulte tout autant des différences de conjoncture et de politique monétaire de part et d'autre de l'Atlantique, que de la difficile naissance d'une nouvelle monnaie dans le contexte de marchés financiers globalisés [Boyer, 1999a].

## **LA FINANCIARISATION DEMEURE TRES INEGALE SELON LES PAYS.**

Cette permanence d'une forte différenciation des trajectoires nationales suggère que la globalisation est loin d'avoir conquis tous les territoires et d'avoir transformé en conséquence toutes les institutions économiques domestiques. Mais on peut donner deux

interprétations contradictoires de ce décalage entre les innovations financières transnationalisées et les institutions nationales.

- Soit on peut considérer que l'ampleur de la crise, des pays asiatiques par exemple, provient du *retard dans l'adoption des règles d'une économie financière* pleinement développée. L'ouverture financière ne s'est pas accompagnée de la modernisation correspondante des outils de gestion du risque [Williamson and Mahar, 1999]. En conséquence, les gouvernements devraient poursuivre contre vents et marées l'importation des règles et organismes de contrôle qui gouvernent le régime financier des États-Unis ou alternativement la Grande Bretagne, pays traditionnellement les plus avancés en matière d'innovations et de gestion du risque. La question se pose bien entendu pour le Japon. Mais il est clair que les autres institutions domestiques doivent être réformées en conséquence, puisque le maintien d'une rentabilité élevée et la plus stable possible, exigé par les fonds de pension par exemple, n'est en général pas compatible avec la codification du rapport salarial ou le style de gestion de l'État. Voilà pourquoi en Corée par exemple, la question de la flexibilisation du travail a été relancée après l'éclatement de la crise de 1997.
- Soit au contraire, la crise financière contemporaine n'est autre qu'un épisode, à la suite de beaucoup d'autres [Kindleberger, 1978], au cours duquel la spéculation a tenté de s'affranchir des contraintes économiques et sociales dans lesquelles elle était insérée auparavant. Mais très rapidement survient une crise dont la sévérité montre la *non viabilité* d'un régime totalement gouverné par la finance, ce qui rejoint un thème cher à John Maynard Keynes [1936]...mais aussi Karl Polanyi [1946]. Selon cette seconde interprétation, il faut au contraire *discipliner à nouveau l'innovation financière* pour qu'elle réponde à l'impératif de stabilisation de l'économie internationale et à la régularité de l'accumulation du capital productif à l'échelle nationale [Orléan, 1998]. À ce propos n'est-il pas remarquable que les économies dans lesquelles la libéralisation financière a été menée de façon prudente (l'Allemagne, l'Inde) ou encore dans lesquelles le capital productif est le bienvenu mais pas le capital spéculatif (situation du Chili avant 1998), ont connu des évolutions beaucoup plus maîtrisées, sans crise majeure, en dépit des turbulences mondiales ?

**TABLEAU 1 : LE DEGRE DE FINANCIARISATION DE L'ECONOMIE AMERICAINE EST  
EXCEPTIONNEL**

<b>PAYS</b> <b>PARAMÈTRES</b>	<b>États-Unis</b>	<b>Grande Bretagne</b>	<b>Canada</b>	<b>Japon</b>	<b>Allemagne</b>	<b>France</b>
1. Propension à consommer (1996)	0.95	0.926	0.956	0.869	0.884	0.908
2. Richesse en actions et titres / Revenu disponible (1997) %	145	75	95	30	25	20
3. Ampleur des gains en capital / Revenu disponible (%)	35.5	15	11	-7	7	5
4. Part des actions et obligations dans les actifs financiers des ménages	28.4	52.4	n.d.	25.3	21.3	14.5
4. Taux du marché monétaire	5.34	7.38	5.20	0.32	3.5	3.46
5. Rendement des obligations	6.51	5.59	7.30	1.06	3.97	4.23
6. Rentabilité de référence	12%-16%	12%-16%	12%-16%	5%	6%-7%	9%

Sources : ligne (1), Keizen Koho Center [1998 : 97].

Lignes (2) et (3) The Economist, September [1998 : 129]

Ligne (4) Asahi Shimbun [1998 : 26]

Ligne (5) The Economist [1998 : 129]

De fait, tous les pays ne sont pas aux marges d'un nouveau régime d'accumulation qui serait intégralement gouverné par la finance (Tableau 1). Seuls *les pays Anglo-saxons*, au premier rang desquels les États-Unis, sont candidats à un tel régime. En effet, la richesse en actions et en titres est importante en proportion du revenu disponible et semble jouer un rôle dans une propension à consommer particulièrement élevée, qui au demeurant augmente encore au fur et à mesure que se développent les placements financiers des ménages américains. En septembre 1998, le taux d'épargne est devenu négatif (- 0,2 %) aux États-Unis, car les ménages ont financé leur consommation par un recours au crédit, et cette situation est sans précédent depuis 1959. Par ailleurs, la Bourse est un mécanisme essentiel d'allocation du capital et de contrôle du mode de gouvernement des firmes à travers par exemple la recherche de taux de rendement beaucoup plus élevés qu'en Europe ou en Asie. Par contraste, l'Allemagne est très loin d'avoir les mêmes caractéristiques, ce qui explique sans doute les évolutions différentes observées de part et d'autre de l'Atlantique.

TABLEAU 2 : PAS DE SUPERIORITE DU CAPITALISME AMERICAIN EN MATIERE DE PERFORMANCE

	PERFORMANCES DES FIRMES		ACCÈS A L'EMPLOI ET DURÉE DU TRAVAIL			PARTAGE DES FRUITS DE LA CROISSANCE		JUSTICE SOCIALE Rapport des salaires masculins entre le 9 <sup>ème</sup> et 1 <sup>er</sup> déciles		
	Taux de profit 1997 (%)	Taux de croissance de la productivité manufacturières 1990-1997 (%)	Durée du travail Heure/an 1996	Taux de croissance de l'emploi 1990-1998 (%)	Taux de chômage (Août 1998)	Taux de croissance de la consommation 1990-1997 (%)	Ampleur des transferts publics et sociaux / PNB (%)	1979	1995	Taux de changement annuel (%)
<b>PAYS CONVERTIS AU LIBÉRALISME</b>										
• États-Unis	nd	3,2	1986	1,3	4,6	2,4	32,0	3,18	4,35	+ 2,7
• Grande Bretagne	10,4	3,9	1926	0	6,3	1,8	39,7	2,45	3,31	+ 2,0
<b>PAYS À FORTE TRADITION PUBLIQUE</b>										
• Allemagne	14,5	2,7	1517	- 0,6	10,7	1,8	47,7	2,38	2,25	- 1,3
• France	15,9	2,8	1679	0,1	11,8	1,2	54,1	3,39	3,43	+ 0,2
<b>PAYS MÉSO-CORPORATISTE</b>										
• Japon	12,8	2,2	1993	0,6	4,3	2,0	35,2	2,59	2,77	+ 1,2
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)

Sources : Colennes (1), (2), (4), (5), (7) : OCDE, 1998 (Calculs effectués à partir de l'annexe statistique).

(3) : Asahi Shimbun (1999 : 107).

(8), (9), (10) : Richard Freeman (1998 :44).

Les autres pays Européens, mais aussi le Japon, sont aussi fort loin du modèle d'économie financiarisé...et ce n'est pas nécessairement un handicap comme le montre la confrontation de quelques grands indicateurs de performance : dans ces pays la productivité croît sensiblement au même rythme qu'aux États-Unis ou en Angleterre, et les entreprises dégagent, à la fin des années quatre-vingt-dix, un profit tout à fait satisfaisant, mais la distribution des revenus est beaucoup plus égalitaire que dans les pays hautement financiarisés [Boyer, 1999b].

