

2007-2009, una crisis de sobreproducción

En notas anteriores hemos señalado la importancia de la explicación, de Marx y Engels, de las crisis cíclicas por la tendencia del capital a la sobreproducción. La idea básica es que los capitalistas, presionados por la competencia, tienden a aumentar la producción por encima de la posibilidad de la demanda de absorber ese producto. Por lo tanto, llega un punto en que se abarrotan los mercados en algunas de las industrias que impulsaron el auge; caen los precios y las ganancias; se frena la acumulación, cae el producto y aumenta el desempleo. La depresión, a su vez, genera las condiciones (vía la desvalorización de capitales y el aumento de la explotación de la clase obrera) que llevan a la recuperación de la rentabilidad y la acumulación. Con el agregado que estos ciclos son exacerbados por el crédito y el sistema financiero.

Esta explicación de las crisis es rechazada por muchos marxistas (posiblemente por la mayoría). En este respecto, una objeción que me hicieron es que la tesis de la sobreproducción es “anticuada”. O sea, habría sido válida en algún momento del siglo XIX, pero no en el siglo XXI (o en el siglo XX).

Discrepamos con esta idea. Sostenemos que las crisis por sobreproducción siguen ocurriendo en el capitalismo, y un ejemplo de ello es el ciclo de auge y caída de la construcción y la actividad inmobiliaria en EEUU, alrededor del cual se desarrolló la crisis de 2007-2009. Es el tema de esta nota. Mostramos que la crisis financiera en EEUU de fines de la primera década del siglo XXI encaja adecuadamente en la explicación de las crisis de Marx y Engels, o sea, en la sobreproducción. En lo que sigue, y para los datos empíricos, nos basamos principalmente en Glaeser y Sinai eds., *Housing and the Financial Crisis*, NBER, University of Chicago Press, 2013 ([Housing and the Financial Crisis | NBER](#)).

Comenzamos con un fenómeno que es característico de las crisis cíclicas, el alza de precios a medida que se desarrolla el auge, seguida de la caída abrupta de los precios cuando estalla la crisis de realización.

El ciclo de los precios

Desde comienzos de 2001 hasta su pico cíclico en abril de 2006, el índice compuesto Standard and Poor's / Case Shiller de los precios de viviendas aumentó cerca de 60% en términos reales y luego cayó un tercio antes de alcanzar una meseta en mayo de 2009. La volatilidad del índice de la Federal Housing Agency (FHFA) fue menos extrema pero también severa: Aumentó 50% en términos reales entre 1996 y 2006, pero cayó 19% entre fines de 2006 y fines de 2009. Y bajó otro 11% en el cuarto trimestre de 2011. En algunas ciudades el movimiento fue muy intenso. En Las Vegas, por ejemplo, los precios de las viviendas subieron, en términos reales, 71% en los 36 meses anteriores a abril de 2006, y cayeron 65% en los años siguientes.

Estos movimientos al alza y a la baja no se pueden explicar por algún movimiento descendente tendencial y paulatino de la tasa *general* de ganancia, que es la explicación más

usual de los marxistas que rechazan la explicación de las crisis por sobreproducción. Tampoco por variaciones de los costos de producción. Después de todo, la convulsión del mercado inmobiliario en los 2000 destruyó la creencia de que los precios de las viviendas permanecen cercanos a los costos de construcción. La crisis mostró que las viviendas no son distintas a otras formas de activos (véase texto NBER, citado).

Sostenemos entonces que en los movimientos al alza y baja de los precios de las viviendas entre 2001 y 2020 subyacen profundos desequilibrios, y giros, en la relación entre la oferta y la demanda. Una idea que está presente en el análisis del ciclo de negocios de Marx. Así, en el t. 3 de *El capital* señala que “el derrumbe de los precios”, que ocurre cuando las crisis, “nivela su anterior inflación”, y “la inflación de precios... se produce conjuntamente con la sobreproducción y la sobre-especulación” (p. 631). En otro pasaje: “El fenómeno más general y notorio de las crisis comerciales es *la caída súbita y generalizada de los precios de las mercancías, que sigue a un prolongado aumento general de los mismos*” (p. 707, t. 3, EC; énfasis nuestro). Esto es lo opuesto de pretender explicar las crisis asumiendo que oferta y demanda siempre se igualan. Un supuesto de ese tipo solo es posible si se hace abstracción precisamente de lo que debe explicarse, la sobreproducción, y la crisis que le sigue, con el consiguiente hundimiento de las ventas y los precios.

