

## Petróleo, caída de las bolsas y economía global

*Esta nota continúa temas desarrollados [aquí](#), [aquí](#), [aquí](#), [aquí](#), [aquí](#), [aquí](#), [aquí](#).*

Los mercados bursátiles del mundo volvieron a caer fuerte ayer, jueves 11 de febrero. El Dow Jones bajó 1,6%; el Stoxx Europe 600 Index (un índice compuesto que representa 600 empresas de capitalización grande, mediana y pequeña de 18 países europeos) perdió el 3,4%; en Hong Kong la caída fue del 3,85% y en Tokio del 2,3%. Los más golpeados fueron los bancos. Las acciones del banco griego Ergasias y el italiano Unione di Banche Italiani cayeron 13%; Societé Generale 12% luego de informar ganancias menores a las esperadas y que hacía aprovisionamiento por potenciales costos legales; Deutsche Bank, Credit Suisse Group y Standard Chartered tuvieron pérdidas del 5%. El West Texas Intermediate cayó 4,9% para terminar en 26,24 dólares, el mínimo valor en 13 años. Como contrapartida, subieron los bonos públicos, y el precio del oro aumentó 4,6%; un signo que se busca refugio en liquidez o valores seguros. “Los mercados temen un riesgo sistémico inminente como el provocado por la quiebra de Lehman Brothers”, dice Sylvain Loganadin, analista de FXCM, una compañía dedicada a la comercialización de divisas (*La Nación*, 12/02/15).

Si bien hoy viernes las bolsas y el petróleo rebotaban, las pérdidas en lo que va del año son significativas. Con los cierres de ayer, Wall Street llevaba perdido un 10% desde principio de año; Londres el 11,3%; el Stoxx Europe 600 el 17%, Tokio 17,4%, Hong Kong 15,4% Brasil 9,3%. A pesar de que hoy viernes las bolsas rebotaron, la situación sigue siendo muy difícil. Dado que en otras notas me he referido a la debilidad de la economía a nivel global, en esta entrada solo actualizo algunas cuestiones.

### La caída del petróleo

El petróleo está cayendo desde julio de 2014, cuando cotizaba arriba de los 90 dólares el barril. Estamos ante una guerra de precios, que sigue desarrollándose a nivel global. Como se ha dicho repetidas veces, la demanda se ha enlentecido, principalmente por la desaceleración de la economía china. Pero también cuenta la debilidad de Europa y Japón, y la fuerte caída de las economías de Brasil y Rusia. A su vez, la oferta se incrementó. EEUU pasó de producir 5,5 millones de barriles diarios en 2005 a 8,7 millones en 2014 y 9,7 millones en 2015. Por otra parte Arabia Saudita, que durante mucho tiempo actuó como regulador en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), ha aumentado su producción para ganar mercado. El presupuesto saudí depende crucialmente del petróleo. Rusia también elevó su producción en 2015, ayudada por la depreciación del rublo. En los próximos meses se espera, además, que, levantadas las sanciones, la producción de Irán se haga sentir a pleno en el mercado. El resultado ha sido la acumulación de inventarios; por fuera de EEUU la capacidad de almacenamiento en tanques está prácticamente agotada, y en EEUU está cerca de alcanzar el límite (WSJ, 11/02/16).

### **Una economía mundial débil y vacilante**

El trasfondo de la caída del petróleo es una economía mundial débil y vacilante. En 2015 la zona del euro creció solo 1,5%; Japón 0,6%; Rusia decreció 3,7% y Brasil 3,8%. La economía de EEUU, la más importante, creció en 2015 el 2,5%; pero en el cuarto trimestre lo hizo solo el 0,7% (tasa anualizada). Los factores que contribuyeron positivamente al crecimiento en el último trimestre de 2015 fueron el consumo personal, la inversión en construcción residencial y gasto público; los negativos fueron la inversión privada en inventarios, inversión fija no residencial y exportaciones. La producción industrial se mantiene débil; recién en mayo de 2014 alcanzó el pico previo a la recesión. La utilización de capacidad instalada en el segundo trimestre de 2015 se mantenía en 77,8%, dos puntos porcentuales por debajo del promedio 1972-2014 (Reserva Federal, <http://www.federalreserve.gov/releases/g17/revisions/Current/DefaultRev.htm>).