Dès lors, il n'est pas évident que les responsables politiques Européens et Japonais aient à forcer les cadences de la libéralisation financière pour répondre aux impératifs de la globalisation. Ce conseil est souvent adressé au Japon qui devrait importer la plupart des institutions américaines si le gouvernement entend surmonter la grave crise des années quatre-vingt-dix [Dornbush, 1998]. En fait, il est a priori plus facile, plus sage, et finalement tout aussi efficace, de réformer à la marge les institutions héritées de la période de forte croissance. Certes, la persistance et l'ampleur du chômage en Europe, son essor au Japon, ne sont pas sans semer le doute sur la viabilité des institutions qui gouvernent les relations professionnelles et le marché du travail. Pourtant le bilan coût-avantage ne penche pas clairement en faveur d'un modèle de type américain (Tableau 2). Pour reprendre les termes de Richard Freeman (1998) « Contrairement aux représentations les plus répandues, les États-Unis ne sont guère parvenus à une sorte de nirvana économique, sauf en ce qui concerne les ménages les plus riches. Il n'est pas souhaitable pour l'Europe – si tant est que cela était faisable - d'imiter en bloc le modèle américain ». L'exemple britannique va dans le même sens : la financiarisation a approfondi les inégalités sans effets majeurs sur l'efficacité des firmes (Froud & Alii, 1998).



**TABLEAU 3 : D'UNE CRISE FINANCIERE A UNE CRISE STRUCTURELLE : UNE COMPARAISON DE 1929 AVEC 1998.**

	<b>1929</b>	<b>1998</b>
<b>Nature du régime d'accumulation</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>États-Unis</i></li> <li>• <i>Autres pays industrialisés</i></li> <li>• <i>Pays Non Industrialisés</i></li> </ul>	<p>Intensive sans consommation de masse</p> <p>Intensive sans consommation de masse</p> <p align="center">---</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Extensive avec différenciation de la consommation.</li> <li>• Modérément intensive, gouverné par la compétitivité.</li> <li>• Dépendant du capital étranger et des exportations.</li> </ul>
<b>Hiérarchie des formes institutionnelles</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dynamisme de la finance</li> <li>• Vague de concentration.</li> <li>• Un rapport salarial largement concurrentiel.</li> <li>• État supposé non interventionniste.</li> <li>• Un ordre international multipolaire.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Une finance globalisée contrôle les firmes et les gouvernements.</li> <li>• Vague de concentrations, en réponse aux exigences des marchés financiers.</li> <li>• Une érosion du pouvoir de négociation des salariés.</li> <li>• L'endettement de l'État limite l'autonomie des politiques économiques.</li> <li>• Les États-Unis puissance hégémonique, mais monde multipolaire.</li> </ul>
<b>Sources de crise</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>États-Unis</i></li> <li>• <i>Autres pays industrialisés (France par exemple)</i></li> <li>• <i>NPI</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Excès du profit par rapport à la demande effective.</li> <li>• Spéculation sur les marchés financiers.</li> <li>• Excès du profit par rapport à la demande effective.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La spéculation alimente la consommation et dissimule le déséquilibre du régime d'accumulation.</li> <li>• Les taux de profit exigés par la finance ne sont pas compatibles avec le taux de profit de longue période.</li> <li>• Le déséquilibre du régime d'accumulation se reporte sur les marchés extérieurs (surcapacités, recherche d'un excédent commercial...).</li> <li>• Transmission des crises financières à l'économie nationale.</li> <li>• Divorce entre le temps de la finance (attraction de capitaux) et le temps de la production (génération d'un excédent commercial).</li> <li>• Les plans d'ajustement du FMI aggravent les déséquilibres.</li> </ul>
<b>Conjoncture</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Mondiale</i></li> <li>• <i>Américaine</i></li> <li>• <i>Japonaise</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Baisse du prix des matières premières.</li> <li>• Déplacements rapides des capitaux</li> <li>• Optimisme des responsables « une nouvelle ère ».</li> <li>• Surévaluation des cours boursiers.</li> <li>• Evolution plus erratique des cours.</li> <li>• Banque Centrale non interventionniste</li> <li>• Essoufflement de la croissance avant la crise boursière.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Chute du prix des matières premières.</li> <li>• Instabilité des mouvements de capitaux.</li> <li>• Une nouvelle économie de croissance permanente.</li> <li>• Surévaluation des cours boursiers.</li> <li>• Grande instabilité des cotations</li> <li>• Banque Centrale consciente des risques d'effondrement systémique.</li> <li>• Poursuite du dynamisme de la croissance, mais tensions sur les profits.</li> <li>• Déflation des actifs depuis 1992, déflation depuis 1997</li> <li>• Contraction du crédit sous l'effet des mauvaises dettes et de l'incertitude.</li> </ul>

## LES GRANDES CRISES FINANCIERES SE SUIVENT MAIS NE SE RESSEMBLENT PAS.

Cette interprétation a d'importantes conséquences pour la compréhension de la crise ouverte en 1997, qui s'est diffusée au reste du monde et aggravé au cours de l'automne 1998. Le spectre d'un retour aux enchaînements catastrophiques observés de 1929 à 1932 hante à nouveau la communauté financière et les organismes internationaux. Une comparaison terme à terme, éclairée par la théorie de la régulation [Aglietta, 1976 ; Boyer Saillard, 1995], conduit à nuancer les conclusions (Tableau 3).

À un certain niveau d'abstraction, *les analogies entre 1929 et 1998* ne manquent pas.

- D'abord, une série de *bulles spéculatives* ont fini par éclater, d'abord au Japon en 1990, puis dans les pays du Sud-Est asiatique en 1997 et enfin aux États-Unis à l'automne 1998. Il faut noter cependant que l'enchaînement des crises est différent de celui des années trente : à cette époque, c'était l'économie Américaine qui avait été frappée la première par l'éclatement de la crise financière qui s'était ensuite étendue aux autres économies développées puis à la « périphérie ». Dans les années quatre-vingt-dix, la séquence inverse prévaut, conséquence directe de l'essor des marchés émergents qui reportent donc l'instabilité du centre vers la « périphérie ». Par ailleurs, des dispositifs de contrôle prudentiel, plus développés et mieux établis en Amérique du nord, atténuent la vitesse de propagation de la crise liée à l'éclatement de la bulle financière en Asie. Paradoxe, cette inégale maturité financière relance les flux financiers en direction de Wall Street à partir de l'hiver 1998-1999. Pourtant, l'affaiblissement de la relation rendement-risque et le fait que le rendement financier tend à être supérieur au rendement proprement économique font douter de la viabilité à long terme de la trajectoire américaine suivie depuis 1991 [Artus, Debonneuil, 2000].
- Ensuite, *le régime d'accumulation* présente certaines similarités. Il est marqué dans beaucoup de pays par un taux de profit considérablement relevé par rapport aux années quatre-vingt, mais une demande insuffisante pour soutenir à long terme ce niveau de rentabilité. C'est donc une crise de réalisation, plus que de valorisation qui menace. Les

États-Unis font exception mais les autres pays de l'OCDE étaient en 1997 pour la plupart dans une configuration qui n'était pas sans rappeler celle qui avait marquée le déclenchement de la crise de 1929 aux États-Unis. L'existence de surcapacités est bien sûr renforcée par l'effondrement de la demande en provenance des pays asiatiques. Jusqu'à présent, les États-Unis ont été les « acheteurs de dernier ressort », mais un retournement conjoncturel dans ce pays ne manquerait pas de révéler l'ampleur des déséquilibres accumulés à l'échelle mondiale [Brenner, 1998]. Second paradoxe, la plupart des pays développés ont encore un régime de croissance tiré par la consommation interne [Bowles, Boyer, 1995]...alors que la quasi-totalité des gouvernements décident leur politique sous l'hypothèse que la croissance est conditionnée par le profit et la compétitivité. Cette erreur de diagnostic était déjà présente dans les années trente.