El boom, la sobreproducción

Medido por los inicios de construcción de viviendas por habitante, el boom de 2001-2005 nunca llegó a las alturas alcanzadas por los anteriores booms de construcción en los 1960, 1970 y 1980. Pero estos auges tuvieron una duración relativamente corta y fueron seguidos por fuertes caídas. El boom que llevó a la crisis financiera de 2007-2009, en cambio, duró casi 15 años. Y la quiebra que siguió al alza fue más extrema precisamente porque el boom duró tantos años.

Por otro lado, durante los 1990 hubo una conexión más bien estrecha entre el crecimiento de la población y los inicios de construcción de viviendas. O sea, la oferta y demanda se mantuvieron dentro de rangos más o menos contenidos. Por el contrario, entre 2000 y 2005 los inicios de construcción de viviendas fueron muy superiores a lo que habilitaría una evolución normal de la demanda (vinculada también al crecimiento demográfico). De ahí el aumento del índice de viviendas vacías. Téngase en cuenta que para elaborar este índice se toma el número de viviendas vacías para alquiler; las viviendas vacías para venta; y las “que se mantienen fuera del mercado por otras razones”. La cantidad de esta última categoría había sido modesta durante el boom 2000-2005, pero con la crisis financiera aumentó rápidamente. Aparentemente fue el reflejo de unidades recuperadas por los prestamistas pero todavía no ofrecidas para la venta. El denominador del índice es el numerador más todas las viviendas ocupadas para ser usadas durante el año.

Penetrando ahora en el movimiento más específico, desde 1965 a 1999 se registró una leve tendencia ascendente del índice, pero a partir de 2000 su valor estuvo por encima de la línea de tendencia, con un pico en el segundo trimestre de 2010, y moviéndose levemente hacia abajo desde entonces y hasta 2012 (véase A. Haughwout, R. Peach, J. Sporn, J. Tracy, “The

Supply Side of the Housing Boom and Bust of the 2000s”; NBER [Housing and the Financial Crisis](#)). El exceso de viviendas lo calculan estos autores teniendo en cuenta las unidades vacías por encima de lo que se podría considerar un número normal, o de equilibrio promedio. Pues bien, teniendo en cuenta estos factores, resulta que *el estimado del exceso de unidades vacías llegó a un pico de aproximadamente 3 millones a mediados de 2010. A mediados de 2012 había bajado a 2,25 millones.*

Una medida alternativa de la sobre-construcción es la diferencia entre la suma acumulativa de las unidades de viviendas iniciadas en relación a la cantidad de nuevas unidades de viviendas necesarias de acuerdo a la tasa tendencial de crecimiento del número de viviendas. Basada en la tasa de crecimiento de la población y la estructura de edad, Haughwout *et al.*, estiman que la tasa tendencial de crecimiento de viviendas desde los 1990 fue de unos 1,17 millones por año. Si se tienen en cuenta pérdidas del stock debido a incendios, inundaciones y obsolescencia, se habrían necesitado 1,4 millones de iniciaciones de construcción de viviendas por año para proveer a los 1,17 millones de nuevos hogares. De acuerdo a esta medición, el máximo de sobre-construcción de viviendas se alcanzó en el segundo trimestre de 2007, con 3,4 millones de unidades. Sin embargo, dado que la formación de viviendas estaba en ese momento por encima de la tendencia, en realidad el pico de exceso de producción ocurrió en el primer trimestre de 2009 con 3,5 millones de unidades.