La segunda economía en importancia, China, se ha venido desacelerando en los últimos años desde las tasas de crecimiento de 10% o superiores. En 2015 creció un estimado del 6,9% y en 2016 crecería 6,3% (FMI). Pero muchos piensan que esas cifras están infladas. Sobre China pende una bomba de tiempo financiera (véase las notas referenciadas al inicio). Según fuentes privadas, el sistema bancario habría multiplicado sus activos por 10 en la última década, para alcanzar los 34,5 billones de dólares. El sistema bancario en las sombras (instrumentos que se emiten fuera de balance y prometen altos rendimientos) creció 600% en los tres últimos años, de acuerdo a datos del grupo UBS. Todo este sistema está al borde de la quiebra. En un contexto de sobreinversión y sobreacumulación en muchas ramas, y construcción residencial empujada por el crédito especulativo, cada vez es más difícil cumplir con las deudas. No es de extrañar que China haya estado sufriendo fuertes salidas de capital. Desde la devaluación de agosto de 2015 el Banco de China ha liquidado más de 400.000 millones de dólares de sus reservas para sostener la moneda. Aunque la situación cambiaria está bajo control por ahora, debido al superávit en cuenta corriente de 350.000 millones de dólares (y sus reservas suman 3,2 billones), la salida de capitales es una expresión de las debilidades de fondo.

### **La inversión global no se ha recuperado**

Marx sostenía que la clave de la solidez de una economía es la acumulación del capital, esto es, la reproducción ampliada del capital; o lo que en la economía convencional se conoce como inversión (aunque no es idéntica a la acumulación tal como la entiende Marx). En cualquier caso, la inversión es el talón de Aquiles de la economía global. En este sentido, en un trabajo publicado en marzo de 2015, R. Banerjee, J. Kearns y M. Lombardi, del BIS, plantean con razón que “a pesar de las muy fáciles condiciones de financiación globales, la inversión se ha mantenido baja después de la Gran Recesión”. Afirman también que históricamente la incertidumbre acerca del estado futuro de la economía y los beneficios esperados juegan un rol clave en la inversión, y que las condiciones financieras tienen un papel menos destacado. Y lo que ha sucedido después de la Gran Recesión “parece estar en línea con lo que se podría haber esperado basado en las relaciones del pasado. Una recuperación más

fuerte de la inversión parecería depender de la reducción de la incertidumbre económica y de expectativas de un crecimiento futuro más fuerte” (“Why is investment weak?”, [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1503g.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503g.htm)).

Plantean luego que la inversión es el componente principal que explica las fluctuaciones cíclicas; la caída de 2008 se debió en gran medida al colapso de la inversión, que contrajo la demanda agregada; lo que llevó a la peor recesión en los países adelantados en décadas. Después de la recesión, la inversión se recuperó en algunos países, pero en otros –entre ellos, Italia, Francia, Alemania y Japón- no ha vuelto a su nivel anterior a la recesión. Esto a pesar de las inyecciones monetarias, las bajas tasas de interés y la suba de los mercados bursátiles. Los autores señalan que las ganancias con respecto al stock de capital de las empresas no financieras se han mantenido relativamente altas en EEUU, Canadá y Gran Bretaña (10%), Alemania (7,5%) y Japón (5,5%) durante el período 2009-14, pero la inversión no mejoró. La explicación más probable de este hecho, según estos investigadores, es que las empresas tienen incertidumbre acerca de la evolución de la demanda futura y por lo tanto acerca de los posibles beneficios. En otras notas he planteado que la excesiva capacidad (resultado de la sobreacumulación) y la fragilidad financiera pueden estar en la base de esta debilidad de la inversión; debilidad que se mantiene incluso cuando la tasa de ganancia es relativamente elevada. A su vez, la demanda débil incide negativamente en las ganancias actuales, afectando con ello las expectativas de ganancias futuras y las inversiones. En este sentido, una desaceleración brusca de las ganancias puede ser disparadora de la recesión. José Tapia, en un trabajo reciente, y refiriéndose a EEUU, anota que las ganancias de las corporaciones estadounidenses han caído en 2014, y que la caída de las ganancias ha antecedido las recesiones en las últimas décadas. “Cada crisis [desde 1981] es precedida por una caída en el retorno sobre el capital, lo que aparece como un crecimiento negativo de los beneficios” (“Toward a New Global Recession? Economic Perspectives for 2016 and Beyond”, *The Brooklyn Rail*, 3/02/16). Esta relación entre tasas de ganancia, ganancias e inversión está en el centro de las explicaciones sobre las crisis, y deberá ser motivo de más investigación. Lo importante ahora es subrayar la debilidad de la inversión como fundamento último de la debilidad de la economía mundial.

