

# La balsa de piedra

Revista de teoría y geoestrategia iberoamericana y mediterránea



*La balsa de piedra, n° 11, julio-diciembre 2015, p. 3.*

ISSN: 2255-047X

**"Economía Mundial: ¿semiestancamiento a largo plazo?"**

**Rolando Astarita**

(*Universidad Nacional de Quilmes -Argentina-; [rastarita@gmail.com](mailto:rastarita@gmail.com)*).

**Resumen:** En artículos anteriores he discutido la idea, arraigada en muchos sectores de la izquierda, de que la crisis que estalló en 2007, y la recesión mundial que le siguió, eran de proporciones similares a la Gran Depresión de los años treinta. El año pasado decía al respecto que desde mediados de 2009 asistíamos a una situación que no era de depresión ni tampoco de fuerte crecimiento: las economías de Europa y Japón continuaban estancadas, se registraba crecimiento débil en Estados Unidos y Canadá, y relativamente importante en los países atrasados. En esta nota actualizo ese análisis.

**Palabras clave:** Crisis económica de 2007, ciclos económicos largos, estancamiento económico.

---

**Abstract:** In previous articles I have discussed the idea, which is rooted in many sectors of the left, that the crisis that erupted in 2007, and the global recession that followed, were of similar proportions to the Great Depression of the 30s. The last year I said that, since mid 2009 we attended a situation that was not of depression nor of strong growth: the economies of Europe and Japan remained stagnant, weak growth was recorded in the United States and Canada, and relatively important in the backward countries. In this note updated this analysis.

**Keywords:** 2007 economic crisis, long economic cycles, economic stagnation.

---

En esta nota actualizo ese análisis. Adelantando lo que se explica más abajo, todo parece indicar que la economía mundial se encamina hacia un largo período de crecimiento débil, o semi-estancamiento, en paralelo con exuberancia de liquidez, crédito y especulación -lo que Marx llamaba “plétora del capital”-. Dada su extensión, he dividido la nota.

## **I. Crecimiento e inversión débiles**

De acuerdo a las previsiones del FMI, en 2014 la economía mundial crecería 3,6% y el 3,9% en 2015, contra el 3% de 2013,. En los países adelantados, el crecimiento sería del 2,2% en 2014 y 2,3% en 2015, frente al 1,3% en 2013. Para EEUU, todavía en abril el FMI preveía un crecimiento del 2,8% en 2014 y 3% en 2015, pero ahora pronostica 2% en 2014. La zona del euro crecería 1,2% en 2014 y 1,5% en 2015 (-0,5% en 2013) y Japón 1,4% en 2014 y 1% en 2015 (1,5% en 2013); esto es, cifras cercanas al estancamiento. En cuanto a los países atrasados, el crecimiento sería del 4,9% en 2014 y 5,3% en 2015, contra el 4,7% en 2013.

Se evidencia entonces una mejora, en particular en los países adelantados, pero la recuperación sigue siendo muy desigual, y con profundas debilidades. El 84 Informe anual 2013/2014 del BIS señala: “A pesar de la euforia en los mercados financieros, la inversión sigue débil. En lugar de aumentar la capacidad productiva, las grandes empresas prefieren recomprar acciones o involucrarse en fusiones y adquisiciones. Y a pesar de la perspectiva de crecimiento de largo plazo carente de brillo, la deuda continúa creciendo. Incluso se habla de un estancamiento secular”. La UNCTAD también subraya que la recuperación es débil, que hay falta de dinamismo en las cifras del output, el empleo y la inversión, y que el comercio internacional crece a una tasa menor de lo que lo hace la producción.

La cuestión central es que la inversión en los países adelantados permanece débil, a pesar de las tasas de interés muy bajas y la amplia liquidez. En el período 2010-3 la inversión promedio (inversión residencial, no residencial, equipos y otros) en términos de PBI, en EEUU, fue 4 puntos más baja que en el período 2003-7 (y en este último período, la inversión en equipos y estructuras industriales ya se había debilitado con relación a los 1990). La formación de capital bruto fijo en EEUU creció a una tasa anual del 5,1% entre 1996 y 2005, pero al 0,5% entre 2006 y 2015 (previsto, dato FMI). La inversión también está débil en Europa, y especialmente en los países que sufrieron de lleno la crisis. También tomando los períodos 2003-7 y 2010-13, la inversión promedio en términos de PBI fue 14 puntos inferior en Irlanda, 9 puntos en España y 3 en Gran Bretaña. La construcción en estos países sigue en niveles muy bajos, y la inversión en equipos está por debajo del promedio previo a la crisis, debido a la escasa demanda. En la zona del euro la formación de capital bruto fijo creció a una tasa anual del 2,7% entre 1996 y 2005, y decrecería 0,6% entre 2006-15 (previsto). Para Gran Bretaña las cifras son 4% y 0%, respectivamente. Incluso en Alemania, la economía más fuerte y en mejor estado, la inversión disminuyó del 21,5% del PBI en 2000 al 17,2% en 2013.

Refiriéndose al panorama general de la inversión, el año pasado The Economist señalaba: “Las tasas bajas impactan directo en las finanzas, pero no en la inversión. Las

empresas emiten nueva deuda aprovechando la baja tasa de interés, pero utilizan el cash para refinanciar préstamos o constituir fondos por prevención” (The Economist, 6/04/13). La revista añadía que solo las empresas estadounidenses tenían entonces 1,8 billones de dólares en líquido, pero no iban a la producción. La situación parece prolongarse este año. Y a este panorama hay que sumar un paulatino empeoramiento de las condiciones para la acumulación en China, lo que indudablemente tendría fuerte impacto a nivel mundial (véase más abajo).

## **II. Las llamadas crisis financieras, o crisis estructurales**

El informe del BIS que hemos citado también habla de la necesidad de ubicar la actual coyuntura en el marco de una visión de largo plazo, que se extienda por encima de las variaciones asociadas a los ciclos económicos habituales, o ciclos de negocios. Es que estos, con una duración promedio de 8 años, son un marco de tiempo demasiado breve para analizar las consecuencias de las fluctuaciones financieras que terminan en crisis bancarias como la que estalló en 2007. En escenarios de este tipo, continúa el BIS, los efectos de las crisis son de unos 15 a 20 años, esto es, bastante más prolongados que los que siguen a los ciclos de negocios tradicionales. “Cuando revientan los booms financieros, las pérdidas de output y empleo pueden ser inmensas y durar extraordinariamente. En otras palabras, el balance de las recesiones deja una pérdida mucho más pesada que las recesiones normales. El estallido de la burbuja revela las malas asignaciones de recursos y las deficiencias estructurales que habían sido encubiertas temporariamente por los booms”, apuntaba el BIS.

Es la tesis adelantada por Reinhart y Rogoff (2008) sobre las crisis financieras. Según estos autores, en el sendero que lleva a este tipo de crisis se combinan la inflación de precios de activos, un creciente apalancamiento y déficits grandes y sostenidos, con una trayectoria en disminución del ciclo económico en las vísperas del estallido. Y se caracterizan por una mayor duración de las recesiones (en promedio, 1,9 años contra menos de un año de las normales) y mayor caída del PBI (caída promedio del PBI per capita del 9,3%). Destaco que Reinhart y Rogoff no hablan solo del lado financiero del asunto, sino también del debilitamiento del crecimiento en el período cercano anterior al estallido de la crisis (aclaración: no entro ahora en las críticas que se hicieron a RyR por su fallida demostración de que un nivel alto de endeudamiento fiscal es causa de menor crecimiento económico).