- Troisième analogie, le système financier international pousse à des *ajustements vers le bas* puisqu'il contraint les pays qui ont un déficit extérieur à adopter des plans d'austérité, alors que les pays excédentaires n'ont pas d'incitations ou ne peuvent pas, comme au Japon, relancer leur économie, dès lors que la fragilité financière des banques généralise une attitude attentiste à l'égard de l'investissement et de la consommation. De plus, les ajustements au sein de la finance peuvent être brutaux et rapides, alors que ceux de l'activité et de la spécialisation demeurent beaucoup plus lents. Cet enseignement majeur de la Théorie Générale garde tout son sens à l'ère de la monnaie électronique et de la finance globalisée. En 1929 aussi, la rapidité de diffusion de la crise financière avait joué un rôle déterminant dans l'extension de la dépression et de la contraction de l'activité.
- Dernier rapprochement, même à l'époque réputée marquée par la globalisation, il n'existe pas de *système de régulation supranational* qui assurerait la viabilité d'une série de régimes de croissance nationaux gouvernés par la finance. Certes, des organisations internationales telles que le FMI, la Banque des Règlements Internationaux ont en charge la prévention des crises financières...mais elles n'ont les moyens ni financiers, ni politiques d'intervenir face à un effondrement en série, par un effet de domino, conduisant à une crise majeure qui épuiserait leurs ressources et moyens d'intervention. La recapitalisation du FMI décidée à la fin du mois d'octobre 1998 [Camdessus, 1998] et les orientations dégagées par le groupe des Sept grands pays industrialisés (G7) témoignent de la prise de conscience du danger que fait courir l'instabilité financière à la cohésion du système mondial...sans que pour autant les armes dont disposent les organismes internationaux soient à la hauteur des périls que fait peser la récurrence des phases de

spéculation. Ainsi, le fait que le FMI ait accordé au Brésil une ligne de crédit de 41 milliards de Dollars [FMI, 1998a], destinée à prévenir les mouvements de spéculation, n'a pas empêché la brutale dévaluation du Réal après l'élection présidentielle brésilienne.

Ainsi, au-delà de traits communs entre 1929 et 1998, une analyse plus précise des modes de régulation et des stratégies poursuivies par les gouvernements fait apparaître de *notables différences*.

- Dans les économies de vieille industrialisation, *la société salariale* continue à marquer le mode de régulation à travers un réseau serré d'institutions interdépendantes. Relative inertie des ajustements de l'emploi, contractualisation et négociation collective de la rémunération, existence d'un salaire minimum, ampleur et diversité de la couverture sociale, présence d'une indemnisation du chômage, autant de traits du rapport salarial qui interdisent dans nombre de pays, en particulier européens, un effondrement dramatique de la consommation et par extension de l'activité. Tel est l'un des stabilisateurs cachés qui depuis le premier choc pétrolier a évité la répétition des épisodes catastrophiques de l'entre-deux-guerres. Mais a contrario cette stabilité institutionnelle peut empêcher la transformation du mode de régulation et l'émergence d'un régime de croissance plus adapté aux contraintes tant internes qu'internationales.
- Une deuxième différence tient au fait que dans les années trente, les pays de la « périphérie » étaient principalement fournisseurs de matières premières et de produits semi-finis pour les économies industrialisées, alors que de nos jours, la participation des pays du Sud-Est asiatique et de certains pays d'Amérique latine, porte principalement sur des biens manufacturés qui entrent en concurrence avec la production des pays de l'OCDE. De ce fait, les *surcapacités en terme de produits manufacturés* ne se manifestent plus aux États-Unis ou en Europe mais à l'échelle internationale dans les nouveaux pays industrialisés, y compris d'ailleurs la Chine qui depuis 1978 a accompli une percée extrêmement rapide en matière d'industrialisation et d'insertion sur le marché international. Ainsi la crise de surproduction est beaucoup plus difficile à gérer puisqu'elle concerne des pays différents : c'est une source potentielle de conflits économiques internationaux...ce qui n'est pas pour simplifier la recherche d'une issue positive aux difficultés actuelles. S'amorce un jeu périlleux, potentiellement à somme nulle, qui tend à remplacer le jeu à somme positive et croissante du passé.

- L'expérience des enchaînements catastrophiques des années trente (crise financière – dévaluation compétitive – repli protectionniste – montée des nationalismes – conflit mondial) continue à marquer fortement les dirigeants politiques et économiques des années quatre-vingt-dix...même si bien sûr peu d'entre eux ont vécu ces épisodes. Ainsi, au cours de l'été 1998, le Président des États-Unis, le Président du Federal Reserve Board, les hauts responsables de la Banque Mondiale et du FMI, les Ministres des finances du G7, tous ont déclaré vouloir éviter que la crise financière ne dégénère en une dépression économique. Voilà pourquoi les grandes crises financières sont récurrentes mais ne se ressemblent pas nécessairement.

C'est le message central de la théorie de la régulation : les crises majeures se succèdent mais *ne se répètent jamais à l'identique*, car c'est le propre du capitalisme que d'évoluer en spirale, ne repassant jamais deux fois par la même configuration [Boyer, 1999b]. En effet, ce système économique favorise l'innovation permanente et les crises et les conflits sont l'occasion d'un réajustement des formes institutionnelles, ainsi marquées par une forte historicité et de notables irréversibilités. Chaque crise structurelle tend ainsi à être originale, dans l'entrelacement exact de ses causes et mécanismes de transmission. C'est un défi adressé aux théories contemporaines d'inspiration néo-classique qui postulent au contraire une invariance dans le temps et l'espace des déterminants de l'équilibre macroéconomique.

