

A PROPÓSITO DE UN MINI KRACH

Maxime Durand

La mini crisis bursátil de abril de 2000 ha sido reabsorbida en algunos días. No deja, sin embargo, de ser un síntoma de desequilibrios más fundamentales que hacen tener serias dudas sobre la capacidad de la « nueva economía » para fundar una nueva onda expansiva.

Tras las razones inmediatas de la mini crisis

Dos elementos han sido los desencadenantes de la crisis. El primero es el juicio del asunto Microsoft que ha sido interpretado como el final de los superbeneficios ligados a las tecnologías de la informática. El 24 de abril, la acción de Microsoft perdió en un día el 15,7% y se sitúa con una bajada del 44% en relación a finales de 1999. El segundo factor es el anuncio del índice de la inflación que, con el 0,7% en un solo mes, parece marcar un brusco salto hacia delante y confirma un ligero movimiento de despegue de la inflación.

Como ocurre a menudo, los factores que desencadenan una crisis no son sus causas profundas, y los choques bursátiles resultan a menudo de una tendencia a la exageración, a la sobre reacción. Pero estos dos signos, en el espíritu de los intervinientes, venían a lanzar una duda inquietante sobre dos de los principales resortes de la euforia ambiente. El asunto Microsoft ha venido a subrayar que la acumulación sin fin de ganancias considerables no está garantizada. Recordemos que Bill Gates es uno de esos tres hombres cuyas fortunas reunidas superan, según los cálculos del PNUD, el PIB de los 48 países más pobres. Que el gigante de la « net-economía » pueda así tropezar ha sido percibido como un mensaje inquietante.

La subida inflacionista, si se confirmara, vendría a poner término a uno de los rasgos más llamativos de la « nueva economía », a saber la posibilidad para la economía americana de conocer un ciclo de crecimiento relativamente elevado, de vuelta a un casi pleno empleo (para las normas americanas) sin que la inflación se reinicie y venga a provocar el cambio del ciclo. Esta muy grande sensibilidad de Wall Street a la inflación no puede ciertamente analizarse como el temor de una pérdida de competitividad ; la presión exterior es muy débil. De lo que se trata, es del reparto de las rentas, y la inflación interviene aquí de doble forma.

Para los que tienen activos financieros, toda alza de precios viene a reducir el valor real de su patrimonio así como las rentas que procuran. La inflación es además un indicador de tensión en el mercado de trabajo y refleja la resistencia de los patronos a una mejora de la situación de los asalariados. Desde este punto de vista, la economía americana ha estado marcada siempre por este encadenamiento cíclico : la recuperación hace retroceder el paro y, gracias a esta mejor correlación de fuerzas, los asalariados obtienen aumentos más rápidos de su poder de compra. Los patronos responden aumentando sus precios para mantener sus márgenes, luego el Federal Reserve Bank (el Banco central) aumenta las tasas de interés, de forma que se frene la actividad. Todo esto confiere a la economía de los Estados Unidos un perfil cíclico bastante repetitivo.

¿ Una nueva economía ?

Pero, justamente, el último ciclo ha dado la impresión de que estos mecanismos estaban neutralizados y es esta una de las componentes (con las nuevas tecnologías) de esta famosa « nueva economía ». Es lo que explica igualmente que el ciclo actual se presente como particularmente vigoroso y excepcionalmente largo. Ha parecido en efecto que la bajada de la tasa de paro no empujaba ya a los salarios, ni a los precios, al alza. Las cosas son un poco más complicadas y merecen que se vuelva un poco hacia atrás para considerar el conjunto del último ciclo, distinguiendo dos fases.

Tras la recesión del comienzo de los años ochenta, el ciclo recomienza normalmente, y el crecimiento es del orden del 2,7% entre 1991 y 1995. Luego, a partir de 1996, el crecimiento reencuentra un segundo aliento y pasa a una media anual del 3,7% además más regular. Es pues sobre un período bastante reducido que se esboza esta « nueva economía ». Las principales características de esta fase coyuntural atípica son las siguientes :

- la inversión continúa creciendo mucho más rápidamente que el PIB y constituye pues un elemento dinámico ;

- permite sacar ganancias de productividad más elevadas que en el pasado

- estas ganancias de productividad permiten al salario real volver a crecer (tanto más cuanto la duración del trabajo aumenta) sin aminorar mucho la parte de las ganancias.