Naturalmente, esta situación encaja en la noción, de Marx, de la sobreproducción, esto es, una producción que supera, y en mucho, la capacidad de absorción de la demanda (lo que Marx llamó “el estómago del mercado”). Observemos que lo esencial aquí es la tendencia del capital a la expansión, a incrementar la producción. La demanda pudo haber crecido, pero no es lo decisivo ya que el crecimiento de la producción la supera. Es lo característico de la acumulación capitalista: “El criterio de esta expansión de la producción es el capital mismo, el nivel existente de las condiciones de la producción, y el deseo ilimitado de los capitalistas de enriquecerse y ampliar su capital, pero en modo alguno el consumo, que desde el comienzo resulta inhibido, ya que la mayoría de la población, los trabajadores, solo pueden ampliar su consumo dentro de límites muy estrechos...”. (pp. 422-423, t. 2 *Teorías de la plusvalía*). También: “la producción se lleva a cabo sin relación con los límites de consumo existentes, sino que la limita el propio capital. Esto es, *la producción se lleva a cabo sin relación con los límites de la demanda*”. En el mismo sentido: “... la naturaleza de la producción capitalista consiste en producir sin tener en cuenta los límites del mercado” (p. 446, *ibidem*).

Cambios en la rama de la construcción

La industria de la construcción se ha caracterizado por tener bajas barreras de entrada, de manera que hay un número grande de empresas que producen un número relativamente bajo de unidades por año. Por ejemplo, en 2020 el 79% de los miembros de la Asociación de Constructores de Viviendas, de EEUU, inició 10 o menos unidades.

Pero en los 2000 hubo un proceso de concentración en la rama. En la década de 1990 los 60 mayores constructores eran responsables del 20% de las ventas de nuevos hogares, mientras

que los 10 mayores constructores lo eran del 9,4%. En 2005, en cambio, los 60 mayores constructores tenían el 36% de las ventas totales, y los 10 mayores el 22,6%. Y todavía entre 2006 y 2008 los 10 mayores constructores incrementaron su participación en el mercado. Operaba, por un lado, el crecimiento “orgánico” (lo que Marx llamó la concentración de capital); y por otra parte el crecimiento a través de adquisiciones o fusiones (lo que Marx llamó centralización del capital). Este aumento de la concentración y centralización de los capitales continuó cuando las ventas y los precios ya declinaban. Posiblemente era un reflejo de que habían acumulado inventarios de viviendas en sus líneas de producción, y enfrentaban una competencia intensificada. Por eso, estos grandes constructores parecen haber contribuido fuertemente a la sobreoferta ya que mantuvieron proyectos en la línea de salida de la producción *después de que los precios comenzaran a caer*, y a pesar de que los mercados de capitales daban señales de mayor riesgo.

Destacamos también que había diferencias en los modos de financiación según el tamaño de las empresas. Los pequeños constructores dependían del crédito bancario. Los grandes, en cambio, se financiaban principalmente mediante la emisión de títulos de deuda y acciones en los mercados de capitales. Lo cual les permitió un amplio financiamiento, en un contexto de liquidez y bajas tasas de interés durante los años del boom.

Una segunda diferencia con los constructores pequeños es que los grandes estaban (están) integrados verticalmente, desde la compra de tierra y su desarrollo, la construcción, el marketing y la financiación hipotecaria. Esto contribuye a que exploten economías de escala relacionadas con grandes proyectos de desarrollo y les permite tener una fuente más amplia de ingresos y beneficios potenciales. Otro factor que alimentó la sobreproducción.

Además, una característica del aumento de la producción de viviendas desde mediados de los 1990 hasta mediados de los 2000 fue la creciente porción de unidades construidas “para la venta”. Esta expresión se refiere a un inicio “especulativo”. Un ejemplo es cuando el constructor desarrolla una sección de tierra construyendo caminos y servicios públicos, y luego vende lotes individuales con viviendas terminadas, todavía en construcción, o ni siquiera iniciadas. Dado el vuelco hacia unidades especulativas en el mercado unifamiliar, las ventas de nuevos hogares cada 1000 personas en 2005 alcanzaron su punto más alto desde que se tienen registros (en 1963). Luego, en la medida en que los precios de las viviendas alcanzaron un pico a comienzos de 2006, los constructores comenzaron a reducir las unidades no comenzadas y en construcción. Las viviendas terminadas no alcanzaron su pico hasta finales de 2007, aproximadamente un año y medio después de que la desaceleración estaba en marcha en las unidades en construcción. Más en general, *aunque después de 2005 el inicio de nuevas viviendas declinó abruptamente, la industria terminó con un gran inventario de unidades en sus líneas de producción. Un stock que tardó mucho en reducirse.*

