

Economía global 2019; actualización (2)

En la primera parte de la nota ([aquí](#)) dijimos que en los últimos 10 años la economía global se ha caracterizado por el crecimiento débil, y la baja inversión, en un marco de abundante liquidez. En lo esencial, se trata de plusvalía que, al no reinvertirse productivamente, se vuelca a los mercados financieros. Por eso, los organismos internacionales y observadores advierten sobre el peligro que entraña un crecimiento anémico sostenido en el aumento del crédito y un mar de deudas.

Por ejemplo, en su informe 2018 sobre comercio y desarrollo la UNCTAD señala que “los bancos han aumentado mucho más de tamaño gracias al dinero público; los instrumentos financieros opacos vuelven a estar a la orden del día; el sistema bancario paralelo se ha convertido en un negocio de 160 billones de dólares, el doble de la economía mundial... Gracias a los billones de dólares de dinero público (‘expansión cuantitativa’), los mercados de activos se han recuperado, se realizan fusiones de empresas en gran escala y la recompra de acciones constituye ahora la característica distintiva de una gestión sagaz. En cambio, la economía real se ha mantenido renqueante fluctuando entre momentos efímeros de optimismo y rumores intermitentes de riesgos a la baja” (“Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2018”).

Más adelante: “La preocupación principal se debe a que el tibio crecimiento mundial sigue teniendo una gran dependencia de la deuda, en un contexto en el que están cambiando las tendencias macroeconómicas. A principios de 2018, el volumen de la deuda mundial había aumentado a cerca de 250 billones de dólares —el triple de los ingresos mundiales— en comparación con los 142 billones de dólares registrados hace un decenio. La estimación más reciente de la UNCTAD indica que la relación entre deuda mundial y PBI es en la actualidad casi un tercio mayor que en 2008”. Señala también que hubo una explosión de la deuda privada, sobre todo en los mercados emergentes y los países en desarrollo, “cuya participación en el total de la deuda mundial aumentó del 7% en 2007 al 26% en 2017, mientras que la relación entre el crédito a empresas no financieras y el PBI en 7 las economías de mercado emergentes se incrementó del 56% en 2008 al 105% en 2017”. En este punto recordemos que el Banco Mundial también destaca el crecimiento de la deuda

de los países atrasados: en las economías “emergentes y en desarrollo” aumentó de un 15% del PBI, promedio, al 51% en 2018. Volviendo al informe de la UNCTAD, dice que los flujos transfronterizos de capitales no solo son más volátiles, sino también han pasado a ser negativos “para el conjunto de los países emergentes desde finales de 2014, habiendo sido la salida de capitales especialmente cuantiosas en el segundo trimestre de 2018”.

En el mismo sentido, la OCDE también alerta que la deuda privada crece rápidamente en las economías más grandes: el stock global de bonos corporativos no financieros se ha duplicado en términos reales en relación a 2008, llegando a casi 13 billones de dólares. Además, la calidad de la deuda se ha estado deteriorando, lo que incluye un elevado stock de préstamos apalancados.

Por su parte, el FMI dice que han aumentado los riesgos de la situación financiera (véase “Global Financial Stability Report IMF”, abril 2019). Las políticas monetarias laxas después de 2009 ayudaron a sostener la expansión del crédito, *pero la deuda se elevó a niveles históricamente altos*. En EEUU la deuda corporativa ha pasado de 4,9 billones de dólares en 2007 a 9,1 billones a fines de 2018; es un aumento del 86%. De esta deuda, el mercado de préstamos apalancados, a fines de 2018 llegaba, en EEUU, a 1,3 billones de dólares (sobre los préstamos apalancados, ampliamos más abajo). El mercado de bonos de grado de inversión también se hizo más riesgoso. En promedio, la deuda corporativa está sesgada hacia emisores de menor calificación; existe elevado apalancamiento y crecimiento rápido del crédito, indicadores que anticipan caídas económicas y crisis bancarias. La rentabilidad corporativa mejoró desde 2017; la tasa de rentabilidad –beneficios sobre activos- ha sido notablemente más elevada que en otras economías avanzadas. Sin embargo, los beneficios disminuyeron en el último trimestre de 2018. Y, más importante, el riesgo financiero ha permanecido elevado. *Las empresas han destinado ganancias al pago de dividendos y la recompra de sus acciones, que superaron las ganancias de inversión y alcanzaron las alturas más elevadas en la poscrisis*. En algunos sectores los pagos de dividendos *fueron financiados con toma neta de préstamos, aumentando la deuda ya elevada*.