## **DISCIPLINER LA FINANCE : UN NEW DEAL POUR LE XXI<sup>e</sup> SIECLE ?**

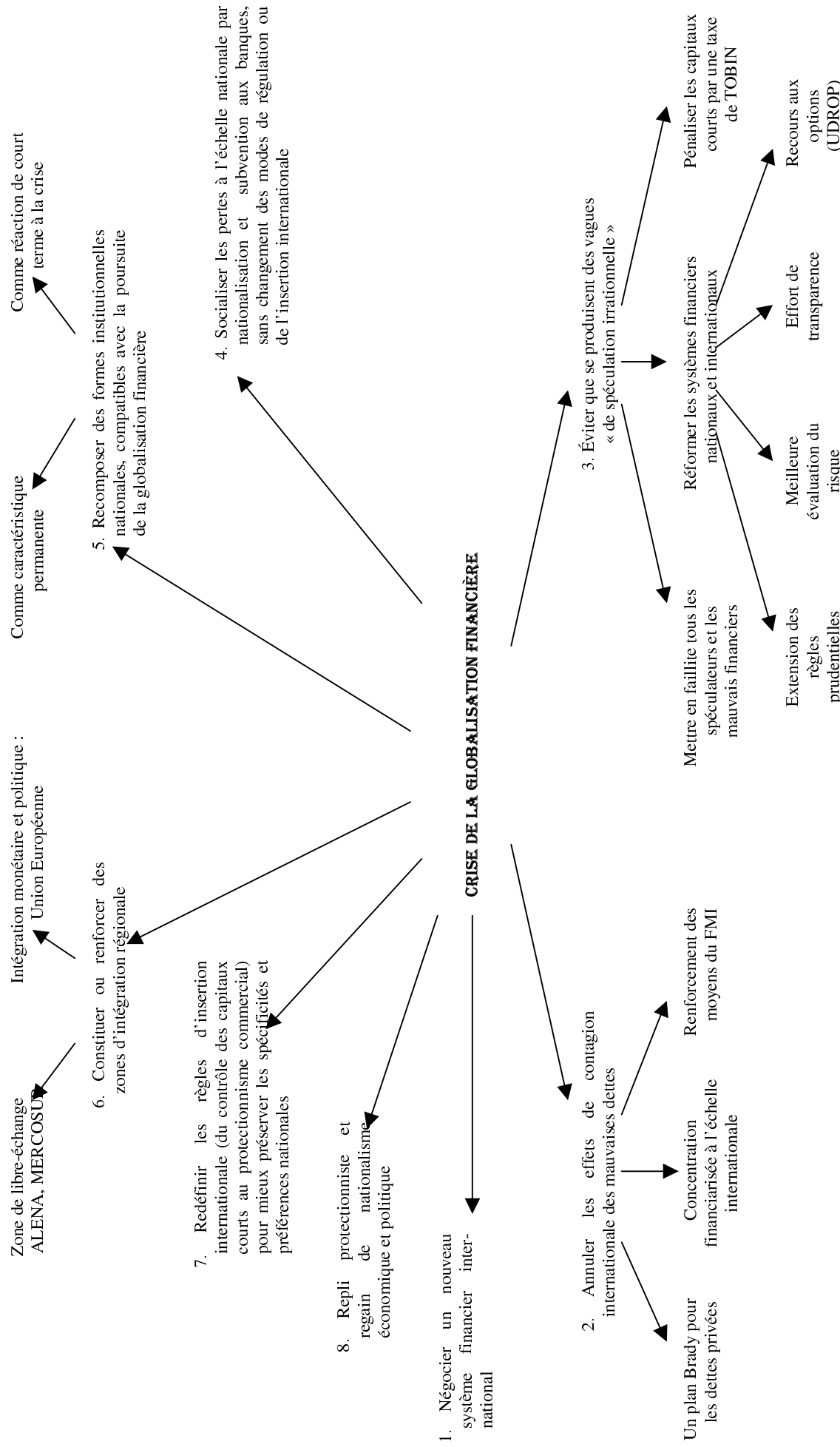
Tout n'est pas pour le mieux dans le meilleur des mondes : depuis l'éclatement de la crise asiatique en 1997 s'est fissurée la croyance au caractère auto-équilibrant du marché financier, la crise russe de 1998 accentuant une remise en cause de cette conception éminemment optimiste. Il est à cet égard significatif que la presse financière ait alors évoqué un nouveau « new deal » centré sur le problème de la dette [Business Week, 1998 : 60]. Cette proposition est intéressante à plus d'un titre.

- En premier lieu elle émane des *grandes entreprises industrielles* qui constatent que l'extension de la finance globalisée qui était censée faciliter leurs opérations et relever leur rentabilité, peut s'avérer en fait *préjudiciable*. En effet, elle crée une instabilité des marchés des produits, propage des phases de contraction des crédits bancaires qui se répercutent sur la consommation comme l'investissement. C'est un message que les

premiers travaux sur la spéculation avaient déjà souligné : si un zeste de spéculation stabilise les marchés des produits, sa généralisation à la finance est porteuse d'instabilités majeures [Kaldor, 1940]. Face à une incertitude croissante, les comportements mimétiques se généralisent, ce qui tend à accentuer la vraisemblance et l'ampleur des bulles financières [Aglietta, Orléan, 1998]. Last but not least, la globalisation financière crée une incertitude redoutable quant à l'évolution des taux de change, des taux d'intérêt, et même l'orientation des politiques économiques nationales, et donc, en définitive, de la croissance. La chronologie de la libéralisation et globalisation financière évoque l'image de *l'apprenti sorcier* dépassé par ses propres créations.

- En second lieu, le choix du terme « New Deal » est éclairant par contraste avec sa signification pour les États-Unis après le krach de 1929. À l'époque, l'activité financière et bancaire avait certes été à nouveau fortement contrôlée, la législation interdisant par exemple que les banques de dépôt aient une activité en matière d'actions et de titres...justement pour éviter les sources de fragilité systémiques qui se sont à nouveau manifestées dans les années quatre-vingt-dix ! Pourtant, la nouvelle donne concernait principalement le statut des salariés qui se voyaient reconnus une série de droits en opposition avec une logique de marché pur : salaire minimum, droit à la retraite, à l'éducation, droit au partage des fruits de l'activité économique, etc..... Par opposition, dans les années quatre-vingt-dix, les journalistes de Business Week plaident en faveur de l'équivalent d'un plan Brady. On s'en souvient, ce dernier avait converti les dettes publiques latino-américaines en des titres négociables sur les marchés financiers. En 1998, la proposition est étendue à la résorption des mauvaises dettes privées que détiennent les banques. Ainsi ce nouveau « New Deal » concernerait *un arrangement institutionnel entre capital bancaire et capital financier*...ce qui illustre très clairement la place qu'avait finie par prendre la finance, tant aux États-Unis que dans les nouveaux pays industrialisés. Incidemment, ce plan entérine le fait que les erreurs de gestion ne sont l'apanage ni des *gouvernements*, ni de l'*Amérique latine*, mais qu'elles frappent aussi *les banques et les firmes privées* et qu'elles peuvent affecter la plupart des *pays asiatiques*...mais pas tous, comme le montre l'exemple de Taïwan. Il y a quelques années encore, ces pays étaient considérés comme spécialement vertueux [Banque Mondiale, 1993], quitte à négliger et sous-estimer les faiblesses structurelles pourtant présentes de longue date dans des économies telles que celles de la Corée ou l'Indonésie [Hochraich, 1999 ; Godement, 1999].

**FIGURE 3 : COMMENT SURMONTER LA CRISE DE LA GLOBALISATION FINANCIERE : UN PANORAMA DES STRATEGIES OUVERTES AUX GOUVERNEMENTS**



- Mais ces propositions oublient complètement le fait qu'en l'absence *de nouveaux compromis nationaux* stabilisant la demande domestique, les économies les plus durement frappées par la crise financière ne parviendront pas à relancer leur croissance. En effet, il importe de ne pas résoudre la surproduction par une surenchère en matière de baisse des prix à l'exportation et de rechercher au contraire les moyens d'un retour à la croissance grâce au dynamisme de la demande domestique et la constitution des infrastructures nécessaires au développement à long terme. Or en la matière, les besoins ne manquent ni en Asie, ni en Amérique latine...encore moins en Russie, dont un tiers de la population est maintenant en dessous du seuil de pauvreté, cette proportion n'ayant cessé de croître depuis 1995. À cet égard, la principale critique que l'on peut adresser aux plans du FMI pour les pays asiatiques est précisément d'avoir aggravé la contraction de la demande interne au lieu de l'avoir stimulée, à l'opposé de la politique économique qui a été menée dans les pays de l'OCDE (baisse des taux d'intérêt à court terme et, à terme, relance des dépenses publiques). Plus encore, se généralise la conviction selon laquelle toutes les économies nationales doivent dériver leur croissance de l'amélioration de leur compétitivité, donc de l'adoption d'un régime tiré par les exportations. L'erreur serait d'autant plus préjudiciable que s'enrayerait le rôle des États-Unis, comme « consommateur de dernier ressort ».

## **LES VOIES OUVERTES DE L'AVENIR : UNE MULTIPLICITE D'OPTIONS POLITIQUES.**

Prenant au mot la proposition d'un nouveau « New deal », il est donc essentiel que les gouvernements élargissent la gamme des options qui leur sont présentées et adoptent une stratégie qui colle au mieux à la diversité des coalitions politiques, à la spécificité de la spécialisation et de l'insertion internationale. En définitive, il est autant de stratégies que de types de trajectoire caractéristiques de la société considérée dont les modes de régulation demeurent très différents [Amable, Barré, Boyer, 1997]. Il est rassurant que les propositions les plus diverses se soient multipliées depuis l'été 1998 (Figure 3). Il est par contre préoccupant que le dynamisme inattendu de l'économie américaine observée jusqu'à l'été 1999, l'arrêt de la récession au Japon et une certaine embellie Européenne aient contribué à repousser le nécessaire débat sur ces propositions.