Pues bien, desde el enfoque que he propuesto en escritos anteriores, encuentro puntos de coincidencia con la noción de las “crisis estructurales” del capitalismo, esto es, crisis de acumulación que se combinan y potencian con crisis financieras, y dan lugar a cambios profundos en las tendencias del crecimiento. Serían estas la crisis mundial de los 1930, la de 1974-5, la de Japón de 1992, o la más reciente, también de carácter mundial, de 2007. Asimismo, podríamos incluir algunas ocurridas en los países atrasados, como la asiática de 1997; o con características más particulares, las crisis de América Latina entre fines de los 1970 y comienzos de los 1980, que se prolongaron en estancamiento y nuevas crisis durante casi dos décadas.

Lo importante es que las crisis estructurales típicas, en especial en los países adelantados, han sido precedidas de períodos de intensa acumulación, acompañada por el crecimiento del crédito, la especulación y la suba de los precios de los activos. Pero la acumulación desemboca en debilitamiento de la tasa de rentabilidad, que tiene por

base la alta inversión de capital fijo por unidad de trabajo, así como las presiones bajistas de precios, la sobreproducción y sobrecapacidad instalada. Es de destacar que esa caída de la rentabilidad está precedida por aumentos de productividad (este movimiento divergente de productividad – rentabilidad es incomprensible para la economía neoclásica) y crecimiento de la acumulación espoleado por las presiones competitivas.

El debilitamiento de la rentabilidad afecta entonces negativamente a la inversión, esto es, a los fundamentos de la producción de plusvalía. Sin embargo, los capitales líquidos siguen alimentando la inflación de precios de activos financieros (o inmobiliarios, que actúan como activos financieros) y el crédito por todo un período, hasta que ocurre el derrumbe. Precisamente el estallido se debe, en última instancia, a que la inflación de capital ficticio (esto es, no avalada por la generación de plusvalía; sobre capital ficticio, aquí) no se puede sostener indefinidamente. Por otra parte, la caída de los activos financieros reaccúa sobre el clima de confianza de los negocios, hundiendo más la inversión, el consumo y la demanda en general, en un movimiento en espiral hacia abajo (ver aquí sobre la crisis 2007).

La crisis y posterior recesión, o depresión, implica entonces, con férrea necesidad, enorme destrucción de capital, tanto en valores, como físico, así como el aumento del desempleo, la ofensiva del capital sobre el trabajo y el empeoramiento de las condiciones laborales y salariales. Por eso la crisis estructural debe entenderse desde la interacción entre las formas del capital vinculadas a la producción y realización de la plusvalía (y a la reinversión productiva de plusvalía), y las formas vinculadas a la financiación (como he argumentado en otros escritos, ambas formas de existencia del capital están conectadas).

### **III. Quiebres en la tendencia de largo plazo**

Lo importante de lo anterior para lo que nos ocupa es que estas crisis podrían marcar cambios bajistas de la tendencia de largo plazo en el crecimiento; incluso podrían abrir episodios de estancamiento, o semi-estancamiento (o sea, crecimiento muy débil) por más de una década. En otros términos, en lugar de una destrucción rápida de capital, como la que ocurrió en EEUU entre 1929 y el verano de 1933, y una recuperación también más o menos rápida, podríamos asistir a un escenario de crecimiento extremadamente débil, o semi-estancamiento durante mucho tiempo, aun después del momento en que se puede considerar concluida la recesión. Esto es, un largo período en que la economía no cae, o cae muy poco durante algunos intervalos de tiempo, pero tampoco crece de manera vigorosa. Es lo que llamo semi-estancamiento de largo plazo. Es un escenario en el que sigue pendiente la desvalorización de capital; en que la sobrecapacidad y el peso de las deudas traban la recuperación de la demanda y el desempleo se mantiene alto. El crédito también puede mantener empresas “zombies”, como sucedió en Japón en las dos últimas décadas; esto es, empresas que son sostenidas con el crédito y subsidios, que no terminan de desaparecer. Y en la medida en que no se eliminan la sobreinversión -o sobrecapacidad- y el peso de las deudas (lo que significa mandar a pérdida enormes masas de derechos a percibir plusvalías), la inversión no retoma con fuerza.

El caso de Japón es ilustrativo de esta dinámica larga de semi-estancamiento. Se observa que la crisis de comienzos de los años 90 marcó un quiebre importante en la

línea tendencial de largo plazo: de crecer la economía nipona a una tasa promedio del 5% anual en los 1970 y del 4% en los 1980, pasó a 1,5% en los 1990 y los 2000 hasta 2008; y en los 6 años que van de 2008 a 2013 prácticamente estuvo estancada, creció apenas el 0,4% anual (aunque en términos del PBI per capita el crecimiento es mayor, debido a la caída de la población). Desde hace años se asiste entonces a una lenta destrucción de capital, luego del boom de inversiones y la burbuja financiera (fuerte crecimiento de la bolsa de valores y precios inmobiliarios) desde mediados de los 1980 hasta el inicio de la década siguiente. Así, en los seis años que van de 1985 a 1990 la tasa promedio anual de formación de capital bruto fijo en Japón fue del 8,3%, pero partir de la crisis de 1991 se derrumba: entre 1993 y 2002 el promedio es -1,2% anual y entre 2003 y 2012 también negativo, -0,7% anual (datos FMI, varios informes anuales).

La misma tendencia apuntaría ahora en Europa; a la crisis de 2008-9 le siguió una nueva y profunda crisis en 2011-2, y desde entonces la recuperación ha sido extremadamente débil. La economía europea no se hundió en una depresión al estilo de los treinta, pero todavía hoy el PBI no recuperó el nivel anterior a 2008. Y es posible que algo de esto esté ocurriendo a nivel de la economía mundial, o que la tendencia vaya hacia una situación de este tipo. Por lo menos hay que anotar que en los 10 años anteriores a la crisis de 2007 el producto mundial creció a una tasa del 3,9% anual, en tanto que en los tres años de 2012 a 2014 lo hizo al 2,6% anual, y las perspectivas parecen estar lejos de un crecimiento vigoroso. De aquí también la relevancia que tendría, en este cuadro general, un debilitamiento, en el futuro mediato, de la acumulación en China.

Subrayo un punto que he planteado en otras notas: esta perspectiva toma distancia de la visión dicotómica que prevalece en muchos sectores de la izquierda, que adhieren a la tesis de los ciclos largos Kondratiev. Según esta tesis, la economía capitalista se desenvuelve a través de largos ciclos de unos 50 años de duración, compuestos de unos 25 años de acumulación sostenida, y crisis suaves; y otros 25 de crisis agudas y tendencia declinante. Por supuesto, también se diferencia de la idea de que la economía mundial está en estancamiento crónico desde hace un siglo (o desde los 1970s, como sostienen otros). De acuerdo al enfoque que propongo, las grandes crisis estructurales sobrevienen luego de períodos de intensa acumulación. Esto significa que la crisis de 1930 no la interpreto como el resultado de un estancamiento de la economía de EEUU desde 1914 (como postula la tesis de los ciclos Kondratiev), sino de la intensa acumulación de los 1920. De la misma manera, la crisis de 2007 estuvo precedida de la acumulación de los 1990 (al contrario de lo que sostienen las tesis del tipo de la financiarización).

Por otra parte, la curva del desarrollo de largo plazo no estaría determinada mecánicamente como resultante de ciclos de 50 años. Más bien habría períodos más o menos largos de crecimiento, que desembocarían en grandes crisis, caracterizadas por la sobreacumulación; crisis que a su vez, en determinadas circunstancias darían lugar a prolongados períodos de crecimiento muy débil, o semi-estancamiento. Estos períodos prolongados de semi-estancamiento (pero de distintas duraciones), a su vez, pueden estar acompañados de alta liquidez y nuevas inflaciones de crédito, que ocurren, naturalmente, sin el correspondiente sustento en la acumulación de capital.

