

La chronique  
de Frédéric Lordon

## Classicisme de la « nouvelle économie »

Il se pourrait que la chronique en dents de scie des *start-up* et du Nasdaq ne soit pas le meilleur point de vue possible sur la « nouvelle économie », en particulier pour juger de sa véritable « nouveauté ». On peut en effet voir en elle davantage qu'une microéconomie-terrain de jeu pour jeunes cyber-entrepreneurs, et il est une part du phénomène qui ne se laisse véritablement saisir que dans un plan d'analyse proprement macroéconomique. Ainsi, quittant la définition intuitive du discours ordinaire (« nouvelle économie » = NTIC + *start-up* + Nasdaq), il est possible de qualifier de

*« Il se pourrait que la réponse de l'économie réelle à la détente de la politique monétaire ne soit pas si fidèlement au rendez-vous que par le passé »*

« nouvelle économie » l'ensemble des formes institutionnelles soutenant un régime particulier d'accumulation du capital, dont l'idéal type réalisé serait fourni par le cas américain. C'est bien d'ailleurs ce qu'avaient en tête, quoique sur un mode assez confus, ses premiers prophètes dont il faut se souvenir des vaticinations un peu new age, promesses d'ère nouvelle et de lois de l'économie révolutionnées : plus d'inflation ! Plus de cycles ! Comme en matière de triomphe annoncé des *start-up*, là aussi il y a des ironies faciles qui se perdent. Si passer en l'espace d'à peine deux trimestres d'un rythme de croissance de 5 % à presque zéro, ce n'est pas du cycle alors qu'est ce qu'un cycle ? Il se pourrait même que ce cycle-là, loin d'être un accident mal anticipé mais qui resterait tout de même très neuf en son genre (on soupçonne que la pensée new age n'a pas épuisé ses ressources), il se pourrait donc que ce cycle réponde au contraire à un modèle d'un très grand classicisme. Car lorsqu'on fait le compte des enchaînements qui l'ont initié, on trouve des facteurs causaux dont une litote ferait dire que tous ne sont pas furieusement inédits.

Le premier d'entre eux renvoie aux effets arrivés à maturité du resserrement monétaire conduit par la Réserve fédérale depuis 1999, précisément d'ailleurs pour contrer les tensions inflationnistes résurgentes dont les prophètes nous avaient assuré qu'elles appartenaient au passé. Même si on accordera sans barguigner que celles-ci auront mis un temps inhabituel à se manifester et que la dégringolade du Nairu, ce fameux « taux de chômage naturel », passé en quelques années de 8 % à moins de 4 %, est une nouvelle épreuve pour des économistes se rêvant physiciens, à la recherche des constantes universelles (mais imaginez-on une physique où la vitesse de la lumière vaudrait un jour 300,000 km/s et un plus tard 130 km/h ?), le fait est que ces tensions inflationnistes auront fini par se produire. Il fallait avoir versé dans des

formes de pensées millénaristes pour imaginer qu'il aurait pu en être autrement.

Le deuxième élément est peut-être le plus caractéristique du nouveau régime - auquel il faut bien malgré tout reconnaître quelques spécificités ! Il s'agit de l'effondrement des marchés, particulièrement du Nasdaq, dont se font sentir les effets aussi bien micro que macroéconomiques. On commence maintenant à avoir l'expérience de ce que le propre de la finance tient à ses emballlements contradictoires et à sa propension à corriger des excès par d'autres excès. Confondues à la baisse dans la même

absence de discrimination qui les portait au pinacle pendant la bulle, les entreprises de la nouvelle économie voient interrompue la continuité des flux de financement, vitale à la reconduction dynamique de situations économiques intrinsèquement fragiles. Peu nombreuses sont celles

qui peuvent supporter la raréfaction de la ressource financière et le drastique raccourcissement des horizons temporels de leurs bailleurs, alors même que presque toutes sont encore loin d'un modèle stabilisé d'autofinancement.

Mais l'accident de marché pourrait aussi avoir des conséquences autres, et de plus vaste ampleur, que les vicissitudes des *start-up*, dont la contribution véritable à la croissance n'est pas proportionnelle à l'espace média qui leur est consacré. C'est d'ailleurs là l'une des caractéristiques centrales du nouveau régime de croissance, trop souvent réduit aux seules NTIC, que de reposer sur une dynamique macroéconomique d'ensemble où la sphère financière tient un rôle moteur. Dans ce nouveau bouclage où une part croissante de la demande finale - et notamment la consommation - est solvabilisée sur les marchés de titres, le couplage entre sphère financière et sphère réelle se trouve intensifié, et tout accident boursier porte le risque d'une transmission aux composantes de la demande *via* des effets revenu (réalisation de moins-values) et richesse. Or, de tels accidents voient leur probabilité singulièrement relevée en situation de bulle quasi chronique, où l'excès des PER reflète des anticipations sur des profits futurs toujours plus lointains, et rend les cours hautement sensibles aux moindres révisions à la baisse des profits présents. C'est là le talon d'Achille de cette dynamique boursière emballée, dont le permanent déséquilibre dynamique n'est soutenable qu'à la condition, non pas simplement d'une croissance, mais d'une *accélération* continue des bénéfices effectifs. Le maintien dans les esprits de la finance de la croyance haussière n'est possible en effet que si la courbe des