**TABLEAU 3 : D'UNE CRISE FINANCIERE A UNE CRISE STRUCTURELLE : UNE COMPARAISON DE 1929 AVEC 1998.**

	<b>1929</b>	<b>1998</b>
<b>Nature du régime d'accumulation</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>États-Unis</i></li> <li>• <i>Autres pays industrialisés</i></li> <li>• <i>Pays Non Industrialisés</i></li> </ul>	<p>Intensive sans consommation de masse</p> <p>Intensive sans consommation de masse</p> <p align="center">---</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Extensive avec différenciation de la consommation.</li> <li>• Modérément intensive, gouverné par la compétitivité.</li> <li>• Dépendant du capital étranger et des exportations.</li> </ul>
<b>Hiérarchie des formes institutionnelles</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dynamisme de la finance</li> <li>• Vague de concentration.</li> <li>• Un rapport salarial largement concurrentiel.</li> <li>• État supposé non interventionniste.</li> <li>• Un ordre international multipolaire.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Une finance globalisée contrôle les firmes et les gouvernements.</li> <li>• Vague de concentrations, en réponse aux exigences des marchés financiers.</li> <li>• Une érosion du pouvoir de négociation des salariés.</li> <li>• L'endettement de l'État limite l'autonomie des politiques économiques.</li> <li>• Les États-Unis puissance hégémonique, mais monde multipolaire.</li> </ul>
<b>Sources de crise</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>États-Unis</i></li> <li>• <i>Autres pays industrialisés (France par exemple)</i></li> <li>• <i>NPI</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Excès du profit par rapport à la demande effective.</li> <li>• Spéculation sur les marchés financiers.</li> <li>• Excès du profit par rapport à la demande effective.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La spéculation alimente la consommation et dissimule le déséquilibre du régime d'accumulation.</li> <li>• Les taux de profit exigés par la finance ne sont pas compatibles avec le taux de profit de longue période.</li> <li>• Le déséquilibre du régime d'accumulation se reporte sur les marchés extérieurs (surcapacités, recherche d'un excédent commercial...).</li> <li>• Transmission des crises financières à l'économie nationale.</li> <li>• Divorce entre le temps de la finance (attraction de capitaux) et le temps de la production (génération d'un excédent commercial).</li> <li>• Les plans d'ajustement du FMI aggravent les déséquilibres.</li> </ul>
<b>Conjoncture</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Mondiale</i></li> <li>• <i>Américaine</i></li> <li>• <i>Japonaise</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Baisse du prix des matières premières.</li> <li>• Déplacements rapides des capitaux</li> <li>• Optimisme des responsables « une nouvelle ère ».</li> <li>• Surévaluation des cours boursiers.</li> <li>• Evolution plus erratique des cours.</li> <li>• Banque Centrale non interventionniste</li> <li>• Essoufflement de la croissance avant la crise boursière.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Chute du prix des matières premières.</li> <li>• Instabilité des mouvements de capitaux.</li> <li>• Une nouvelle économie de croissance permanente.</li> <li>• Surévaluation des cours boursiers.</li> <li>• Grande instabilité des cotations</li> <li>• Banque Centrale consciente des risques d'effondrement systémique.</li> <li>• Poursuite du dynamisme de la croissance, mais tensions sur les profits.</li> <li>• Déflation des actifs depuis 1992, déflation depuis 1997</li> <li>• Contraction du crédit sous l'effet des mauvaises dettes et de l'incertitude.</li> </ul>

- *Négocier un nouveau système international*, telle est la première stratégie proposée en particulier par le Premier Ministre Britannique, Tony Blair. Elle est reprise par les économistes et les experts d'inspiration keynésienne qui propose une nouvelle architecture internationale [FMI, 1998a ; Conseil d'Analyse Économique, 1999a ; 1999b]. Ce qui aurait dû être une priorité de l'agenda des responsables politiques dès 1971, après les deux chocs pétroliers, et plus encore lors de la libéralisation financière, redevient enfin d'actualité. Mais il a fallu attendre la constatation des effets destructeurs de la spéculation des années quatre-vingt-dix, alors que déjà la crise boursière de décembre 1987 aurait dû alerter tant les analystes que les hommes politiques. Mais la difficulté tient alors au contenu de la réforme, puisque les différents pays ont des intérêts divers, voire contradictoires, selon par exemple qu'ils sont débiteurs ou créditeurs, qu'ils assurent une fraction significative de l'intermédiation financière internationale ou non, etc..... Le précédent de Bretton Woods suggère la prépondérance des facteurs politiques et géopolitiques, puisqu'en dépit du talent de John Maynard Keynes, c'est le plan américain qui s'est imposé. Voilà qui semble assurer une prime aux initiatives de Washington...et à New York qui se trouvent au cœur du processus de globalisation financière, ce dont bénéficie l'économie américaine, d'autant plus que l'hégémonie diplomatique des États-Unis s'est renforcée au cours de la dernière décennie.
- *Enrayer la contagion des mauvaises dettes* constitue une seconde option. En un sens elle semble plus facile à mettre en œuvre car impliquant moins d'oppositions politiques. L'idée d'un *plan Brady*, reprise par Business Week est en un sens logique puisqu'elle vise à faire payer les coûts d'ajustements aux Banques et institutions financières qui ont accumulé les mauvaises dettes, soulageant d'autant les finances publiques et les contribuables, en général peu adeptes d'une privatisation des bénéfiques et socialisation des pertes. Mais on peut aussi imaginer un mouvement de *concentration par fusion* de grands établissements bancaires ou financiers à l'échelle internationale. Ce mouvement s'observe déjà aux États-Unis et au Japon, mais il pourrait dépasser les frontières et dessiner de nouvelles alliances internationales. Enfin, renforcer les fonds dont dispose *le FMI* pour résoudre, ou mieux prévenir, les crises financières internationales [Camdessus, 1998] est apparu comme une priorité, même auprès de représentations parlementaires peu favorables à la dépense publique, tant les risques de crise financière systémique apparaissent importants à la fin des années quatre-vingt-dix. Par ailleurs, les Banques

Centrales indépendantes doivent apprendre à gérer leur interdépendance, alors même que la globalisation financière accroît les risques d'instabilité [Aglietta, Cartelier, 1998].

- *Éviter qu'à l'avenir se reproduisent les bouffées de « spéculation irrationnelle »* pour reprendre les termes qu'employait en 1997 Alan Greenspan, lorsqu'il tentait d'enrayer l'emballement de Wall Street. Telle est une troisième stratégie, qui se décline cependant selon diverses modalités d'action, finalement très contrastées.
  - La tradition conservatrice, s'appuyant sur la théorie du hasard moral, conseille de *mettre en faillite* tous les spéculateurs incapables de rembourser leurs dettes et les banquiers qui ont commis de trop nombreuses erreurs. En effet, certains qu'à l'avenir les autorités publiques ne viendront plus à leur secours, les financiers seront incités à évaluer précautionneusement les risques de sorte que la prochaine bulle spéculative sera modérée...ou même tuée dans l'œuf. Certes, mais en attendant, que faire si les mauvaises dettes sont si nombreuses qu'elles mettent en péril la crédibilité même de l'ensemble du système financier ?
  - Une solution plus modérée consiste à renforcer *les règles prudentielles* en les étendant par exemple aux « hedge funds », ou encore à relever le montant des assurances sur les dépôts [Basle Committee, 1998]. Cependant, l'expérience montre que ces mesures n'ont pas été totalement efficaces au cours des années récentes. En effet, la nature du risque se déplace en fonction du système de protection qui est établi, ce qui pour certains expliquerait la gravité de la crise financière asiatique : les spéculateurs tiennent le plus grand compte des précédentes interventions du FMI pour ajuster leur stratégie. L'assurance déplace et peut même accroître le risque.
  - Dès lors émerge l'idée de réformer aussi *les procédures d'évaluation du risque* au sein des banques et diverses institutions financières. Les autorités publiques ont alors pour rôle d'assurer la certification et la mise en œuvre de ces procédures. Nul doute que la solidité des systèmes financiers s'en trouve améliorée. Pourtant l'exemple de la quasi faillite de la Long Term Capital Management illustre assez que la meilleure expertise en matière de calcul des valeurs d'option, assurée par deux titulaires du prix Nobel obtenus précisément pour la théorie de ces valeurs d'option, n'est pas une panacée [Croff, 1999]. En effet, dès que les opportunités du marché sont exploitées au mieux, ses propriétés globales changent ou peuvent être affectées par des transformations sans précédent [Rohatyn, 1999 ; Artus, Debonneuil, 2000].
  - Une solution plus ambitieuse, beaucoup plus radicale, a été proposée dès 1978 par James Tobin : *taxer les capitaux courts* à un taux très modéré mais qui joue de façon