#### **IV. Altos beneficios, débil inversión en EEUU**

Una de las características más importantes de una recuperación fuerte es un fuerte crecimiento de la inversión. Como lo demuestran varios estudios (véase, por ejemplo Sherman, 1991) la inversión es la que más se contrae en las recesiones, y la que aumenta en mayor proporción en las recuperaciones. Precisamente las recesiones empiezan a revertirse cuando las empresas comienzan a invertir para reponer inventarios -que acompañan la paulatina recuperación del consumo-; y la recuperación cobra fuerza cuando los empresarios deciden aumentar el capital, reforzando así la demanda. Pero esto no es lo que ha sucedido en la recuperación estadounidense desde mediados de 2009. La inversión ha crecido a la tasa más baja de todas las recuperaciones ocurridas después de la Segunda Guerra (Makin, American Enterprise Institute). Mientras que la inversión neta productiva no residencial promedió alrededor del 4% del PBI en la posguerra y hasta 2000, en 2012, esto es, a cuatro años de iniciada la recuperación, estaba a la mitad del promedio (Tyson y Lund en *The New York Times*, 18/10/13). A fines de 2013 Moody's Analytics anotaba que, excluyendo la industria petrolera vinculada a la explotación shale, la inversión estaba más baja que en 2007; en 2013 la inversión privada neta fija no residencial seguía estando un 40% por debajo de su pico previo a la recesión. La inversión en estructuras no residenciales y equipos, como porcentaje del PBI, bajó del 9,7% en 2007 al 8,5% en la actualidad (NIPA).

La débil inversión a su vez estuvo en la base de la débil recuperación general de la economía. Lo cual explica también la debilidad de la recuperación del empleo: la tasa de desempleo, que durante la gran recesión se disparó del 4,5% al 10%, cinco años después de haberse iniciado la recuperación está en el 6,7%; esto a pesar de que la relación entre empleo / población total bajó del 63% en 2007 al 60% en 2009 y desde entonces prácticamente se ha estancado. Además, y como no podía ser de otro modo, la baja tasa de inversión se manifiesta en el estancamiento de la productividad. En 2012 creció el 0,7% y en 2013 un 0,9% (*The Conference Board*). Es un crecimiento cinco veces menor que el registrado en los años 1990, durante el boom de las inversiones en tecnología informática y de las comunicaciones; también está muy por debajo del promedio 1948-2012, que fue del 2,2% anual. Y en el primer trimestre de 2014 la productividad cayó 1,7% (si bien influyeron las condiciones climáticas).

Volviendo a la inversión, lo llamativo es que la misma se mantuvo débil a pesar de las bajas tasas de interés y de la recuperación de los beneficios, y de la tasa de beneficio. La cuestión merece alguna atención, entre otras razones porque algunos marxistas establecen una relación demasiado lineal y mecánica entre mejora de los beneficios y mejora de la inversión. Como he tratado de explicar en otras notas, si bien los beneficios condicionan la inversión, la relación entre ambas variables puede ser bastante compleja. Veamos algunos datos.

Según el Departamento de Comercio, en 2013 las ganancias post impuestos de las corporaciones estadounidenses llegaron a 1,7 billones de dólares, suma que equivale al 10% del PBI; en 2012 habían alcanzado el 9,7%. El récord anterior se había alcanzado en 1929 (el primer año en que se lo calculó), con el 9,1%. La contrapartida son los salarios estancados. "Los beneficios corporativos están en el nivel más alto en 85 años. La compensación de los empleados en el nivel más bajo en 65 años" (*The New York Times*, 4/4/14). En 2013, en términos generales, "las compensaciones salariales horarias crecieron cinco veces más lento que las ganancias corporativas" (*Bloomberg*

Businessweek, 24/1/14).

Pues bien, esta mejora de la participación de los beneficios, a costa de los salarios (en términos marxistas, aumento de la tasa de plusvalía) posibilitó la recuperación de la tasa de ganancia. De acuerdo a un cálculo propio, utilizando los datos de la National Income and Product Account del U.S. Bureau of Economic Analysis, la tasa de ganancia de las corporaciones no financieras y financieras (tomando beneficios post impuestos / activos privados fijos no residenciales) bajó de 6,7% en 2006 a 3,5% en 2008, para subir de nuevo a 6,7% en 2012. Si bien no está disponible todavía el dato de los activos fijos en 2013, podríamos asegurar que la tasa de ganancia también aumentó en 2013. Sin embargo, como vimos, la inversión permanece débil. Todo parece indicar que está ocurriendo lo que señalan Baily y Bosworth (2013): la rentabilidad ha sido alta, pero la rentabilidad esperada de nuevas ampliaciones de capital (de nueva inversión) parece débil. Es que en muchos sectores las perspectivas de la demanda no están claras.

Por el lado de las exportaciones, y a pesar de la caída del dólar, juegan negativamente el estancamiento de Europa y el menor crecimiento de China. Por otra parte, hay sectores que siguen padeciendo la sobreproducción. Por caso, no solo la construcción residencial la padeció, sino también la construcción no residencial, como edificios de oficinas y centros comerciales, que siguen teniendo altos índices de desocupación. Además, si bien bajaron los niveles de deuda de los hogares, siguen siendo relativamente altos. Lo cual, combinado con el estancamiento de los salarios, conforma otro factor negativo para la demanda. Por último, la inversión pública permanece débil: en 2012 la inversión pública como porcentaje del PBI era la más baja desde 1970 (Tyson y Lund, citadas). Según Carew y Mandel (2013) la inversión pública, desde la recuperación y hasta 2012, fue la mitad del promedio de la década del 2000.

Dadas estas perspectivas de débil demanda, las empresas están trabajando con menor capacidad que los promedios históricos, y no hay incentivos para aumentarla, por ahora al menos. Por eso, según Baily y Bosworth, citados, "... desde que comenzó la recuperación las empresas han sido proveedoras netas de fondos a otros sectores, un cambio en el balance de préstamos netos de más de cinco puntos del PBI. (...) En parte, este giro ha sido un reflejo de la débil recuperación de la inversión mencionada antes, pero la mayor sorpresa reside en el aumento de los beneficios en medio de una recesión y la baja utilización de la capacidad existente". El trabajo compara la situación con la que se produjo en Japón después de la crisis financiera de comienzos de los 1990, cuando el ahorro de las corporaciones aumentó muy por encima de la tasa de inversión. "En ambos casos el sector de negocios ha tenido un impacto depresivo sobre la actividad en la medida en que retira más ingreso, bajo la forma de ganancias retenidas, que lo que devuelve en gasto de inversión".

## **V. Plétora de capital**

La debilidad de la inversión va en paralelo con el llamado "exceso mundial de ahorro" (global saving glut), de acuerdo a la expresión de Ben Bernanke, fenómeno que se habría instalado hacia fines de los 1990 y comienzos del nuevo siglo. Es que, según Bernanke (2005), los grandes superávits de cuenta corriente de países asiáticos provocaron un exceso de liquidez en EEUU, y la consiguiente caída de la tasa de interés, que habría dado lugar entonces a la burbuja inmobiliaria. Otros economistas - véase Shin, 2012- sostienen que en realidad hay que hablar de un "global banking glut",

ya que los canales a través de los cuales se transmitieron globalmente las condiciones financieras permisivas fueron los bancos internacionales, principalmente europeos. Los bancos británicos, por ejemplo, fueron responsables del 25% de las entradas de capital en EEUU en 2007; además, señalan que buena parte del fondeo de los bancos europeos se realizó al interior de EEUU.

Aunque el argumento de Shin parece más convincente que el de Bernanke (el análisis debe tomar los flujos brutos de capitales, y no los netos), lo importante es que ambos registran el fenómeno del “exceso” de liquidez global, que se mantuvo después de la recuperación de mediados de 2009. La cuestión entonces es determinar en qué sentido se puede hablar de “exceso”. ¿Hay exceso de ahorro o de liquidez? Y más importante: ¿exceso con relación a qué?