## Caída del petróleo y su efecto en la demanda

En algunos escritos se ha sostenido que la caída de los precios del petróleo obedece a una decisión de EEUU, que tendría el objetivo de mejorar su economía y la de sus aliados, en perjuicio de los países atrasados exportadores del crudo. Es una explicación que además de subjetivista (la he criticado [aquí](#)), impide entender la dinámica real de las crisis. En primer lugar, aclaremos que ni siquiera es verdad que los países adelantados importan más petróleo que los atrasados, o en desarrollo. “Los mercados emergentes han representado la mayor parte del consumo mundial de petróleo desde 2014, según la Agencia Internacional de Energía, AIE. En el cuarto trimestre de 2015, la demanda de los países en desarrollo ascendió a poco más de la mitad de los 95 millones de barriles consumidos por día en el mundo” (WSJ, 10/02/16). De manera que la relación es más compleja que lo que pretende el esquema.

Pero la cuestión tiene más aristas. Es que muchas veces se ha considerado el precio del petróleo como una variable independiente que decide, en última instancia, la marcha de la economía. En este respecto, el tópico ha sido la explicación de la crisis en los países adelantados de 1974-5 por la suba previa de los precios del petróleo. José Tapia, en el trabajo citado, escribe:

“Para algunos economistas como James Hamilton y Ben Bernanke una variable macroeconómica importante es el precio del crudo; la idea es que los altos precios del petróleo estrangulan fuertemente la actividad económica, llevando a la recesión. Dado que los precios del petróleo han de hecho aumentado antes de cada recesión de la economía mundial en décadas recientes, los datos parecen dar alguna credibilidad a este enfoque. De todas maneras, un examen más a fondo de los números –como lo hicieron Lutz Kilian y Martin Stuermer- reduce mucho la credibilidad de esa interpretación. Sucede que los precios del petróleo suben cuando la economía global se expande y aumenta la demanda de energía. De manera que es la expansión global la que aumenta los precios del petróleo. Esto a su vez podría contribuir a disparar la

crisis, pero primero, la evidencia de que altos precios del petróleo tienen un efecto directo en reducir la actividad económica es más bien débil; en segundo lugar, las subas de los precios del petróleo tienen su causa en la expansión previa. Los precios del petróleo han estado a niveles muy bajos en meses recientes y el acuerdo general es que esto se debe al bajo nivel de actividad económica en la mayor parte de la economía mundial”.

Sin embargo, algunos economistas piensan que si baja el precio del petróleo debería haber un efecto estimulante sobre la demanda en EEUU u otros países importadores. La caída del petróleo equivaldría a un recorte de los impuestos; de manera que se perjudicarían las compañías petroleras, pero aumentaría la demanda de otros bienes. Dado que mucho del petróleo es importado, habría una ganancia neta para la economía estadounidense. En base a este esquema, economistas del JP Morgan predijeron, en enero de 2015, que los menores precios agregarían un 0,7% de crecimiento al PBI de EEUU; ahora dicen que la baja de los precios pueden haber recortado el crecimiento un 0,3%, y que en 2016 apenas sumaría un 0,1%. Los analistas de Goldman Sachs directamente dicen que no habrá ningún efecto positivo. En cualquier caso, parece evidente que la caída del petróleo (también de los minerales y productos agrícolas) no ha dado los beneficios usualmente esperados. ¿Qué sucede?