cumulée en pénalisant la spéculation et redonner ainsi tout son attrait à l'investissement productif long. La conjoncture des années quatre-vingt-dix a relancé le débat sur cette réforme [Haq, 1996]. L'objection traditionnelle souligne qu'il existera toujours des paradis fiscaux vers lesquels convergeront les capitaux, supposant même que les grands pays industrialisés se soient accordés sur la mise en place simultanée et coordonnée d'une telle taxe. En réponse, l'exemple chilien montre que de façon unilatérale un pays peut pénaliser fortement les capitaux spéculatifs, voire leur interdire l'accès de l'espace domestique : certes à court terme, les flux internationaux se détournent du pays mais dès lors que ce dernier manifeste une croissance forte, livrant des taux de profit élevés, le capital productif afflue à nouveau ! Des modèles théoriques laissent penser qu'il est bénéfique pour une économie nationale de ralentir la vitesse des mouvements de capitaux courts, car les pertes à court terme sont largement compensées par les gains à moyen-long terme. En effet, la stabilité du processus de formation de capital, la mobilisation des effets d'apprentissage et la réduction de l'incertitude livrent une croissance plus régulière et finalement plus forte [Eliasson, 1984].

- À une époque, tout entière dominée par l'appréciation de la crédibilité des politiques économiques par les marchés financiers, il apparaît plus raisonnable à beaucoup d'analystes de viser à la *transparence des mouvements de capitaux* [Davanne, 1998]. Par la mise en commun d'informations statistiques disponibles en temps réel, des autorités multinationales, aidées par les gouvernements, pourraient diagnostiquer, de façon précoce, l'émergence de crises de liquidité et éviter qu'elles débouchent sur des crises systématiques. L'hypothèse est que des agents rationnels tiendront pleinement compte de ces informations et s'écarteront des comportements mimétiques qui précipitent les crises financières. À nouveau l'histoire financière conduit à douter de la toute puissance de ce remède [Kindleberger, 1978] : la sophistication des informations disponibles pour les acteurs des marchés financiers n'a pas empêché par le passé la répétition de crises financières sévères. Par ailleurs, la théorie moderne des marchés financiers montre qu'il n'est en rien irrationnel de spéculer et que peuvent émerger des bulles rationnelles sous l'hypothèse de transparence [Orléan, 1998]. Une telle mesure n'est donc pas inutile, bien au contraire, mais elle n'est pas suffisante.
- D'autres experts ont proposé de soigner les crises de liquidité par la *création de marchés d'option*, susceptibles de prévenir qu'un problème de liquidité, transitoire et accidentel, ne se transforme en une crise financière, puis macroéconomique majeure. Toute dette, libellée en monnaie étrangère, devrait se voir attacher une option,

utilisable à la discrétion de l'emprunteur afin de reporter une échéance de trois à six mois, à condition de payer une pénalité. C'est le « Universal Debt Rollover Option with a Penalty » ou UDROP [Buiter, Sibert, 1999]. L'intérêt de la mesure est de ne nécessiter aucun fonds public, contrairement aux interventions du FMI ou des Banques centrales nationales, et de soigner les maux du marché par l'extension des mécanismes de marché, tendance qui s'inscrit fort bien dans le prolongement des années quatre-vingt-dix. Hélas, dès lors que la crise de liquidité se propage et s'approfondit sous l'impact du mimétisme, des déséquilibres financiers majeurs continueront à nécessiter des interventions publiques, de sorte que cette mesure est à ajouter à la panoplie des précédents dispositifs, mais ne saurait les remplacer.

- *Socialiser les pertes à travers le budget public* définit une quatrième avenue pour surmonter l'accumulation des mauvaises dettes héritées des années quatre-vingt-dix. L'argument avancé souligne qu'au-delà d'un certain seuil les erreurs de gestion et de prévision des agents privés peuvent compromettre la viabilité du système de paiement tout entier, donc de la cohésion de l'économie domestique. Il n'est donc pas aberrant que la solidarité nationale permette grâce à l'impôt de relancer la dynamique du crédit, de l'investissement et de la consommation. L'exemple du Japon montre que ces mesures ne sont en rien populaires, de sorte qu'elles supposent un gouvernement suffisamment fort ou une crise tellement dévastatrice, que s'évanouissent les réticences du citoyen « moyen » à compenser financièrement quelques riches spéculateurs pour leurs erreurs. Néanmoins, la plupart des gouvernements, qu'ils soient conservateurs ou sociaux démocrates, américain ou scandinave, ont dû recourir à cette méthode pour surmonter les risques d'un effondrement de l'ensemble du système bancaire et financier. Cependant, l'argument du hasard moral ne manquerait pas de jouer si telle était la seule mesure que prennent les gouvernements : assurés de ne pas faire faillite, banques et financiers se lanceraient à nouveau dans les délices des bulles spéculatives.
- *Recomposer les formes institutionnelles nationales* pour les adapter aux exigences de l'internationalisation et de la finance, constitue une cinquième solution. Elle est mise en avant par ceux des analystes qui considèrent (encore !) que la globalisation est un phénomène irréversible et qu'une fois la période de turbulences arrivée à sa fin, la dynamique des marchés émergents reprendra de plus belle. En conséquence, il faudrait dès à présent réformer la structure de la fiscalité, améliorer la qualité des infrastructures publiques, éliminer toutes les « rigidités » des relations industrielles en favorisant partout

et toujours un ajustement rapide à la conjoncture imprévisible que génère la généralisation des « jeux de casino » dont la finance moderne a récemment donné l'exemple. La globalisation n'a rien d'irréversible [Boyer, 1997] et un changement d'orientation de l'internationalisation qui tienne compte des limites rencontrées dans les années quatre-vingt-dix est assez probable [Epstein, 1996 ; Helleiner, 1996]. Plus encore, il faut se souvenir de l'argument de Karl Polanyi [1946] : Les sociétés courent à leur perte si les relations marchandes pénètrent l'institution centrale qu'est la monnaie, si elles veulent asservir complètement le travail et la logique de reproduction anthropomorphique des générations [Aglietta, Orléan, 1998]. Pour sa part la Théorie Générale a de longue date montré qu'il était vain de chercher à retourner au plein-emploi en rendant le salaire aussi flexible que le sont les cours boursiers. Enfin et surtout, les analyses régulationnistes suggèrent que c'est *la solidité d'un compromis capital - travail original et l'encadrement strict de la finance* qui ont permis la croissance si rapide et régulière de l'après seconde guerre mondiale [Boyer, 1999b]. Dès lors, au-delà des apparences et de la relative faiblesse des organisations de défense des salariés, la négociation d'un véritable « New new deal » entre entreprises et salariés est à l'ordre du jour. Non seulement pour répondre aux besoins d'ajustements à court terme, mais comme caractéristique permanente d'un mode de développement qui considérerait aussi la dynamique des besoins sociaux au sein de chaque société...et non pas seulement la compétitivité à l'exportation.