Pues bien, en términos de un análisis centrado en la acumulación, y desde la perspectiva marxista, el problema no es el ahorro de los hogares en abstracto, como lo presenta la literatura habitual, sino de los capitalistas. El argumento es doble: en primer lugar, porque la capacidad de ahorro de los trabajadores, o de las masas populares, a lo largo de la vida, es prácticamente igual a su consumo (incluyendo en el consumo la compra de viviendas, y teniendo en cuenta que otra parte del ahorro durante la vida activa equivale al gasto durante el período de retiro). En segundo término, y más específico, porque el aumento del ahorro de los últimos años fue en paralelo del aumento de la participación de los beneficios en el ingreso, como vimos. Por eso, para decir en qué sentido se puede hablar de exceso de ahorro, hay que analizar qué hacen los capitalistas con las plusvalías. Es que si la plusvalía se acumula productivamente, no hay “exceso” de ahorro; se puede hablar, en determinadas condiciones, de sobreacumulación, pero no de exceso de ahorro. Lo que por estos años aparece como “exceso” es plusvalía que no va al circuito productivo; es un “exceso” con respecto a la plusvalía que los capitalistas están dispuestos a invertir para ampliar la reproducción del capital.

A su vez, si la plusvalía no se reinvierte, existen dos posibilidades: la primera es que la plusvalía, y por extensión, los fondos de amortización del capital, se atesoren. Si ocurre esto, tenemos una caída de la demanda en términos absolutos, y recesión o depresión. Típicamente es el fenómeno que se observa al estallar la crisis: los capitalistas buscan mantener cash, de manera que el crédito se contrae, aunque la base monetaria puede crecer al compás de las inyecciones del Banco Central (como ocurrió en 2008 en EEUU). El atesoramiento también puede ocurrir en períodos en que se mantiene muy baja la confianza de los capitalistas, y la economía está deprimida. La segunda posibilidad es que la plusvalía que no va a la producción se vuelque a los mercados financieros, dando lugar a la suba de los precios de los activos -con frecuencia, a la propiedad inmobiliaria-, en medio del crédito abundante. En este caso se produce lo que Marx llamaba plétora de capital. Este fenómeno es el que se refleja actualmente en las tenencias líquidas de las grandes corporaciones no financieras. Según *The Economist*, las compañías estadounidenses no financieras tendrían cash por unos 1,8 billones de dólares (citado en la primera parte de la nota); y las corporaciones británicas tenían fondos, después del gasto de capital, pago de impuestos, intereses y dividendos, equivalentes al 6,2% del PBI, un nivel no alcanzado en por lo menos los últimos 30 años (*The Economist*, 19/5/11). Más en general, un estudio de Deloitte, una firma contable, encuentra que en 2013 las empresas no financieras, a nivel global,

tenían fondos por 2,8 billones de dólares. Y buena parte de esa liquidez se está inyectando en los mercados financieros, el estadounidense en primer lugar, y en menor medida el europeo.

Por otra parte, también contribuyó a la abundante liquidez la política monetaria de la Reserva Federal conocida como quantitative easing. Se trata de una operación de mercado abierto, consistente en el otorgamiento de líneas de créditos a los bancos y en la compra a estos de títulos del Tesoro y títulos respaldados por hipotecas. Como resultado, el balance de la Reserva Federal pasó de tener, antes de la crisis, unos 700.000 millones de dólares en títulos, a 4 billones en la actualidad. De esta manera la FED agregó crédito a las reservas líquidas de los bancos, en la esperanza de que aumentarían el crédito. Lo cual dio lugar a bajas tasas de interés y a un dólar débil; estos factores contribuyeron a la suba del precio de las acciones (ver más abajo), y a sacar de los balances de los bancos muchos activos tóxicos. Sin embargo, el crédito a la producción no se expandió significativamente: los bancos conservaron la liquidez, que usaron para recomprar sus acciones o repartir dividendos.

## **VI. Crédito, fusiones y capital ficticio**

Lógicamente, la abundancia del crédito, y la debilidad de la inversión, explican que las tasas de interés se mantengan bajas. Actualmente los spreads corporativos y soberanos en los países avanzados están a nivel precrisis; incluso durante la recesión europea de 2011-2, a pesar del aumento de los defaults de empresas, los spreads corporativos continuaron bajando (BIS). En este marco, aunque las empresas tienen alta liquidez, y bajo nivel de deuda, están aumentando la emisión de bonos de alto rendimiento y los préstamos “apalancados” (leveraged loans, que son créditos a empresas que ya tienen considerable cantidad de deuda y pagan Libor + 125 o 150 PB). Por eso el monto total de este tipo de deuda en EEUU en los últimos tres años es el doble de lo que fue en los tres años anteriores al estallido de la crisis; a finales de 2013 alcanzaba los 1,8 billones de dólares. De hecho, la deuda en highly leveraged loans actualmente representa casi siete veces las ganancias antes de intereses, los impuestos, las depreciaciones y amortizaciones; un nivel cercano a los que había en 2006-2008 (BIS). Asimismo aumentan los préstamos con bajas condiciones de suscripción. Las corporaciones toman deuda para reestructurar pasivos alargando los vencimientos y aprovechando las bajas tasas de interés, o para financiar la recompra de acciones.

El abundante crédito se aplica asimismo al financiamiento de fusiones y adquisiciones. Se combinan en esto la liquidez en poder de las corporaciones y las condiciones de crédito, esa “máquina específica para la concentración de capitales” (Marx). El monto involucrado en fusiones y adquisiciones en 2013, en EEUU, fue de 2,9 billones de dólares (según Dealogic, citado por analistas de Credit Suisse), un 9% por encima de 2012, aunque todavía por debajo de 2008. Pero desde fines de 2013 las fusiones y adquisiciones aumentaron rápidamente; en el primer trimestre de 2014 fueron un 36% superiores que el primer trimestre de 2013 (dato de The Economist).

Todo esto genera las condiciones propicias para negocios altamente especulativos, pero también para que el capital imponga de la manera más descarnada la lógica de la ganancia. En este punto entran en juego las private equity, firmas que se dedican a comprar empresas en problemas, o aprovechan ofertas públicas iniciales. Las private equity financian las adquisiciones de empresas tomando deuda -mucho de ella a través

de bonos basura, de alto rendimiento- para hacerlas rentables, y volver a venderlas con fuertes ganancias. Casi invariablemente esas reestructuraciones incluyen despidos de trabajadores y empeoramiento de las condiciones laborales. A fines de 2013 las private equity tendían en stock 18.000 empresas, 1,1 billones de dólares en cash y manejaban un negocio global de 3,3 billones de dólares.

De conjunto las adquisiciones y fusiones, la recompra de acciones y la reestructuración de deudas explican que, si bien el nivel de default permanece bajo, y las empresas disponen de mucha liquidez, el apalancamiento de las corporaciones no financieras sea mayor, en esta fase del ciclo, que el promedio de los ciclos anteriores (BIS).

Este cuadro de liquidez explica también por qué los precios de las acciones en Wall Street hayan estado aumentando muy por encima de lo que lo hacen las ganancias. En palabras de Bloomberg (16/07/14): “Con las acciones biotecnológicas comerciándose a más de 500 veces las ganancias, megafusiones resurgiendo y ventas de bonos en niveles récord, crece la preocupación de que los precios estén demasiado altos, en medio de un rally que ha empujado al índice de Standard & Poor 500 casi un 30% por encima de su pico de 2007”. La nota señala que, si bien la Reserva Federal no ve problemas, desde 2009 más de 15 billones de dólares se agregaron a los valores de las acciones estadounidenses, y en promedio las acciones cotizan a 18,1 veces sus beneficios, el nivel más alto desde 2010. Pero esta valorización no se corresponde con la generación de plusvalías. Esto es, no genera de por sí nuevo poder de compra -no hay nuevo valor agregado- y no es sinónimo de desarrollo productivo.