Una primera cuestión a anotar es que la caída de los precios del petróleo está afectando de manera muy fuerte las inversiones energéticas (también de las mineras y de los negocios vinculados al agro). La extracción del crudo con el método *fracking* hizo que la participación de la industria en la inversión total subiera de un promedio anual por debajo del 5% entre 1985 y 2005, al 10% en 2012-3, para volver a bajar ahora al 5% (cálculos del Deutsche Bank). La disminución de la inversión y la producción se traduce en despidos y menos demanda. Algo similar ocurre con la minería. En segundo lugar, la caída de la demanda de los países atrasados o en desarrollo, se traduce en caída de exportaciones desde los países adelantados. Pero en tercer lugar, y más importante, es que si las perspectivas globales de la economía son inciertas, el aumento de poder de compra no se traduce necesariamente en su

ejercicio efectivo, o sea, en gasto en consumo o inversión (es el ABC de la crítica a la ley de Say). Más todavía, la baja del precio del petróleo, en el marco de la debilidad de la demanda, genera fuertes presiones deflacionarias. Y la deflación afecta negativamente a la demanda. Es que en la medida en que los precios bajan, es redituable mantenerse líquido. Máxime si hay fuerte incertidumbre (véase Keynes *Teoría General*, capítulo 19). Por eso la actual corrida hacia los bonos del Tesoro y el oro.

Pues bien, en la zona del euro la tasa anual promedio de suba de precios (incluye energía y comida) entre 2000 y 2006 rondaba el 2%. Pero durante la recesión, en julio de 2009, llegó a ser negativa 0,6%. Con la recuperación posterior, alcanzó el 3% en noviembre de 2011, para bajar luego de forma sostenida. En diciembre de 2015 fue 0,2%. Es una situación cercana a la deflación. Esto a pesar de que la tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo es 0,05%, y la tasa que paga por depósitos de los bancos es negativa. Además, el BCE inyecta mensualmente 60.000 millones de euros mediante la compra de activos. En Japón hay una situación similar: la tasa anualizada de inflación en diciembre fue también del 0,2%. Para contrarrestar las presiones deflacionarias el Banco de Japón acaba de establecer la tasa de referencia en terreno negativo, -0,1%. Pero la demanda no repunta. Y en EEUU la tasa anual de inflación de diciembre fue de 0,7%. La Reserva Federal aumentó la tasa de interés de referencia al 0,5% en diciembre, en una movida destinada a comenzar paulatinamente una suba. Pero ahora estaría reconsiderando el asunto, y en enero dejó la tasa sin variaciones. En definitiva entonces, en el marco de las tendencias deflacionarias y desconfianza en la economía, no hay razón para esperar que la caída del precio del petróleo sea compensada automáticamente por un aumento equivalente del gasto.

### **Repercusiones en el sistema financiero**

La caída de los precios de los *commodities*, y del petróleo en primer lugar, afectó también al sistema financiero. Contra lo que piensan los defensores de la tesis de la “primacía de las finanzas en el mundo contemporáneo”, lo financiero depende

necesariamente de la generación y realización del valor y la plusvalía. Si esto no sucede, los prestamistas e intermediarios financieros estarán en problemas. Y el crédito es tanto una palanca de la acumulación, como también es un factor que impulsa la sobreproducción y la especulación, y con ello contribuye a generar las condiciones de las crisis.