Rentabilidad de los constructores

Una cuestión importante es si la combinación de la concentración de los mayores constructores y el boom de la vivienda dieron lugar a ganancias extraordinarias. Para verlo, A. Haughwout *et al.*, citado, tomaron el período enero 1990 a mayo 2012 y calcularon el

rendimiento del capital de los 10 mayores productores. El resultado fue que por fuera del período enero 2000 a junio 2005 el exceso de rendimiento fue 13%. Durante el boom el exceso anual promedio fue 48%. Fuera del período de boom los constructores que no estaban entre los 10 primeros no obtuvieron ganancias extraordinarias. Sí las tuvieron durante el boom: 43%. Por otra parte, el índice del precio de las acciones de los constructores de viviendas alcanzó su pico en agosto de 2005, más de un año antes que comenzara el endurecimiento de los préstamos bancarios. Hacia fines del tercer trimestre de 2006 el precio del capital de los constructores de viviendas había caído 45%.

Es imposible explicar estos cambios por la ley tendencial de la tasa de ganancia, de Marx. Por otra parte, es una tontería decir que por hablar de crisis de sobreproducción no prestamos atención al rol de la ganancia, y de la tasa de ganancia, en la acumulación capitalista.

El crédito

Según Marx, el rol del crédito es doble: por un lado, impulsa el desarrollo de las fuerzas productivas, del mercado mundial y de la producción. Por otra parte, profundiza las contradicciones del capitalismo y con ello acelera el estallido de las crisis (véase, por ejemplo, pp. 568-569 t. 3 EC). Significa que juega un rol de primer orden en la especulación y en la ampliación de la producción que termina en la sobreproducción.

En relación al boom y quiebra del mercado estadounidense inmobiliario y de la construcción, todo indica que la ampliación del crédito fue un factor de mucha importancia. En especial porque en los primeros años de los 2000 la iniciación de hipotecas aumentó de forma dramática. La ola fue originada por las GSE (Government Sponsored Enterprises) Fannie Mae y Freddie Mac. La iniciación de hipotecas GSE subió desde 500.000 millones de dólares a 2,5 billones en 2002. Y a partir de ese año hubo un fuerte aumento de hipotecas de mayor riesgo (*subprime* y Alt-A; tienen más tasa de interés), en especial en 2005 y 2006. Muchas fueron originadas por las GSE, pero también hubo una gran cantidad originadas por prestamistas privados. El resultado fue que la participación de hipotecas *subprime* en el total de hipotecas iniciadas aumentó del 6% en 2002 al 20% en 2006. En 2006 el valor de los préstamos *subprime* se estimaba en 1,5 billones de dólares, que representaba el 15% de los 10 billones de mercado hipotecario residencial. Esto en un contexto de bajas tasas de interés y fuerte aumento de los precios de las viviendas (como ocurre con los activos financieros, hay una relación inversa entre la tasa de interés y el precio de la tierra). Después de 2006 esta clase de hipotecas disminuyó drásticamente.