- la inflación es contenida por dos razones : la primera es que las ganancias de productividad compensan una buena parte de las alzas salariales ; la segunda es que los Estados Unidos disfrutaban de una bajada del coste de las importaciones, gracias a la subida del dólar y a la bajada de los precios de las materias primas ;

- el consumo se pone también a subir mucho más rápidamente que el PIB sobre la base de una bajada de la tasa de ahorro : aumenta netamente más rápido que la renta de las familias, cuyo endeudamiento progresa muy vivamente. Este endeudamiento corresponde, para 200 o 300 millardos de dólares, al hecho de que las familias piden prestados dólares para comprar acciones ;

- los gastos públicos bajan en proporción del PIB (principalmente los gastos militares en la primera mitad de los años noventa), y las exportaciones marcan el paso ;

- el equilibrio económico entre oferta y demanda se realiza mediante una aceleración de las importaciones que aumenta el déficit exterior. Hay que relacionar dos cifras : en el cuarto trimestre de 1999, el crecimiento alcanza el 7% en ritmo anual, pero el déficit exterior se degrada aún un poco más para alcanzar un ritmo equivalente a 400 millardos de dólares anuales.

Un imperialismo *high tech*

La nueva economía americana mezcla pues dos ingredientes que es difícil separar : hay una componente « high tech » y una componente « neoimperialista ». La primera corresponde a la parte « sana » del fenómeno, que permite entrever las primicias de una nueva onda larga : la recuperación de la inversión ha engendrado un renovado aumento de la productividad. Se trata en el fondo de un mecanismo que no tiene nada de « nuevo ». Lo que era inhabitual, era al contrario la larga fase precedente caracterizada, desde comienzos de los años ochenta, por una restauración de la ganancia sin recuperación de la acumulación. Las nuevas tecnologías juegan evidentemente un papel decisivo, pero esto no tiene nada de nuevo tampoco : en cada ciclo, un cierto número de sectores juegan un papel motor alrededor de innovaciones-faro. Hay por otra parte que señalar de paso hasta qué punto esta configuración desmiente los análisis simplistas del capitalismo financiero como opuesto a la inversión productiva : los Estados Unidos son a la vez el país más financiarizado y aquel en el que la inversión productiva ha aumentado mas durante el último ciclo. Es bastante simbólico sin embargo constatar que se habla de una New Age, únicamente porque los capitalistas recomienzan a invertir y realizan ganancias de productividad !. El problema es que esta vuelta a un funcionamiento más virtuoso del capitalismo, a un « cuasi fordismo » en el que la parte de los salarios recupera su retraso reposa en efectos de combinación asimétricos respecto a las otras regiones del mundo. Los Estados Unidos disponen en efecto del poder de hacer financiar la acumulación de su capital por el resto del mundo. Algunas cifras son necesarias para tomar la medida de este fenómeno. En 1992, la inversión

productiva representaba el 10% del PIB y ha pasado al 12,5% en 1999 : los flujos de inversión superiores a esta barrera del 10% del PIB representan , una vez acumulados, 250 millardos de dólares. En el mismo período 1992-1999, el déficit acumulado de la balanza exterior representa 225 millardos de dólares. Dicho de otra forma, el esfuerzo suplementario de inversión ha sido financiado en un 90% por el resto del mundo.

Un déficit exterior representa en efecto una entrada de capitales y , de forma simétrica, un excedente comercial implica una salida de capitales. Se pone pues el dedo en un fenómeno relativamente bien conocido pero que toma desde hace dos o tres años una importancia renovada : son Japón y Europa quienes financian la recuperación de la acumulación en los Estados Unidos. Este desarrollo desigual de la acumulación basta para afirmar que el modelo americano no es fácilmente reproducible en todas sus dimensiones.

¿ Euforia dominada o corrección inevitable ?

La forma en que Wall Street, incluso el Nasdaq, ha digerido el mini-krach es bastante fascinante. Pero no debe nada al apoyo de las instituciones financieras internacionales, a las que no se ve de qué instrumentos de intervención directa e inmediata pueden disponer.