El hecho es que las inversiones en nuevas explotaciones mineras y petroleras fueron financiadas, en los últimos años, por accionistas, bancos y diversos inversores. Según D. Domanski, J. Kearns, M. Lombardi y H. Song Shin, economistas del BIS, la deuda total del sector del petróleo y gas, a comienzos de 2015, era de aproximadamente 2,5 billones de dólares, dos veces y media más elevada que a fines de 2006 (“Oil and debt”, <http://www.bis.org/publ/qtrpdf/rqt1503f.htm>). A partir de 2008, las compañías petroleras se endeudaron tanto con los bancos como en el mercado de bonos. Los bonos emitidos pasaron de 455.000 millones de dólares en 2006 a 1,4 billones en 2014; un crecimiento del 15% anual. Los créditos sindicados (organizados por bancos) crecieron de 600.000 millones a 1,6 billones de dólares en el mismo período; un aumento anual del 13%. La deuda emitida por las empresas de petróleo y de energía representa hoy el 15% tanto del total de la deuda calificada como grado de inversión, como del total de alto rendimiento. Una gran parte de esa deuda ha sido emitida por empresas estatales de países atrasados o en desarrollo, como Rusia, Brasil y China. Las petroleras estadounidenses también se endeudaron fuertemente. Su deuda representa el 40% del total de préstamos sindicados y bonos de deuda. Muchas lo hicieron para financiar las inversiones; los gastos anuales de capital de las empresas de petróleo y gas se duplicaron entre 2000 y 2013, llegando ese último año a 900.000 millones de dólares.

Pero la caída de los precios del petróleo – que sostiene el valor de los activos que respalda las deudas de las empresas- reduce la rentabilidad, aumenta el riesgo de default y genera más costos financieros. Por eso los rendimientos de los bonos han estado aumentando; los autores anotan una suba de casi 500 puntos básicos entre junio de 2014 y febrero de 2015. Pero desde entonces la situación ha empeorado. Los bonos de muchas empresas vinculadas al petróleo se han derrumbado; lo mismo

sucede con los seguros contra default, los CDS. Fondos mutuos vinculados al petróleo también han sufrido pérdidas. Además, la caída del precio del petróleo aumenta los riesgos de falta de liquidez. Las empresas muy endeudadas van a reducir fuertemente sus gastos, vendiendo instalaciones y despidiendo gente. En cuanto a la producción, intentarán sostener los niveles de output, o incluso aumentarlos para hacer frente a las deudas. Notemos que esta constricción es importante en las crisis, como apuntó en su momento Marx: cuando hay que saldar deudas, se vende a cualquier precio; lo que profundiza las caídas. Y aumentan las quiebras: “S&P dice [diciembre 2015] que el número de defaults de corporaciones globales ha superado los 100 en 2015, el doble que el año pasado y la cifra más alta desde 2009, y más de la tercera parte ocurrió en el sector de la energía”

(<http://oilprice.com/Energy/Energy-General/Tick-Tock-Time-Running-Out-for-Struggling-Oil-and-Gas-Drillers.html>).

Como no podía ser de otra manera, muchos bancos están sintiendo el pinchazo. No es una situación de la gravedad que revistió la crisis de las hipotecas, pero de todas maneras es preocupante. En enero el Bank of America informó que en el cuarto trimestre de 2015 había aumentado las provisiones por pérdidas en créditos en 260.000 millones de dólares; la mayor parte de las mismas vinculadas a la energía. Según el informe, 8.300 millones de dólares estaban colocados en actividades de exploración y producción de “alto riesgo”, sobre un total de 21.000 millones de exposición en el sector

([http://www.nytimes.com/2016/01/20/business/oil-market-tests-banks-ability-to-weather-losses.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2016/01/20/business/oil-market-tests-banks-ability-to-weather-losses.html?_r=0)).

Paralelamente Citigroup, Wells Fargo y JP Morgan informaron que cuestiones vinculadas al petróleo pesaron en sus ganancias trimestrales. Wells dijo que 17.000 millones de dólares estaban colocados en compañías de energía que no tenían grado de inversión. Citigroup comunicó que 32% de sus préstamos en energía fueron también a empresas por debajo del grado de inversión. BOK Financial, que incluye bancos de Oklahoma y Texas provisionó 22.500 millones de dólares por posibles pérdidas (ídem).