La securitización o titulización

Hay que destacar el rol que tuvo la *securitización* (o titulización) en el alimento del boom inmobiliario y de la construcción. Para explicar qué es la *securitización* presentamos un ejemplo teórico: supongamos que un banco origina una cartera de créditos hipotecarios, pero en lugar de quedarse con ella, la vende a una sociedad fiduciaria –conocida como SPV, Special Purpose Vehicle. Esta entonces emite títulos (MBS, Mortgage-backed securities al tratarse de hipotecas), y recibe dinero de inversores. Esta es la operación básica. Además,

regularmente esos paquetes se dividían en tramos, con diferente nivel de riesgo (y de rendimientos). Lo importante es que la *securitización* permitió la entrada de grandes fondos de inversión, que no podían colocarse como depósitos bancarios (para una explicación más extensa, véase [aquí](#)). Muchos de estos inversores financiaron hipotecas *subprime* o Alt A. En paralelo, los estándares crediticios de los bancos fueron disminuidos desde 2004 hasta mediados de 2006 (comenzaron a endurecerse en el cuarto trimestre de 2006, cuando la sobreproducción ya era evidente). Y hubo mayores facilidades para *securitizar* hipotecas riesgosas. El tiempo entre la iniciación y la *securitización* cayó de 16 a 6 meses entre 2000 y 2006; esto significa que se había facilitado la capacidad de aprobar hipotecas *subprime* o Alt A. La tasa de *securitización* de estas hipotecas estaba debajo del 50% en 2001, pero había aumentado al 90% en 2007. La *securitización* ayudó a hacer más laxas las condiciones del crédito. También implicó menor escrutinio por parte de los prestamistas.

Hubo entonces un aumento dramático de préstamos *subprime* originados con poca o nula documentación. En la medida en que estas hipotecas más riesgosas se extendieron, también fueron *securitizadas*. Asimismo hubo cambios en la composición de los prestamistas hipotecarios. En lugar de los prestamistas que operaban con los GSE, hubo un vuelco a los mercados privados. El mercado de préstamos *subprime* estaba muy concentrado, con los 25 primeros prestamistas originando el 80% de todos los préstamos en los años pico, contra el 60% en 2001. Estos prestamistas vendieron relativamente pocos préstamos a las GSE. Los bancos conservaron progresivamente menos créditos en sus balances durante el boom. Y aumentó la rapidez con la que esos préstamos eran vendidos en los mercados privados.

En este contexto, los tomadores de créditos aumentaron su apalancamiento y redujeron los pagos mensuales utilizando los nuevos productos. La razón préstamo / valor de la propiedad aumentó del 85% al 95% entre 2001 y 2006. Este resultado se ha interpretado como la voluntad de los prestamistas de proveer crédito más fácil, en parte debido a las expectativas de crecimiento de los precios de las viviendas, a los prestatarios que deseaban comprar viviendas más grandes y a los inversores que querían compra varias viviendas.

En paralelo aumentaba el número de tramos en el pool típico de hipotecas *subprime*. Esto a menudo se asoció con una transformación de hipotecas inicialmente muy riesgosas en pools de hipotecas que parecían mucho más seguras porque contenían los tramos más seguros del pool. Pero después del quiebre de las hipotecas muchos de esos tramos aparentemente más seguros demostraron que seguían siendo peligrosos.

Además, hubo un fuerte incremento en la provisión de fondos. Por un lado, fondos de inversión, o de cobertura, que reunían inversores privados, y disponían de mucha liquidez. Por otro lado, y más fundamental, fondos institucionales (universidades, compañías de seguros, fondos de pensión) fueron habilitados a invertir en títulos con elevada calificación (triple A o cercano a triple A). Las calificadoras, a su vez, tenían mayores ingresos en la medida en que calificaban más títulos, posibilitando con ello nuevos flujos de inversiones de los fondos institucionales. Tenemos entonces todos los elementos que llevan a la sobreproducción, la especulación, el crecimiento de capitales ficticios –empezando por el

alza del precio de la tierra durante el boom y el consiguiente apalancamiento- que conducen a la crisis y el colapso.