La forma en que los mercados han recuperado el control ha sido bien descrita por Stephen Roach, economista jefe del banco Morgan Stanley Dean Witter, en una entrevista a Le Monde : « nadie tiene ganas de ver que ese mercado pare de subir. Los inversores se niegan a aceptar la realidad ». No es probablemente más que algo diferido y eso plantea la cuestión de la difícil regulación de los mercados financieros. Esta es indirecta y pasa por la política monetaria, dicho de otra forma por las tasas de interés. Pero la última entrega del informe económico del FMI (World Economic Outlook) subraya las contradicciones de esta intervención¹. En su capítulo 3, muestra que la buena política consiste en frenar preventivamente el despegue especulativo mediante una subida mesurada de las tasas de interés y, si ocurre un krach, en bajar generosamente las tasas de interés de forma que se rieguen los mercados con liquideces como ocurrió tras el krach de octubre de 1987. Pero en su capítulo 1, el FMI (u otro de sus expertos) recomienda una política de recorte progresivo de las tasas de interés que viene un poco tarde y puede endurecer el cambio de ciclo si se cree el análisis del precedente de 1929 propuesto en el capítulo 3.

La conducción a ojo es tanto más difícil en la medida en que la Bolsa se ha despegado en gran medida de toda determinación objetiva, lo que los analistas llaman los « fundamentales ». El último informe del FMI intenta medir la amplitud del derrapage de diferentes maneras. El ratio más extendido es el PER (Price/Earning ratio) que compara el curso de una acción con el beneficio por acción realizado por la empresa. Este ratio es hoy en los Estados Unidos del orden de 30 cuando la teoría financiera evaluaría hoy en 20 lo que sería coherente con los demás parámetros (tasa de crecimiento, tasa de interés, prima de riesgo). Todo esto es frágil, pero se puede admitir el orden de dimensión de una sobreevaluación del 50%, lo que significa que las cotizaciones deberían bajar un tercio para encontrar valores de equilibrio. Este razonamiento corresponde a una lógica simple : las acciones son un derecho de giro sobre la ganancia y su valor debe consiguientemente reflejar la rentabilidad que basa la remuneración financiera. La separación entre rentabilidad y capitalización bursátil se ha hecho particularmente « monstruosa » en el caso de las empresas de alta tecnología cotizadas en mercados especializados como el Nasdaq en los Estados Unidos. Para que la economía real confirme las apuestas tomadas sobre el futuro bajo la forma de sobreevaluación, sería necesario en suma que las ganancias fueran multiplicadas en proporciones considerables, lo que implicaría tasas de explotación -felizmente- imposibles. La situación no puede durar, aunque solo sea porque entra en contradicción con una regla esencial de funcionamiento concreto del capitalismo, que trata sobre la competencia entre capitales. Esta

¹ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2000/01/index.htm>

está en efecto profundamente falseada. La talla de las capitalizaciones² no refleja ya la talla real de los capitales. Que una empresa como AOL, que no es en el fondo más que una empresa de servicio informático de talla media, haya podido comprar un gigante de la industria del ocio como Time Warner es perfectamente simbólico de la nueva economía, pero es al mismo tiempo completamente irracional desde el punto de vista del capital en general. Las «verdaderas» empresas están pues solamente expuestas a un riesgo de compra por parte de empresas indebidamente infladas. El segundo rodeo proviene de la capacidad de las acciones Internet de captar el aporte de dinero fresco en detrimento del curso de las empresas «tradicionales» incluso si son de hecho poco rentables. En definitiva, esta situación absurda, en la que Yahoo tiene tanto peso como General Motors, deberá encontrar un desenlace de una forma u otra.

¿ Más dura será la caída ?