Esta situación, aunque todavía no está afectando seriamente la reserva de capital de los bancos, incide en las ganancias y el problema puede agravarse en un futuro más o menos cercano. Es que cuando los precios eran altos, muchas empresas tomaron protección para resguardarse de caídas. En consecuencia, algunas compañías todavía están recibiendo 80 dólares por barril (para pérdida de los especuladores en los mercados swap que tomaron el lado alcista). Sin embargo, por estas semanas esas protecciones estarán expirando y las carteras crediticias de los bancos lo van a sentir. La caída de las acciones de los bancos se relaciona lógicamente con esta situación. Es posible también que las condiciones de crédito se endurezcan para las otras ramas de la economía.

Un párrafo aparte merecen los llamados bonos basura (*junk bonds*), a los que ya hicimos mención. Se trata de bonos de alto rendimiento esto es, que financian inversiones arriesgadas. La deuda en bonos basura en energía, en EEUU, alcanzó los 210.000 millones de dólares. Es aproximadamente el 16% del total del mercado de bonos basura, de 1,3 billones de dólares. Cuando los precios del petróleo eran altos, el asunto se presentaba como un gran negocio. Cuando bajan, habrá inevitablemente grandes pérdidas.

Los bancos europeos también tienen problemas, tanto por la debilidad general de la economía, como por las inversiones en energía. Según un estudio de la firma Jefferies, apostaron en exceso al petróleo y gas; la suma rondaría los 100.000 millones de euros. El más complicado es el Deutsche Bank, que informó pérdidas en 2015 por 6800 millones de euros. La acción del banco se ha desplomado en lo que va del año un 40%, y hay temor de que no pueda cumplir con el pago de la deuda convertible en acciones que emitió en 2014 por 4300 millones de euros. El Deutsche también está muy comprometido por acusaciones de haber manipulado la tasa de interés interbancaria. HSBC, por su parte, está en un proceso de reestructuración, y anunció el despido de miles de trabajadores. Los bancos italianos también están en problemas: en noviembre de 2015 los créditos en mora alcanzaban los 201.000 millones de euros. La acción de Unicredit se hundió un 45% desde el inicio del año; y de conjunto, los títulos de los bancos europeos cayeron en promedio el 25%. Los CDS

(*credit default swaps*, seguros contra quiebra) de los grandes bancos europeos se han duplicado. Un crack financiero es una posibilidad en el horizonte e impactaría de lleno en la economía global.

**En conclusión**, nada autoriza a sostener que la caída de los precios del petróleo pueda ser la base de una recuperación de la economía mundial. Es cierto que no se puede decir que estamos en una recesión –el producto mundial creció 3,1% en 2015, y crecería 3,4% en 2016, según proyección del FMI- pero la economía sigue débil, y se acumulan las tensiones y problemas. Incluso el pronóstico del FMI está afectado por la creencia en que la caída de los precios del petróleo automáticamente elevará el gasto, en especial en la zona del euro. Hemos argumentado por qué esto no es necesariamente así; y no lo está siendo, hasta el momento. Además, la fragilidad del sistema financiero es importante y es expresión de las dificultades crecientes en una economía global en la cual la inversión sigue débil. La situación del sistema financiero en China es particularmente explosiva. Por eso no puede descartarse que se desate una nueva y profunda recesión mundial.

Todo apunta a que, en el mejor de los casos, continuará el bajo crecimiento. Lo cual impactará en la vida de cientos de millones de personas. Según la OIT, en 2014 había en el mundo más de 201 millones de desempleados, 31 millones más que antes de la crisis. Preveía que en 2015 el desempleo mundial aumentara en 3 millones, y en 8 millones en los siguientes cuatro años. 61 millones de seres humanos han perdido su trabajo desde el estallido de la crisis. Los jóvenes son los más afectados: 74 millones de personas entre 15 y 24 años buscaban trabajo en 2014. La situación del empleo estaba empeorando en América Latina y el Caribe, Rusia, China y algunos países árabes. Se espera asimismo que el empleo vulnerable se mantenga constante, alrededor del 45% del empleo total en los próximos años. El número de trabajadores con empleo vulnerable en 2014 era de 1440 millones de personas (22 millones más que en 2012). Es la consecuencia más directa y palpable del semi-estancamiento en que está sumergida la economía mundial desde hace años.