La caída

En 2006 el mercado inmobiliario dio claras muestras de saturación y sobreoferta. La venta de nuevas viviendas bajó 27% desde el pico en octubre de 2005 a julio de 2006. El inicio de construcción de casas nuevas descendió de una tasa anual de 2,27 millones a comienzos de 2006 a poco más de 1,6 millones a fines de ese año. Bajó el empleo en la construcción y en las industrias que proveen insumos al sector; esa caída habría restado 1,2 puntos porcentuales al PBI. La economía comenzó a desacelerarse, y siguió haciéndolo en 2007, cuando se derrumbó el mercado de viviendas. A fines de este último año se registraba una caída de aproximadamente el 40% en la iniciación de proyectos de nuevas casas, en nuevos permisos de construcción y en la venta de nuevas casas con respecto a los picos alcanzados en 2005. Cayeron los precios y los beneficios. En 2007 la situación empeoró drásticamente. Se registró un aumento casi constante de los retrasos en el pago de las hipotecas y aumentaron las ejecuciones hipotecarias por parte de los bancos. La construcción de viviendas cayó a pique. Luego del pico de 2005, el comienzo de construcción de viviendas había caído, hacia 2009, un 75% acumulado. En 2011 el nivel de inicios cada 1000 personas todavía estaba un 72% por debajo del nivel de 2005.

Debido a los créditos sobre extendidos, y la sobreproducción, y a la masa de activos financieros que se había levantado sobre las hipotecas, así como las cadenas de apalancamiento, los problemas del mercado de viviendas rápidamente repercutieron en toda la estructura crediticia. En 2008 la crisis se hizo general. El aumento de los precios de las materias primas agregó presión negativa sobre las ganancias. La suba de la tasa de interés para los activos de menor calificación fue otro factor negativo. Rápidamente el público tuvo noticia de que grandes bancos de inversión como Bear Stearns y Lehman Brothers tenían problemas, que muchos de sus activos debían ser mandados a pérdidas. Pero también las agencias estatales estaban en dificultades. Entre finales de mayo y mediados de julio la acción de Fannie Mae cayó 74% y la de Freddie Mac 79%. Tuvieron que ser rescatadas (con inyecciones de fondos por 200.000 millones de dólares y hubo miles de ejecuciones). Luego, el 15 de septiembre, se anunció la quiebra de Lehman, el cuarto banco de inversión de EEUU. La crisis tuvo repercusiones globales. Hubo desvalorizaciones de capital, aumento del desempleo y empeoramiento de las condiciones laborales y de vida de las masas trabajadoras. A lo que siguió una recuperación débil, con el lastre de sobrecapacidad “crónica” que se mantuvo en muchas ramas de la producción. En cuanto a la construcción, todavía en 2012 la tasa de viviendas vacantes en EEUU permanecía por encima de la tendencia de los valores de largo plazo. La cantidad de propietarios de vivienda estaba en descenso.

El crédito como generalizador de la crisis

Enfatizamos una idea que hemos adelantado: el sistema crediticio es vital para el despliegue de las fuerzas productivas bajo el capitalismo, pero por esa misma razón potencia las contradicciones que estallan en la crisis. En especial, porque el crédito interconecta todo el

sistema de reproducción del capital. Al mismo tiempo ofrece oportunidades para la especulación y las estafas, y es palanca esencial en los procesos que llevan a la sobreproducción. Por lo cual es también un factor de generalización de la desvalorización de capitales y de la crisis cuando esta estalla. Escribe Marx: “En un sistema de producción en el cual la conexión del sistema de reproducción se basa en el crédito, si el crédito cesa súbitamente y solo vale el pago en efectivo, debe producirse evidentemente una crisis, una violenta corrida en procura de los medios de pago” (p. 630, t. 3, EC). *Es lo que conecta la sobreproducción con la generalización de la crisis, y la depresión económica.*

Para terminar, lo ocurrido con el mercado inmobiliario y de la construcción estadounidense en la década que va de 2001 a 2011 se puede explicar adecuadamente por el impulso de los capitales en competencia a la sobreproducción. La sobreoferta es la expresión más acabada de estos procesos. Los datos empíricos dan respaldo a esta interpretación. El argumento tiene sustento en la teoría de Marx del capital – el objetivo de valorizar el valor expandiendo continuamente la producción para derrotar a la competencia- y respaldo empírico. La validez, o no, de las teorías económicas debería decidirse por su capacidad para explicar los hechos y asimilar los datos empíricos.