Tres incógnitas pesan sobre las modalidades de la futura corrección : su amplitud, su profundidad y su impacto sobre la economía real. La primera cuestión concierne a las relaciones entre los dos sectores de los mercados financieros, «tradicional» y «high tech». La sobrevaloración de las cotizaciones siendo sobre todo debido al segundo (pero no solo), se podría imaginar una corrección selectiva que evitara el corazón tradicional de la Bolsa y que podría incluso reforzarse si los inversores se desinteresaran del sector high tech para dirigirse hacia el segundo -un poco como los capitales en huida de las bolsas de los países emergentes habían venido a dopar los mercados financieros del Norte en 1998. La segunda incógnita concierne, pero las dos cuestiones están evidentemente ligadas, a la profundidad de la corrección. Hay que tener en cuenta aquí la existencia de inversores institucionales importantes -principalmente los fondos de pensiones- que tienden a estabilizar los mercados formando una especie de colchón estabilizador. Estos fondos de colocación no tienen verdaderamente la posibilidad de abandonar la Bolsa : la única alternativa sería deportarse hacia las obligaciones y bonos del Tesoro, pero esta vía es estrecha y puede por otra parte ser controlada por los poderes públicos.

Es sin duda la tercera dimensión la que proporcionará la clave de estas dos incógnitas precedentes : la cuestión es aquí el saber en qué medida un desenganche bursátil va a transmitirse a la economía real. Desde este punto de vista, el modelo capitalista actual comporta dos talones de Aquiles, que son «el efecto riqueza» y el déficit exterior de los Estados Unidos. El efecto riqueza designa el hecho de que los particulares americanos, tomados en su conjunto, consumen mucho porque disponen, al menos potencialmente, de un patrimonio financiero confortable. Si éste es bruscamente desvalorizado, estas pérdidas conducirán a los hogares a revisar a la baja su comportamiento de consumo y a contribuir así a endurecer el cambio coyuntural. Este movimiento puede provocar una bola de nieve, en caso de quiebra de hogares muy endeudados por consumir... o especular.

El segundo punto débil es la balanza de pagos americana. El imperialismo dominante dispone del privilegio de tener un déficit importante y una moneda que continúa siendo fuerte. Europa y el Japón registran excedentes comerciales que son reciclados para el financiamiento de la acumulación en los Estados Unidos. Pero esto no puede funcionar más que dentro de ciertos límites. El primero es el dinamismo de la economía americana que legitima el dispositivo de conjunto ; el segundo es el curso del euro en relación al dólar que ha bajado constantemente desde la puesta en marcha de la moneda común. Supongamos que la FED aumente las tasas para frenar la inflación, el crecimiento y el déficit exterior. El enlentecimiento de la economía debería entonces poner un final al ascenso del dólar que podría incluso descender en relación al euro. Pero en este caso, ¿puede el proceso ser realmente controlado por ambas partes del Atlántico ?. No es evidente. Si la frenada es brutal en los Estados Unidos y se acompaña por una bajada del dólar, la subida de las tasas de interés y la pérdida de la competitividad

² la capitalización de una empresa es el valor total de sus acciones, calculada sobre la base de su cotización en bolsa.

desencadenarían una onda de choque recesiva que invertiría la coyuntura en Europa, de tal forma que lo que se podía razonablemente prever al día siguiente de la crisis financiera de 1998 acabaría por producirse. Este cambio se vería acompañado inevitablemente por tensiones en aumento en el interior de Europa, en función de las reacciones divergentes de cada país a lo que los economistas llaman un « choque asimétrico ».

¿ Economía virtual contra economía real o dividendos contra salarios ?

« El capital portador de interés, forma alienada de la relación capitalista » : esta fórmula de Marx - es el título del capítulo 24 del libro 3 de El Capital -muestra que el milagro de la multiplicación de los panes que se opera en la Bolsa fascina al capital desde hace mucho. Se tiene ahí « dinero que produce dinero, un valor que se valoriza él mismo, sin ningún proceso que sirva de mediación entre dos extremos ». Estando persuadido de que este milagro resulta de una aplicación astuta de las nuevas tecnologías, los nuevos patrones de start-up caen pues en una ilusión muy antigua a la que Marx responde por adelantado : « para los economistas vulgares que intentan presentar el capital como fuente independiente del valor y de la creación de valor, esta forma es evidentemente una ganga puesto que hace irreconocible el origen de la ganancia ».