## **VII. Especulación y potenciales estallidos**

A medida que se expande el crédito sin contrapartida en la acumulación real, aumenta el capital ficticio, o sea, títulos que representan capital inexistente. Dado que este capital se forma por capitalización (una baja de la tasa de interés aumenta el valor de los títulos, y viceversa) sus montos de valor pueden aumentar o disminuir en forma totalmente independiente del movimiento del capital real subyacente (véase Marx, 1999, cap. 30, t. 3). Por eso, una suba más o menos rápida de las tasas de interés daría lugar al hundimiento de enormes masas de valor. Así, por ejemplo, cuando se pensó, en 2013, que la Reserva Federal terminaba con su política de compras de títulos, hubo una fuerte venta de los bonos. Entre mayo y junio de 2013 los tenedores de bonos del Tesoro tuvieron pérdidas por caída de la valuación de los títulos por 425.000 millones de dólares, equivalente al 2,5% del PBI; y hubo repercusiones en países atrasados (véase más abajo). Si bien luego de que la FED aclaró que desarmaría la política de compra de bonos lentamente, los títulos se recuperaron, sigue sobrevolando el peligro de una caída general.

Más importante, y de manera inevitable, un crecimiento económico más lento, y la reducción de rentabilidad, va a dificultar a futuro la capacidad para servir la deuda. Es que si no hay generación y realización acrecentada de plusvalía, en algún punto la expansión del crédito no puede continuar y colapsa. Por eso, cuando estalla la burbuja se produce una contracción violenta de la pirámide de créditos, los precios de los activos se derrumban ya que hacen falta medios de pago y los capitales ficticios se evaporan. En estos escenarios, por lo general se produce una espiralización de la crisis: el hundimiento de los precios de los títulos que se han caucionado para inflar el crédito obliga a reponer garantías, lo que lleva a nuevas liquidaciones masivas de títulos, lo que

a su vez renueva la necesidad de reponer garantías, y así sigue el asunto, en efecto dominó. Lo cual tenderá, vía reducción de la inversión y el consumo, a afectar en profundidad la reproducción del capital. No puede descartarse la emergencia de un escenario de este tipo en un futuro mediato, en la medida en que se prolongue la actual debilidad de la acumulación.

### **VIII. Europa, semi-estancamiento con alta deuda**

Europa no ha podido salir, hasta ahora, del estancamiento, a pesar de las inyecciones de liquidez y la caída de las tasas a que se endeudan los países del sur del continente. En el primer trimestre la economía de la zona del euro apenas creció el 0,2%, y con grandes disparidades entre los países del norte y del sur. El PBI está todavía 2 puntos porcentuales por debajo del período anterior a la crisis, la producción industrial unos 12 puntos porcentuales por debajo y el desempleo es del 11,7%. La inversión está un 20% por debajo del nivel anterior a la crisis; y las exportaciones han sido perjudicadas por la débil demanda mundial y el fortalecimiento del euro. Alemania crece, pero ha disminuido el ritmo, y es incapaz de generar demanda para el resto del área (fuerte superávit en cuenta corriente). Francia, la segunda en importancia (21% del PBI de la zona del euro), es llamada “la nueva enferma de Europa”: no creció en el primer trimestre de 2014 y tampoco lo habría hecho en el segundo; el desempleo es del 10,1%, la inversión cayó o permaneció estancada en 8 de los 9 últimos trimestres anteriores a junio, y el déficit de cuenta corriente continúa creciendo (las exportaciones francesas disminuyeron el 14% entre 2007 y 2012). En lo que respecta a Europa periférica, la crisis ha sido del tipo Gran Depresión de los 1930, y no se ha recuperado. Según el Centre for Economic and Business Research (citado por The Guardian), al terminar 2014 el PBI de Grecia va a ser 23% más bajo que en 2008; en Italia el 7% inferior, en España y Portugal el 6%, y en Irlanda el 4%, también inferior.

Por otra parte, la inflación en la zona del euro está por debajo de la meta del BCE, -en mayo fue de un alarmante 0,5% anualizado- lo que genera perspectivas de una deflación. Una espiral deflacionaria suele ser muy grave para el capitalismo, ya que los gastos de las empresas y de los consumidores tienden a posponerse, siempre a la espera de que los precios sigan bajando. Además, crece el peso de las deudas; de hecho, la deflación en Grecia y España relativiza la mejora obtenida con la caída de las tasas de interés.

Esta complicada situación de conjunto llevó, en junio pasado, al Banco Central Europeo a comprometerse a prestar 400.000 mil millones de euros a una tasa fija del 0,25% anual, hasta septiembre de 2018. Según The Economist, (11/06/14) el objetivo serían los bancos del sur de Europa. El año próximo vencen los préstamos que por un billón de euros y a tasa muy baja proveyó el BCE en el invierno de 2011-2. Por eso los bancos de España, Italia, Grecia, Portugal, Irlanda, Chipre y Eslovenia seguramente van a tomar todo el nuevo crédito; la idea sería dirigirlo hacia las empresas medianas y pequeñas, que en esos países producen la mayor parte del valor agregado global. De conjunto, hoy la generación de valor agregado de las pequeñas y medianas empresas europeas se encuentra 10 puntos porcentuales por debajo del nivel anterior a la crisis (FMI, citado por The Economist).

Sin embargo, no hay confianza de que repunte el crédito, y por dos razones: por el lado de la oferta, porque los bancos están tratando de mejorar sus balances, que siguen con

problemas. La deuda mala de los bancos españoles en abril de 2014 se ubicaba en el 13,4% del total de la deuda, apenas por debajo del máximo histórico alcanzado en diciembre de 2013, del 13,6%; y algunos analistas elevan los préstamos malos al 22% de todos los créditos (The Wall Street Journal, 5/7/14). La suspensión, en junio, de las acciones del banco portugués Espirito Santo, el tercero en el país, también fue una advertencia de que muchos otros bancos pueden estar ocultando mayores activos en mal estado de los que informan. A nivel más general, y según la OECD, la necesidad de capital de los 60 bancos más importantes de Europa sería de 84.000 millones de euros. Según la consultora McKinsey & Company, la necesidad de capital en total se elevaría a 100.000 millones de euros.

Por el lado de la demanda tampoco hay confianza en que se recupere el crédito en la Europa periférica ya que muchas empresas medianas y pequeñas tienen que reducir deudas. Es que en Portugal, España, Grecia, Italia, Eslovenia e Irlanda, la deuda aumentó en promedio 160 puntos del PBI entre comienzos de 2006 y su pico en 2013, y desde entonces apenas bajó 3 puntos del PBI. Por eso, a pesar de la reducción de deuda de empresas (20 puntos de PBI en España, 14 en Irlanda) y de los hogares (10 puntos de PBI en España, 24 en Irlanda; datos BIS), y en un escenario de semi-estancamiento económico, la situación sigue siendo frágil. El crédito tampoco se recupera en Francia, dado el débil crecimiento de su economía.

Por último, recordemos que los problemas estructurales que llevaron a la crisis del euro están lejos de haberse superado. En particular, en contraste con los fuertes superávits de cuenta corriente de Alemania (7,5% del PBI) o de los Países Bajos (10,4%), está el déficit de Francia (1,6%) y los estrechos superávits de España, Italia, Grecia y Portugal (entre 0,5% y 0,8%); esto a pesar de los años de estancamiento y recesión de estos países.