profits réels « justifie » qualitativement, plus que quantitativement, celle des profits anticipés (incorporés dans les cours), quand bien même l'écart des seconds aux premiers demeure aberrant. C'est pourquoi la projection vers des profits escomptés toujours plus éloignés rend intolérable tout ralentissement du rythme des profits présents. Cette condition sur la dérivée seconde des bénéfices réels, qu'un accident de marché « isolé », à la façon des crises de 1997-1998, n'a pas le pouvoir de remettre en cause, est en revanche détruite par l'entrée en récession. Aussi l'interaction krach-ralentissement peut-elle donner lieu à un enchaînement cumulatif où le ralentissement nourrit les révisions de profit qui font alors plonger les cours, pendant qu'en retour le choc financier se transmet à l'économie réelle et aggrave le ralentissement. L'issue de cette boucle vicieuse n'est pas nécessairement l'effondrement général. Elle est réglée notamment par

*« L'interaction krach-ralentissement peut donner lieu à un enchaînement cumulatif où le ralentissement nourrit les révisions de profit qui font alors plonger les cours »*

l'intensité des couplages entre sphères réelle et financière, laquelle dépend à son tour de la répartition des risques supportés par les ménages entre le Dow Jones (moins affecté) et le Nasdaq, de leur exposition véritable (quand les ménages sont-ils entrés et quels niveaux de moins-value ont-ils encaissés ?) et du degré de tension de leur contrainte financière (quand leur dette vient-elle à échéance et les contraint-elle impérieusement à retourner à la liquidité ?). L'issue macroéconomique dépend aussi, bien sûr, de la politique monétaire dont l'offre de liquidité pourrait à la fois rétablir des anticipations optimistes, soutenir les marchés de titres mais surtout relancer l'activité réelle et restaurer le « bon » profil des bénéfices économiques.

Il se pourrait pourtant que la réponse de l'économie réelle à la détente de politique monétaire ne soit pas si fidèlement au rendez-vous que par le passé, et que le réglage digital de la croissance par le banquier central ne soit plus qu'un souvenir. C'est là que réside la troisième explication possible - après la restriction monétaire et l'accident de marché -, celle-là même qui renvoie l'épisode présent de récession à un schéma déjà maintes fois expérimenté. Selon cette interprétation, le ralentissement américain aurait aussi à voir non pas seulement avec la résorption d'excès financiers, mais également avec une crise de surinvestissement physique. Cédant à leur tour à l'engouement collectif pour les NTIC, les entreprises se seraient livrées à des achats massifs de technologie et, au-delà d'un certain seuil, davantage pour épouser de manière ostentatoire la « modernité » que pour ré-

pondre à des besoins véritables. Dominé par de puissants effets de signe, il se peut que l'investissement technologique ait outrepassé sa seule logique économique pour devenir à la fois la marque de l'engagement dans une époque et la promesse quasi magique d'une efficacité future garantie. Dans cette nouvelle « convention d'investissement » à laquelle on se rallie plus par un effet d'opinion qu'on y est conduit par le seul calcul économique, l'absence de régulation rationnelle ne fait pas percevoir suffisamment tôt le franchissement des seuils de saturation. Or, le climat d'euphorie collective porté par la décennie de croissance ininterrompue, alimenté par les discours de la nouvelle ère (on y revient !), rend hautement probable l'*overshoot* du capital physique - attestant par là que les dynamiques d'opinion polarisée peuvent sortir de la sphère des marchés et contaminer aussi l'économie réelle. Le retournement, qui ne peut manquer de se produire, frappe

d'abord la demande adressée aux constructeurs de matériels technologiques mais aussi, plus largement, toute l'économie dès lors que les entreprises, prenant conscience du surinvestissement, décident de mettre assez brutalement un frein à leurs engagements de dépense. Minsky, en son temps, avait

déjà théorisé ces cycles où, gagnées par l'euphorie de croissance, la finance et l'industrie, c'est-à-dire l'offre et la demande de moyens de financement, « collaborent » à un excès d'investissement et produisent de concert les conditions du retournement. Cet enchaînement est finalement très similaire à celui qu'ont connu le Japon de la fin des années 80 et la Corée des années 90, à ceci près que le surinvestissement américain s'est, lui, orienté vers des biens d'équipement (NTIC) dont le prix relatif en constante diminution a permis d'éviter les effets d'alourdissement en capital et de détérioration des taux de profit.

Si cette interprétation est la bonne, alors la dynamique macro de la nouvelle économie, pour offrir à coup sûr des enchaînements inédits, n'en connaît pas moins aussi très bien ses classiques. Dans cette hypothèse, la seule détente de politique monétaire pourrait bien n'avoir qu'un impact limité car les entreprises sont moins aux prises avec la contrainte financière qu'elles ne sont occupées à purger les excès de la période écoulée. C'est le genre de résorption qui ne se fait pas en un jour et si la demande inter-entreprises est ainsi en panne pour un certain temps, c'est de nouveau sur le consommateur américain que reposeront tous les espoirs.

▲ F.L. Chargé de recherche au CNRS