Pero, ¿se puede uno verdaderamente enriquecer durmiendo ? La respuesta debería ir de sí misma, sobre todo para marxistas armados con la teoría del valor : no puede tratarse más que de una transferencia, de una deducción que realizan las rentas financieras sobre la riqueza producida. En el fondo, es porque los salarios están bloqueados (y porque la inversión productiva no aumenta a medio plazo) por lo que una parte del valor añadido puede ser captado por los jugadores en bolsa hábiles : el dinero que les cae del cielo no es sino salario no pagado. La ideología particular del nuevo capitalismo toma entonces la forma de una amplia empresa de autopersuasión que intenta convencerse -como en tiempo de Marx- del poder del capital (o de Internet) para hacer dinero al margen de todo proceso de explotación. Es lo que Marx llama el « fetiche capitalista ». En realidad, el ascenso impresionante de la Bolsa desde hace algunos años corresponde a una configuración particular en la que la tasa de plusvalía aumenta pero no la tasa de acumulación, y esta plusvalía no acumulada es el motor de la finanza. No es pues por azar que los himnos a la nueva economía se ven acompañados por elogios del accionariado asalariado. El objetivo buscado es institucionalizar esta nueva regla : los salarios deben ser congelados y la progresión de la remuneración de los trabajadores no debe pasar ya más que por « el ahorro salarial » o los fondos de pensiones. Se intenta así legitimar el modo actual de reparto de las rentas, acercarse una base social, dividir el asalariado entre quienes tienen acciones y los demás, y comprar de esta forma el bloqueo del salario, igual que el de la protección social.

¿Puede esto continuar ? La respuesta es en el fondo política y social. Uno de los elementos constitutivos de la nueva economía es querer obtener « la mantequilla y el dinero de la mantequilla », dicho de otra forma tener un crecimiento sostenido a la vez que se contiene la progresión de los salarios. Desde un punto de vista estrictamente económico, no hay ningún límite a esta configuración cuyo único problema es ser extremadamente desigualitaria. Pero si esta configuración es rechazada, si los asalariados se ponen a reivindicar su parte, entonces la huida hacia delante puede transformarse en derrota, sencillamente porque no puede distribuir más riqueza de la que se ha creado. Si el crecimiento se mantiene algunos años al 3% o 4% y la masa salarial aumenta también el 3 o el 4%, entonces una progresión anual del 30%, del 50% o incluso del 100% de las ganancias bursátiles no es sostenible.

En cualquier caso hemos entrado en una fase de inestabilidad bursátil : si el mini-krach ha podido ser absorbido, la euforia se ha visto enfriada y se pueden prever nuevos pasos en falso. Un krach en bolsa no significaría sin embargo el krach (final) del capitalismo. Se podría decir incluso que el capitalismo tiene hoy necesidad de un choque así que arrastraría una buena desvalorización del capital, la ruina de los pequeños participantes parásitos y un estímulo para nuevas fusiones. Es sin duda la condición necesaria, desde un punto de vista estrictamente económico, para una nueva fase de crecimiento. Pero tal puesta a cero de los contadores rompería la mismo tiempo

cualquier tentativa de « vender » el accionariado asalariado y lanzaría un violento haz de luz sobre los límites del capitalismo actual.

Las coordenadas de una nueva onda larga

En un artículo aparecido hace dos años³, adelantábamos la conclusión siguiente : « el capitalismo mundial no consigue poner las bases de una nueva onda larga expansiva, porque es incapaz de asegurar un crecimiento sostenido de la demanda salarial, y porque dispone la economía mundial de tal forma que se extienden periódicamente las zonas de depresión económica. Se ha instalado en una fase de dominante recesiva, más larga que episodios comparables de su historia. El ciclo actual que se desarrolla con un fondo de crisis de sobreproducción puede difícilmente ser percibido como la puesta en marcha de un nuevo orden económico, pero el hundimiento final no es tampoco automático. Lo más probable es hoy el paso progresivo a una desaceleración general, que se extendería hasta 1999, y podría ser ocultada por las elevadas ganancias de los grandes grupos. Se podría entonces entrar en una crisis abierta de la legitimidad neoliberal. Un día próximo habrá que sacar el balance de tantos años de austeridad que no desembocan, en todo el mundo, sino en más paro y retrocesos económicos y sociales ».