## **IX. China, crecimiento más lento y sobreacumulación**

China es la segunda economía del mundo, la de mayor participación en el comercio mundial, la que tiene mayores reservas, el equivalente a casi 4 billones de dólares, y la tercera por flujo de inversiones directas al extranjero. Su economía está profundamente entrelazada con el capitalismo mundial. En 2012 el stock de inversión extranjera directa era de unos 1,8 billones de dólares, y el país absorbía inversiones equivalentes al 3,1% de su PBI (OCDE). Además, debido a su alta tasa de inversión, China ha sido clave en la demanda de las materias primas que exportan América Latina y países como Australia y Rusia. Por ejemplo, consume el 40% de la producción mundial de cobre y el 50% de mineral de hierro. Asimismo es fuerte importadora, desde naciones asiáticas, de insumos intermedios, utilizados para producir mercancías que luego se exportan a los países adelantados. Por esta razón ha contribuido a sostener la demanda durante la gran recesión de 2007-9 y a que los países atrasados no sufrieran un impacto tan negativo como ocurrió en los 1930, o con las crisis de 1974-5 y 1979-1982.

Sin embargo, después de 2011 el crecimiento de China se desaceleró, pasando del 10,9% promedio anual entre 2006 y 11 (y 9,2% en la década anterior a 2006), al 7,7% en 2013 y 2012, y al 7,5% en 2014. Pero incluso cada vez hay más dudas acerca de cuán sustentable es esta tasa de crecimiento, debido a la sobreinversión y baja rentabilidad en ramas claves, combinada con inflación crediticia y alta especulación.

La sobrecapacidad es el resultado de una tasa de acumulación muy elevada. Desde 1992 a 2010 el consumo agregado en China bajó del 62% del PBI al 47%, a pesar de que estuvo creciendo a una tasa promedio del 8% anual. De manera que la declinación del ratio se explica por el crecimiento aún mayor del PBI y de la inversión. La formación de capital fijo bruto creció al 12% anual durante dos décadas, y su participación en el PBI se elevó del 38% al 48% en 2010 (G. Ma y D. Tao Yang, 2013, “China’s High Saving Puzzle”, Discussion Paper 7223, IZA). Un proceso que llevó a la sobreinversión y caída de rentabilidad. Las ramas con mayores problemas de sobrecapacidad hoy serían acero, construcción de barcos, paneles solares, aluminio, cemento y carbón (según Moody Investment Service); y muchas fuentes hablan de sobreinversión en construcción, tanto residencial como pública (ver más bajo). De acuerdo a Bloomberg Business Global Economics, a fines de 2013 las empresas operaban en promedio al 72% de capacidad. Según el FMI, la sobreinversión equivale al 10% del PBI.

Esta situación se combina con caída de rentabilidad. Es importante recordar que una alta tasa de crecimiento del PBI no siempre es sinónimo de alta tasa de rentabilidad del capital. De acuerdo a datos del Ministerio de Industria y Tecnología de la Información, el margen promedio del sector industrial chino bajó del 7,6% en 2010 al 6,1% en 2012, y al 5,4% en la primera mitad de 2013 (Xinhua, 28/11/13). A fines de 2012, The Wall Street Journal (12/11/12) anotaba que los beneficios de las 2500 empresas que cotizaban en bolsa permanecían achatados, a pesar del alto crecimiento de la economía. La sobrecapacidad determina altos costos fijos, a lo que se suma una alta razón de inventarios, debido a ventas más débiles. Según China Iron and Steel Association, en el primer cuatrimestre de 2014 las pérdidas de la industria alcanzaron los 373 millones de dólares. A resultas, las autoridades están ordenando a sus empresas reducir la capacidad. Pero también hay necesidad de avanzar tecnológicamente ya que la apreciación del yuan, la débil demanda internacional y los mayores costos salariales (producto de una fuerte presión sindical) están quitando competitividad a las exportaciones china. Esto apunta a una cuestión estructural: China es el primer exportador mundial de productos de alta tecnología (entre ellos, equipos de informática y comunicación), pero esto se debe en buena medida a que se ha especializado en el ensamblado de partes fabricadas en lugares geográficamente diversificados. Por eso, el gobierno ha manifestado preocupación por impulsar sectores como electrónica básica y microprocesadores, nueva generación de redes sin cable, máquinas herramientas y equipos para industria, y grandes aviones comerciales. Pero por ahora China está lejos del nivel tecnológico de EEUU o Alemania. Y la sobreinversión está poniendo fuertes presiones negativas a la economía de conjunto.

## **X. Deudas, desposesión de campesinos y burbuja inmobiliaria**

La sobrecapacidad y caída de la rentabilidad se combinan con una creciente inflación crediticia, problemas de deuda, burbuja inmobiliaria y alta especulación. Recientemente emergieron algunas señales: en 2013 Suntech Power, una empresa de energía solar, defaultó un bono por más de 540 millones de dólares. Este año Zhejiang Xingrun, inmobiliaria, hizo lo mismo con un préstamo por 400 millones de dólares. Chaori Solar es otra empresa que no pudo pagar un bono por 163 millones de dólares. Liansheng Resources, una minera, fue a la Justicia debiendo 5000 millones de dólares; y China Everbright Bank, también en 2014, no pudo devolver un préstamo de 1000 millones de dólares. En 2013 los bancos chinos mandaron a pérdida el doble de deuda

que en 2012, y la deuda de las corporaciones alcanza el 125% del PBI. Según Forbes (12/6/14) la deuda total de los bancos de China creció desde 14 billones de dólares en 2008 a 25 billones hoy; aunque otros cálculos la consideran algo más baja, 23,3 billones, es de todas maneras muy elevada: el PBI chino es 9 billones de dólares. Además, en la medida en que el crecimiento se hace más lento, y baja la rentabilidad, cubrir las deudas se hace más difícil.

El endeudamiento, por otra parte, está saliéndose de todo control. En este punto, el capitalismo de Estado no parece constituir una valla para la alta especulación y negociados de todo tipo. A lo largo de estos años, la deuda ha sido tomada no solo por empresas estatales y privadas, sino también, y de forma más importante, por municipalidades y otros gobiernos locales que buscaron desarrollar proyectos inmobiliarios y obras de infraestructura. Sin embargo, en muchos casos se sobreinvirtió, o se terminó en inversiones faraónicas y fallidas, como fue el caso de la construcción de la ciudad industrial Caofeidian, en un espacio de unos 200 kilómetros cuadrados.

Más en general, esas inversiones fueron atraídas por los altos márgenes de rentabilidad del sector inmobiliario. Según el Ministerio de Industria y Tecnología de la Información, en 2009 el margen de beneficios de la industria de la propiedad inmobiliaria era del 14,3% y el ratio de beneficio operativo de los bancos, en 2011, era del 39,1%. Estos beneficios, considerablemente más elevados que en la industria, atrajeron entonces capitales al sector. Paralelamente, y como lógica consecuencia, aumentaban los costos financieros para el resto de la economía.

En la base de este crecimiento del crédito y la especulación inmobiliaria existe un proceso de despojo de tierras de los campesinos que algunos medios de Pekín han comparado con los cercamientos de tierras en los orígenes del capitalismo británico. El mecanismo básico consiste en que los campesinos son echados, con violencia y coerción, de sus tierras por gobiernos locales, asociados a menudo con bandas mafiosas, y son reubicados en las nuevas construcciones. A su vez, los gobiernos locales usan las tierras apropiadas como colaterales de los créditos que toman para financiar las construcciones y otros tipos de proyectos; o las venden para obtener cash (The Economist, 19/04/14). Sin embargo, como los gobiernos locales tienen limitaciones legales para tomar deuda, promovieron, junto a los bancos, un extendido sistema bancario paralelo “en las sombras” (shadow banking system), que recuerda en muchos aspectos la dinámica que llevó en EEUU a la crisis de las subprime. Es que para operar en el sistema crediticio, los gobiernos locales crearon instituciones especiales, formalmente independientes, (Local Government Financing Vehicles), que se endeudan con el sistema bancario en la sombra, conformado por las trust companies, y otros tipos de instituciones financieras no bancarias. Se calcula que hay unos 10.000 de esos vehículos especiales. Las trust companies, con activos que ascenderían a 1,8 billones de dólares (equivalente al 20% del PBI) financian buena parte de los vehículos gubernamentales, tomando dinero de inversores privados o de empresas chinas (pero también hay fondos extranjeros) a corto plazo, para prestarlo a una tasa más alta, a largo plazo. Las trust companies también prestan a empresas que no pueden tomar créditos bancarios.