- *Constituer des zones d'intégration régionale* offre une autre option aux responsables des États - Nations. On constate en effet que les échanges tendent à se densifier au sein des trois pôles de la triade : c'est très net pour l'Europe, cela s'observe aussi en Amérique du nord avec l'ALENA, mouvement, plus tardif et fragile, qui s'étend en Amérique latine avec le MERCOSUR et autres pactes commerciaux. Mais ce n'est qu'un phénomène embryonnaire pour les pays asiatiques et la gravité de leur crise s'en trouve accentuée de ce fait. En effet, tous doivent trouver des débouchés à l'extérieur de l'Asie, précipitant ainsi une spirale dépressionniste à l'intérieur de leur zone. A contrario, la construction de l'Euro a enregistré un soutien inattendu avec l'éclatement des crises financières de 1997 et 1998 : les devises incluses dans l'Euro ont vu leur parité demeurer stable, alors que les monnaies restées indépendantes ont fait l'objet de notables variations de leur cours externe. C'est d'ailleurs sur un tel espace (Europe, Amérique du nord) que des institutions supranationales, mais pas nécessairement mondiales, peuvent tenter de discipliner la finance et d'organiser la concurrence afin de maximiser *les effets favorables pour la zone dans son ensemble*. À cet égard, l'intégration politique peut s'avérer plus efficace que la

constitution d'une simple zone de libre-échange, comme le suggère une comparaison des trajectoires l'Europe et du Sud-Est asiatique dans les années quatre-vingt-dix. Par ailleurs, les tensions enregistrées en 1999 dans le MERCOSUR suggèrent qu'une zone de libre-échange suppose une coordination des politiques monétaires et du change, ce qui appelle la mise en commun d'une partie de la souveraineté nationale. Un mouvement qui a nécessité presque un demi-siècle en Europe [Boyer, 1998], ne peut pas se concrétiser dans le temps court qu'exige la finance globalisée contemporaine. C'est une difficulté majeure, d'ordre politique et pas seulement économique et financier, qui se dresse devant la constitution de zones d'intégration régionale [Frémeaux, 1998].

- *Redéfinir les règles de l'insertion internationale* est une option toujours ouverte aux États - Nations. Certains gouvernements peuvent considérer (à juste titre) que c'est la finance qui a déstabilisé les formes d'organisation nationales et précipité la crise. Tout en continuant à souhaiter s'insérer dans la division internationale du travail qui apporte une stimulation de l'innovation, une amélioration des méthodes de production et des niveaux de vie, les pays peuvent limiter plus ou moins radicalement la circulation des capitaux financiers, tout au moins imposer des règles précises à leur admission. Ce mouvement serait en quelque sorte l'inverse du projet du « Multinational Investment Agreement » (MIA), en cours de négociation sous les auspices de l'OCDE. Les mesures prises par la Malaisie montrent que le processus d'internationalisation peut connaître des replis, sous l'effet de crises majeures qui jettent un doute sur la viabilité de la forme antérieure de l'insertion internationale. Si la crise financière venait à s'aggraver, ce type de stratégie pourrait faire école...quoi qu'en pensent les tenants de la supériorité du libre échange intégral. D'ailleurs, l'évolution observée de 1997 à 1999 ne montre en rien la catastrophe annoncée pour les pays tels la Malaisie, qui ont cherché à s'affranchir des mouvements de capitaux courts.
- *Organiser un repliement protectionniste* fut-ce au prix d'un regain de nationalisme, pas seulement économique, définit une dernière possibilité, que certains gouvernements peuvent être tentés d'explorer faute d'avoir pu mener à bien l'une ou l'autre des stratégies précédentes. L'exemple de l'entre-deux-guerres montre que certains événements, suffisamment dramatiques, peuvent remettre à l'ordre du jour cette stratégie...quand bien même elle produirait, ex-post, des maux pires que ceux de la finance internationale débridée. À la lumière de cette problématique, les turbulences politiques et économiques

observées depuis août 1998, font de la Russie l'un des tout premiers candidats susceptibles d'être tentés par cette trajectoire.

## CONCLUSION

Il était de mode, au début des années quatre-vingt-dix d'anticiper la fin de l'Histoire, sous prétexte qu'avait cessé l'affrontement entre régimes sociaux et politiques antagonistes : le capitalisme d'un côté, le communisme de l'autre. C'était oublier l'extraordinaire capacité d'innovation du capitalisme lui-même et plus encore de la finance. En une décennie, l'internationalisation et la financiarisation ont changé le monde et radicalement transformé la situation des capitalismes. L'agenda politique s'en trouve complètement renouvelé. La tâche des responsables est double. D'abord et surtout *domestiquer* à nouveau *la finance et le marché* qui doivent redevenir *des moyens* d'assurer le bien-être des sociétés et non leur fin ultime. Ensuite, nouer de nouveaux compromis institutionnalisés, afin qu'émergent des régimes de croissance qui ne fassent pas de l'exportation à tout prix le ressort ultime de la dynamique économique et sociale pour chaque pays.

Certes, l'observation de l'insolente croissance américaine, du frémissement de l'économie japonaise et de l'établissement de l'Euro, a suscité un regain d'optimisme : nombre d'analystes considèrent que le dynamisme économique retrouvé permettra d'éviter, sans réforme majeure le retour de l'instabilité financière passée. Pourtant, les déséquilibres apparus dans les années quatre-vingt-dix sont toujours présents et peuvent se manifester, par exemple à l'occasion de l'entrée en récession de l'économie américaine. Tel sera le véritable test de la réalité, d'une part de la « Nouvelle Économie », d'autre part de la viabilité de la configuration internationale actuelle.

*Un véritable New deal est, et demeure, à l'ordre du jour.*



## REFERENCES

- Aglietta Michel (1976) *Régulation et Crises du Capitalisme*, Paris, Calmann-Lévy, 2e édition (1982). Nouvelle édition (1997) Éditions Odile Jacob.
- Aglietta Michel (1995) *Macroéconomie financière*, Collection Repères, La Découverte, Paris.
- Aglietta Michel (1998) « La maîtrise du risque systémique international », *Économie Internationale*, n° 76, 4<sup>e</sup> trimestre, p. 41-68.
- Aglietta Michel, Brender Anton. et Coudert Virginie, Globalisation financière : l'aventure obligée, Économica, Paris, 1990.
- Aglietta Michel, Cartelier Jean (1998) « Ordre monétaire des économies de marché », dans Aglietta Michel, Orléan André (Eds) *La monnaie souveraine*, Éditions Odile Jacob, Paris, p. 129-158.
- Aglietta Michel, Orléan André (Eds) (1998) *La monnaie souveraine*, Éditions Odile Jacob, Paris.
- Amable Bruno, Barré Rémi, Boyer Robert (1997) *Les systèmes d'innovation à l'ère de la globalisation*, Économica/OST, Paris.
- Artus Patrick, Debonneuil Michèle (2000) « Critères de gestion, investissements dans les pays émergents et relation rendement-risque », *Conseil d'Analyse Économique*, La Documentation française, à paraître.
- Asahi Shimbun (1998) *Japan almanach 1998*, Asahi Shimbun Company, Tokyo.
- Asahi Shimbun (1999) *Japan Almanach 1999*, Asahi Shimbun Company, Tokyo.
- Banque Mondiale (1993), *The East Asian Miracle : Economic Growth on Public Policy*, Washington DC.
- Basle Committee (1998) Report of the Basle Committee on Banking Supervision, Basle.
- Berger Suzanne, Dore Ronald (Eds) (1996) *National Diversity and Global Capitalism*, Cornell University Press, Ithaca, London.
- Bowles Samuel, Boyer Robert (1995) « Wages, aggregate demand, and employment in an open economy: an empirical investigation », in Gerald A. Epstein and Herbert M. Gintis (Eds), *Macroeconomic Policy after the Conservative Era*, Cambridge University Press, Cambridge MA, 1995, p. 143 - 71.
- Boyer Robert (1997) « Les mots et les réalités », dans *Mondialisation au-delà des Mythes*, La Découverte « Les dossiers de l'États du Monde », Paris, p. 13-56. En Espagnol « La globalizacion : mitos y realidades », in Esthela Gutiérrez Garza, José Maria Infante (coord.) *El debate nacional. Tome I : Mexico en el siglo XXI*, Universidad Autonoma de Nuevo Leon/ Diana, Mexico, p. 21-42.
- Boyer Robert (1998) « An Essay on the Political and Institutional Deficits of the Euro. *The Unanticipated Fallout of the European Monetary Union* », *Couverture Orange CEPREMAP*, n° 9813, August.
- Boyer Robert (1999a) (sous la présidence de), *Le gouvernement de la zone Euro*, Rapport pour le Commissariat Général du Plan, La Documentation Française, Paris.