El error manifiesto en cuanto al perfil coyuntural no implica que haya que revisar el pronóstico de conjunto sobre una nueva onda larga expansiva. Es absolutamente esencial disociar las dos cuestiones. La teoría de las ondas largas, tal como la interpretamos, consiste en mostrar que una nueva fase expansiva supone que el capitalismo pone en pie un modelo coherente definido por cuatro elementos⁴ :

- un modo de acumulación del capital ;
- un tipo de fuerzas productivas materiales ;
- un modo de regulación social ;
- el tipo de división internacional del trabajo.

Si embargo, las respuestas del capitalismo contemporáneo a estas exigencias son parciales, contradictorias y socialmente poco legítimas. La coherencia del modelo, en la medida que existe, reposa en efecto sobre evoluciones regresivas en cada uno de estos puntos.

1.El modo de acumulación del capital es excluyente, desde un doble punto de vista, geográfico y social. Los países del Sur y del Este están sometidos a una dependencia renovada, extremadamente selectiva, y los asalariados a una nueva ley de bronce según la cual su salario es una carga y no debe aumentar. Incluso entre los Estados Unidos, Europa y Japón, las disimetrías están en aumento.

2. Las nuevas tecnologías no son un espejismo y son portadoras de transformaciones y de progresos muy profundos, pero se enfrentan a una lógica mercantil que empobrece sus efectos sociales. El capitalismo de hoy transforma el oro del progreso tecnológico en plomo social : la reducción posible del tiempo de trabajo en paro y en marginación social, la gratuidad informacional en mercantilización de todo , incluso los seres vivos.

3. El modo de regulación social funciona según el modo de la denegación : satisfacer las necesidades sociales, sería vivir por encima de sus medios. Se reduce pues el campo de los servicios públicos y de la protección social en todo el mundo, en nombre de la prioridad al consumo mercantil que es en el fondo la del capital.

4. La división internacional del trabajo, finalmente, funda un desarrollo profundamente desigual y restaura los procesos imperialistas más clásicos.

³ Maxime Durand, « Les ambivalences de la conjoncture mondiale », en *Inprecor* n°423, abril de 1998.

⁴ Christian Barsoc, *Les rouages du capitalisme*. Editions La Brèche, París, 1994.

Ciertamente, la coherencia económica del conjunto está asegurada hasta cierto punto por el ascenso de las desigualdades y por el reforzamiento de los efectos de dominación : el consumo de los ricos sustituye al , bloqueado, de los asalariados y el poder del dólar-rey se convierte en el cemento del sistema monetario internacional. Pero el capitalismo no tiene solo necesidad de una coherencia contable, también debe ofrecer un modelo de sociedad. Debe acumular (es la « Ley y los profetas » para Marx), innovar, transformar la sociedad, afirmarse como modelo universal. Sin embargo, la coherencia desigualitaria entra en contradicción con estas exigencias : a pesar de la restauración espectacular de la ganancia, la acumulación no despegue en la misma proporción, el crecimiento a medio plazo sigue siendo mediocre y la redistribución de los frutos de este crecimiento no concierne más que a una minoría de la población mundial.

Si habría que dar un criterio sintético para definir el despegue de una fase expansiva, sería que la ganancia reencontrada estimula de nuevo el dinamismo de la acumulación, lo que es en el fondo la esencia del capital. Sin embargo, hasta prueba en contrario, no es el caso actualmente en los Estados Unidos en condiciones que impiden la generalización de este resultado y, en otras partes, la acumulación no progresa más que en cortos períodos que remiten en definitiva a un movimiento coyuntural.

Las importantes incertidumbres que pesan sobre la coyuntura (lo que es en si un rasgo de esta coyuntura) y la eventual imprecisión de ciertas caracterizaciones teóricas no deben oscurecer lo que sigue siendo nuestro postulado fundamental. El capitalismo realmente existente puede funcionar más o menos bien según sus propios criterios, pero es estructuralmente incapaz de transformarse en un sistema capaz de distribuir de forma igualitaria los frutos de su éxito. Y éste necesita cada vez más la explotación y la relegación como contrapartidas. Los beneficios bursátiles no tienen otro origen que la no satisfacción de las necesidades sociales, tal es en el fondo la esencia del capitalismo contemporáneo. El anticapitalismo debe encontrar en ello una legitimidad renovada, y todo el mundo sabe que no se cotiza en Bolsa !