Otro componente del sistema en la sombra son los Wealth Management Products, (productos de manejo de riqueza), depósitos de alto rendimiento que se utilizan para

invertir en todo tipo de activos, desde préstamos interbancarios de poco riesgo hasta títulos de empresas. Los inversores son atraídos por los rendimientos superiores a las tasas bancarias, que están oficialmente reguladas (aunque ahora el gobierno liberaría las tasas, como parte de un proceso de liberalización financiera más general). Los créditos de los trusts o de los WMP están asegurados por propiedad inmobiliaria, pero también por máquinas o materias primas. Se calcula que la emisión de WPM aumentó 25 o 30 veces en pocos años, llegando ahora a los 2,5 o 3 billones de dólares. Los activos de conjunto del sistema en la sombra representarían entre 6 y 9 billones de dólares, esto es, entre el 70% y 100% del PBI, y sigue creciendo rápidamente. Los bancos también han emitido enormes cantidades de WPM, ya que es una manera de evitar las restricciones del alto encaje que les impone el gobierno. De conjunto, los créditos inmobiliarios representan el 20% del total de los créditos bancarios. Y según declaró el ministro de Finanzas Xiang en abril 2014, los gobiernos locales habrían acumulado deudas por 3,2 billones de dólares.

## **XI. China, especulación en materias primas**

Aunque no de la magnitud del crédito inmobiliario, el mercado de metales también es una muestra de la forma en que la especulación impulsa la sobreacumulación. China es el principal importador de cobre, mineral de hierro y otros metales. Sin embargo, no todo ese metal ha estado dirigiéndose a la producción en los últimos años. El cobre, y otros metales, como aluminio, alúmina y mineral de hierro, se han estado importando utilizando letras de crédito, pero buena parte del mismo se destinó a funcionar como colateral de créditos de plazo más corto, y a tasa baja, obtenidos en el sistema bancario en las sombras, y también en el sistema bancario reconocido (The Economist, 29/03/14). Esos fondos se utilizan a su vez para invertir en activos de mayor rendimiento. Un mecanismo típico es como sigue: un capitalista obtiene una letra de crédito de un banco para adquirir cobre o mineral de hierro. Luego utiliza el metal para conseguir cash por unos meses, ya sea entregándolo como colateral, o vendiéndolo a alguna empresa necesitada de materia prima, y cubriendo su posición corta en el mercado de futuros. Entonces utiliza el dinero para especular con algunos de los productos de alto rendimiento que se ofrecen en el sistema bancario en las sombras, antes de devolver el préstamo. Este tipo de especulación estuvo muy extendida en los últimos años. Además, se sospecha que muchas compañías utilizaron el mismo stock de metal para obtener múltiples préstamos (South China Morning Post, 1/08/14). Según esta fuente, habría unas 700.000 toneladas de cobre que se utilizan como colaterales en el sistema bancario en las sombras. Se trata de la mayor concentración del mundo en stocks de cobre. De acuerdo a analistas del mercado de metales, entre un tercio y la mitad del stock mundial de cobre (40% de la producción mundial) está comprometido en este tipo de manejos financieros. Grandes bancos occidentales, como Standard Chartered y Citigroup, también están implicados en “el financiamiento con metales”. Ahora, en la medida en que el sistema en las sombras está endureciendo las líneas de crédito, muchas compañías encuentran difícil conseguir préstamos y están vendiendo metal para conseguir líquido. La venta de las grandes reservas acumuladas podría precipitar la caída de precios, agravando los problemas, con repercusiones a nivel mundial.

## **XII. Las condiciones para un estallido**

Dado que los trusts y las otras instituciones que participan en los negocios inmobiliarios, y de otro tipo, están fuertemente apalancadas, deben refinanciarse constantemente en el corto plazo para sostener sus préstamos en el largo plazo. Por eso, de manera permanente se emiten nuevos productos financieros, y se hacen maniobras cada vez más sofisticadas, en las cuales nadie puede saber exactamente el riesgo que encierran. El motor es la necesidad permanente de reunir fondos para cumplir con los pagos de activos que llegan a su vencimiento. Además, dada la alta rentabilidad prometida, muchas empresas manufactureras o comerciales ponen fondos en este sistema, desviando así recursos de la producción y alimentando la burbuja inmobiliaria y financiera.

De conjunto toda esta “rueda de la fortuna” dependía de mantener elevados los precios de las tierras; lo que aseguraba créditos que a su vez permitían expandir los proyectos inmobiliarios, y de otro tipo, que a su vez financiaban más proyectos. Pero llega un punto en que inevitablemente aparecen la sobreproducción, las ganancias en descenso y las dificultades para cubrir las deudas. Hoy grandes compañías desarrolladoras inmobiliarias están luchando por pagar sus deudas en medio de caída de precios y de ventas de viviendas. Algunos calculan que una de cada cinco viviendas urbanas están vacías. Según China Securities Journal (26/5/14), para los 10 principales desarrolladores inmobiliarios de China y Hong Kong, la compra de tierra representaba el 27,8% de los ingresos por ventas en el primer trimestre de 2012, y el 56,5% en 2014. En los primeros 5 meses de 2014 los precios de las viviendas cayeron 10,2%; en los primeros 6 meses las ventas disminuyeron el 9,2% con respecto al año anterior, y la construcción de nueva propiedad cayó 16,4%. Según datos recogidos por Bloomberg, en junio el inventario de casas no vendidas en las 20 ciudades más grandes equivalía a 23 meses de ventas. La consultora Partner Capital calcula que entre el 60 y 70% de la nueva deuda se usa para pagar vieja deuda. La caída de la construcción tendría repercusiones directas sobre el resto de la economía, ya que el sector representa entre el 16 y el 25% del PBI, según diversas estimaciones.

Los gobiernos locales también están enfrentando crecientes problemas; y la deuda de las empresas ha crecido peligrosamente. “Las pequeñas compañías que dominaron el mercado privado de bonos de alto rendimiento (bonos basura) enfrentan crecientes riesgos de default en la medida en que sus obligaciones de deuda alcanzan niveles record y la economía crece a la tasa más baja en dos décadas” (Bloomberg, 5/08/14). Es que en 2012 el gobierno permitió a empresas pequeñas y medianas vender deuda directamente a inversores institucionales, con bajos requerimientos crediticios, con el fin de que pudieran recaudar fondos por fuera del sistema bancario en la sombras. El resultado es que el número de empresas cuyos pasivos duplican su capital se ha disparado y aumentan los temores de defaults en la medida en que los estímulos del gobierno no logran activar de conjunto a la economía.

Con este panorama, se explica que entre los bancos también haya preocupación. Si bien la cifra oficial de créditos en malas condiciones es baja (1,04% en marzo), muchos sostienen que la cifra real es mucho mayor (GlobalPost, Reuters). De hecho, las tasas por swaps por default de crédito (CDS) están subiendo. En este cuadro, si se desinfla la burbuja inmobiliaria, podría desatarse un proceso en espiral descendente de consecuencias importantes. “Las instituciones financieras bancarias enfrentan desafíos provenientes de la volatilidad incrementada de la liquidez de corto plazo y el creciente

riesgo crediticio, debido al impacto del menor crecimiento, el ajuste estructural y los esfuerzos por reducir sobrecapacidad”, dice un informe de la Asociación Bancaria China, de junio de 2014. Algunas publicaciones (por ejemplo, The Economist) y analistas piensan, de todas maneras, que dadas las reservas chinas, y el hecho de que la deuda está nominada en yuanes, no habría una caída catastrófica como la ocurrida luego del hundimiento de Lehman, en 2008. Pero aun en ese escenario -y hay razones para sospechar que es demasiado optimista- se afectaría la tasa de crecimiento china. El estallido de la burbuja podría sentar un escenario de quiebres de bancos y empresas financieras, y fuerte desvalorización de los capitales. Y lo cierto es que todos los indicadores apuntan a que la burbuja ha adquirido considerables dimensiones. Como señala Bloomberg (16/06/14), “más y más economistas están advirtiendo que China podría estarse aproximando a un ‘momento Minsky’, que es cuando un boom especulativo llega a un súbito y desagradable final cuando la acumulación de deuda supera el flujo de caja”.