- Boyer Robert (1999b) "The diversity and future of capitalisms. A "Régulationist" Analysis", dans Geoff Hodgson & Nobuharu Yokokawa (eds), *Capitalism in Evolution*, Elgar, Londres, à paraître.
- Boyer Robert, Saillard Yves Eds [1995] *Théorie de la régulation : L'état des savoirs*, La Découverte, Paris.
- Brenner Robert (1998) « The Economics of Global turbulence, A special report on the World Economy, 1950-98 », *New Left Review*, n° 229, London.
- Buiter Willem, Sibert Anne (1999) « A small contribution to the new international financial architecture », July, to be published in *International Finance*, summarized in *The Economist*, May 1<sup>st</sup> 1999, p. 76.
- Business Week, (1998) « A new deal on global debt », Septembrer 7<sup>th</sup>.
- Camdessus M. (1998) Allocution devant le World Affairs Council, Philadelphia, 6 novembre, résumé dans *FMI Bulletin*, Vol. 27, n° 21, 23 novembre, p. 355-358, FMI, Washington DC.
- Conseil d'Analyse Économique (1999a) « Réforme du système monétaire international : le point de vue de Fred Bergsten », *Lettre du C.A.E.*, n° 1, p. 1.
- Conseil d'Analyse Économique (1999b) « Architecture du système financier international », *Lettre du C.A.E.*, n° 5, p. 1-2.
- Contamin Rémy, Lacu Cyrille (1998) « Origines et dynamiques de la crise asiatique », *L'Année de la Régulation 1998*, Vol. 2, La Découverte, Paris, p. 11-63.
- Croff David (1999) « Global supervision, financial stability and risk control : a banker's view », *Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review*, n° 29, June, p. 127-147.
- Davanne Olivier (1998) « Instabilité du système financier international », *Conseil d'Analyse Économique*, n° 14, La Documentation Française, Paris.
- Dornbush R. A. (1998) "The Japanese crisis and the bureaucrats", *Far Eastern Economic Review*, February 26<sup>th</sup>.
- Economie Internationale (1998) *Les crises en Asie*, Coordonné par Jérôme Sgard, n° 76, La Documentation Française, Paris.
- Eliasson G. (1984). Micro Heterogeneity Of Firms And The Stability Of Industrial Growth, *Journal Of Economic Behavior And Organization*, Vol. 5, N° 3-4, p. 249-274, North-Holland Publishing Company, Amsterdam.
- Epstein Gerald (1996) « International Capital mobility and the scope for national economic management », Robert Boyer, Daniel Drache (eds) *States against Markets*, Routledge, London, p. 193-210.
- FMI (1998a) « Le Brésil et le FMI annoncent le succès de leurs négociations », *FMI Bulletin*, Vol. 27, n° 21, 23 novembre, p. 353, FMI, Washington DC.
- FMI (1998b) Report of the Managing Director to the Interim Committee on Strengthening the Architecture of the International Monetary System, Mimeo October 1<sup>st</sup>, FMI, Washington DC
- Freeman Richard (1998) « Le modèle économique américain à l'épreuve de la comparaison », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, n° 124, septembre, Le Seuil, Paris..
- Frémeaux Philippe (1998) *Sortir du piège. La gauche face à la mondialisation*, Syros, Paris.
- Froud Julie, Haslam Colin, Johal Sukhdev, Leaver Adam, Williams John and Williams Karel (1998) « Accumulation based on inequality » : a Keynesian analysis of investment

for shareholder value », Paper presented at the 20<sup>th</sup> Conference of the International Working Party on Labour Market Segmentation, Manchester University, July.

Godement François (1999) *The Downsizing of Asia*, Routledge, Londres.

Haq Mahbub ul, Kaul Inge, Grunberg Isabelle (Eds) (1996) *The Tobin tax. Coping with financial volatility*, Oxford University Press, Oxford, New-York.

Helleiner Eric (1996) « Post Globalization : Is the financial liberalization trend likely to be reversed ? », Robert Boyer, Daniel Drache (eds) *States against Markets*, Routledge, London, p. 211-224.

Hochraich Diana (1999) *L'Asie, du miracle à la crise*, Complexe, Paris.

Hollingsworth Rogers, Boyer Robert (Eds) (1997) *Contemporary Capitalism : The Embeddedness of Institutions*, Cambridge University Press, Cambridge.

Inter-American Development Bank (1995) *Overcoming volatility*, John Hopkins University Press, October, Washington DC.

Inter-American Development Bank (1997) *Latin America after a decade of reforms*, John Hopkins University Press, September, Washington DC.

Kaldor Nicholas (1940) « Spéculation et stabilité économique » *Revue Française d'Économie*, Vol. 2, n° 3, Mai. p. 115-164, Gauthier-Villars, Paris.

Keizen Koho Center (1998) *Japan 1998, An international comparison*, Tokyo.

Keynes John Maynard (1936) *La théorie Générale*, Edition française : Payot, Paris.

Kindleberger Charles P. (1978) *Manias, Panics, and Crashes : A History of Financial Crises*, New York : Basic Books.

Lafay Gérard, Freudenberg Michael, Herzog Colette, Ünal-Kesenci Deniz (1999) *Nations et mondialisation*, Économica, Paris.

McKinnon Ronald (1999) « Wading in the yen trap », *The Economist*, July 24<sup>th</sup>, p. 77-79.

OCDE (1998) *Perspectives Économiques*, n° 70, June, OCDE, Paris, Juin.

OECD (1998) *Financial Market Trends*, n° 69, June, OCDE, Paris.

Orléan André (1998) « La monnaie autoréférentielle : réflexions sur les évolutions monétaires contemporaines », dans Aglietta Michel, Orléan André (Eds) *La monnaie souveraine*, Éditions Odile Jacob, Paris, p. 359-386.

Polanyi K. (1946) *The Great Transformation*. Traduction française 1983. Paris : Gallimard.

Rohatyn Felix (1999) « Sortir de la crise financière », *Risques*, n° 37, Janvier-Mars, p. 7, LGDJ, Paris.

Sapir Jacques (1996) *Le Chaos Russe*, La Découverte, Paris.

Sapir Jacques (1998) *Le Krach russe*, La Découverte, Paris.

The Economist (1998) « Financial indicators », September 19<sup>th</sup> –25<sup>th</sup>.

The Economist (1999a) « Global finance : Time for a redesign ? », January 30<sup>th</sup>, survey p. 3-18.

The Economist (1999b) « The New Economy : Work in progress », July 24<sup>th</sup>, p. 19-21.

The World Bank (1999) *Global Development Finance*, World Bank, Washington D.C..

Tobin James (1978) « A Proposal for International Monetary Reform », *Eastern Economic Journal*, n° 4, July-October, p. 153-159.

UNCTAD (1998) *Trade and Development Report, 1998*, United Nations New York.

Williamson John, Mahar Molly (1999) « A survey of financial liberalization », Princeton Essays in International Finance, n° 211, Summarized in *The Economist*, May 15<sup>th</sup>, 1999, p. 98.