Es imposible pensar que, dadas las relaciones comerciales y las inversiones en China, no habría repercusiones sobre los mercados financieros asiáticos, y desde allí al resto del mundo; y sobre las economías de Australia, Corea del Sur, Hong Kong, Taiwan y Japón, en primer lugar. Así como sobre las economías exportadoras de materias primas, entre ellas las latinoamericanas.

### **XIII. Otros puntos débiles**

En el cuadro descrito hasta aquí habría que agregar otros nubarrones en el horizonte de la economía mundial.

En primer lugar, la economía de Japón continúa débil. Si bien la política de estímulos monetarios del Banco de Japón ayudó a la depreciación del yen en 2013, lo que impulsó las exportaciones y los precios de las acciones, este año el yen se volvió a fortalecer. Las exportaciones a Asia y EEUU se debilitaron (2,7% de caída en el año hasta mayo), la demanda interna está estancada y el Banco de Japón sigue inyectando liquidez, tratando de evitar las presiones deflacionarias. Sin embargo, el crédito no se reanima, y el consumo se contrajo a partir del aumento de los impuestos (la deuda pública de Japón equivale al 245% del PBI). En mayo de este año la producción industrial estaba al nivel de 2010, y no hay en perspectiva una mejora sustancial de la economía.

En segundo término, Rusia, integrante de los BRICS, y la octava economía del mundo, también enfrenta problemas. En 2013 su PBI creció el 1,3%, la menor tasa desde 2009. Fue el cuarto año seguido de desaceleración de la economía, afectada por el debilitamiento del consumo, el estancamiento de la inversión y la caída de la demanda global de petróleo y gas. Un crecimiento económico de aproximadamente el 1,5% o 2% anual tiende a convertirse en la nueva “norma”, según diversos analistas. La estructura industrial sigue siendo relativamente atrasada: el gas y el petróleo representan el 70% de las exportaciones, el 50% de los ingresos fiscales del gobierno y aproximadamente el 17% del PBI de 2012, (European Bank for Reconstruction and Development). Todo parece indicar que el desarrollo basado en la canalización de renta petrolera y gasífera a grandes proyectos y construcciones (un ejemplo son las Olimpiadas invernales de Sochi, que demandaron unos 50.000 millones de dólares de gasto), ha sido incapaz de generar un desarrollo autosostenido de las fuerzas productivas. La inversión en tecnología es baja, lo que explica el débil crecimiento de la productividad. Pero además,

existe una fuerte fuga de capitales. Según datos oficiales, desde 2008 a 2013 salieron del país 420.000 millones de dólares y la crisis en Ucrania habría intensificado la fuga. Glodman Sachs prevé una salida, en 2014, de unos 130.000 millones, el doble que en 2013.

En tercer lugar, el panorama para los países atrasados que se beneficiaron con la mejora de los términos de intercambio, las bajas tasas de interés y los flujos de capitales, empieza a hacerse más sombrío. La suba de los precios de 2002-8 se debió a la combinación del aumento de la demanda, impulsada por la industrialización y urbanización en China y otros países en desarrollo, y la lenta respuesta por el lado de la producción a estos cambios, ya que se venía de un período de precios bajos y baja inversión (en especial en minería), en los 1990. Pero la recuperación de precios y márgenes de rentabilidad de los 2000 llevó al aumento de la producción minera y de alimentos. Lo cual, aunado a la moderación de la demanda china (y el desinfe de algunos canales especulativos, como vimos), se traduce en bajas de precios y disminución de los volúmenes de comercio. En los seis primeros meses de 2014 el precio de los metales cayó un 10%, debido a la baja demanda y exceso de capacidad productiva (IMF). También hay tendencias bajistas en carbón y gas, debidas a amplia capacidad productiva, y productos agrícolas.

Esta caída, y el debilitamiento de la demanda china, afectará de forma directa a América Latina. Entre 2003 y 2012 América Latina creció a una tasa anual promedio del 4%, pero no hubo un proceso significativo de industrialización o inversión en infraestructura. La región primarizó sus exportaciones: en 2011 las commodities representaban el 60% de los ingresos, contra el 40% en 2000. A su vez, a la caída de los precios de las materias primas se sumará en algún momento el fin de la política de EEUU de tasas bajas. Hubo un anticipo en junio de 2013 cuando la FED anunció que terminaba la política de estímulos monetarios: hubo una rápida y fuerte salida de capitales de América Latina, y aumento de las tasas de interés. De conjunto el continente ha visto aumentar el déficit, de 0,9% del PBI en 2008 a 2,7% en 2013 y 2014 (estimado), con proyecciones de 2,8% del PBI en 2015 y 2016. Como contrapartida, entre 2010 y 2013 entraron 550.000 millones de dólares por inversiones directas y de cartera, que permitieron financiar estos déficits. Pero en la medida en que se agraven las condiciones internacionales -caída de los precios de los commodities y suba de las tasas de interés en los países del centro- se plantea la posibilidad de escenarios de salidas rápidas de capitales, crisis cambiarias y financieras. Pero otros países también se verían afectados. Además de Brasil y Argentina, en 2014 India, Sudáfrica y Turquía se vieron obligados a aumentar las tasas de interés para contener salidas precipitadas de capital.

En conclusión, aunque los indicadores no están mostrando una caída de la economía mundial -y la economía estadounidense creció en el segundo trimestre al 4%- , el panorama global es complicado. La recuperación de EEUU sigue siendo la más débil desde la Segunda Guerra mundial. Europa no logra recuperarse. Italia continúa en recesión (se contrajo el 0,2% en el segundo cuatrimestre); los pedidos de las empresas alemanas se debilitan -en medio de las tensiones con Rusia por la crisis en Ucrania-; a lo que hay que agregar signos de debilitamiento de la economía británica. Todo apunta a que se mantendrá alto el desempleo y una fuerte presión sobre los salarios, al menos en los países adelantados y muchos atrasados. Además, en China (pero no sólo en

China) se acumulan tensiones que pueden provocar un giro rápido hacia una nueva crisis financiera, con masiva destrucción de capital. En ese caso, se acentuarían las presiones hacia el semi-estancamiento de mediano o largo plazo.

### **Bibliografía:**

Reinhart, C. M. y K. S. Rogoff (2008): “Is the 2007 U.S. Subprime Crisis so Different? An International comparison”, *American Economic Review*, vol. 98, pp. 339-344.

Baily, M. N. y B. Bosworth (2013): “The United States Economy: Why such a Weak Recovery?” *The Brookings Institution*, <http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2013/09/united%20states%20economy...>

Bernanke, B. S. (2005) “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”, 14 abril, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>

Carew, D. G. y M. Mandel (2013): “U.S. Investment Heroes of 2013: The Companies Betting on America’s Future”, *Progressive Policy Institute*, septiembre.

Marx, K. (1999): *El Capital*, México, Siglo XXI.

Sherman, H. J. (1991): *Growth and crisis under capitalism*, Princeton University Press.

Shin, H. S. (2012): “Global Banking Glut and Loan Risk Premium”, Princeton University, febrero, [http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mundell\\_fleming\\_lecture.pdf](http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mundell_fleming_lecture.pdf)