Señala también que se ha invertido la curva de rendimiento de los bonos (un indicador que suele anticipar recesiones); y la inversión se ha detenido. En este contexto, las vulnerabilidades siguen creciendo en el sector corporativo y entre los intermediarios no bancarios. A pesar de que la relación deuda – capacidad de servirla de las empresas estadounidenses ha mejorado desde la crisis financiera, esto podría cambiar rápidamente si aminora de manera significativa el crecimiento, o se endurecen las condiciones financieras (véase también más abajo).

En la zona del euro el crédito se expandió en menor medida –debido a la crisis de la deuda- pero siguen existiendo debilidades estructurales en los sectores de la media y pequeña empresa. Aquí las vulnerabilidades son más pronunciadas en el sector soberano, con deuda elevada o incluso elevándose, como es el caso de Italia. Además, la deuda corporativa se ha incrementado de forma significativa en un número de países, entre ellos Francia. En el sector bancario hubo fuertes caídas en la valuación de activos, lo cual plantea riesgos para algunos bancos. En otros países adelantados, si bien la vulnerabilidad de los bancos es baja, continúa siendo motivo de preocupación el apalancamiento de los hogares (elevado ratio deuda / PBI y creciendo en algunos países). En Japón la baja rentabilidad de los bancos es motivo de preocupación, así como el elevado riesgo que han tomado intermediarios financieros no bancarios. La situación financiera en China, otro de los focos de preocupación del establishment, la tratamos aparte.

En el mismo sentido que los anteriores informes, el BIS Quarterly Review, septiembre 2018, señala que el crédito internacional (transfrontera y en moneda extranjera) ha continuado expandiéndose, y alcanza el 38% del producto mundial. Este crecimiento ha sido encabezado por la emisión internacional de títulos de deuda. El rol de los bancos se redujo, tanto como prestamistas como inversores. La primera reducción ocurrió cuando la crisis financiera; luego hubo una breve recuperación, pero volvió a contraerse fuertemente cuando la crisis del euro. El descenso de la participación de los bancos en el mercado internacional de títulos de deuda fue compensado por el aumento de los acreedores no bancarios, tales como fondos de pensión, compañías de seguros, fondos de mercado monetario (*money market funds*) y fondos de cobertura (*hedge funds*). Los emisores de bonos son principalmente gobiernos y grandes

empresas. Muchos países de economías emergentes o en desarrollo han aumentado su endeudamiento mediante la emisión de bonos.

Liquidez y recompra de acciones,

Un rasgo destacable de la coyuntura son las plusvalías que no se reinvierten productivamente y se acumulan como capital líquido, o se destinan a la recompra de acciones. En 2018 la recompra de acciones por las 500 compañías estadounidenses del S&P llegó a 800.000 millones de dólares. Desde 2008 hasta principios de 2018 se realizaron recompras por 5,1 billones de dólares. Según estimaciones de analistas, entre 2007 y 2016, las 500 empresas del S&P gastaron el 54% de sus beneficios en recompra de acciones (<https://money.cnn.com/2018/03/05/investing/stock-buybacks-inequality-tax-law/index.html>). Según Goldman Sachs, en 2019 las 500 del S&P estarían en tren de recomprar acciones por 940.000 millones de dólares. Con bajas tasas de interés, las recompras son financiadas, en muchas ocasiones, con créditos apalancados (véase el siguiente apartado).

Es claro que la recompra de acciones aumenta las ganancias por acción de forma artificial, ya que aumenta el valor del capital *sin que se corresponda con un incremento de la inversión productiva y la generación de plusvalía*. Además, dado que el 10% más rico de las familias posee el 86% de los paquetes accionarios, la recompra aumenta la concentración de riqueza e ingresos. Un flujo de dinero que alimenta los fondos de inversión y toda forma de valorización financiera de los activos.

Aunque en mucho menor medida, en la zona del euro la recompra de acciones experimentó un auge en los últimos 12 meses, llegando a 100.000 millones de dólares. Por otra parte, las empresas japonesas mantienen cash en los bancos por 4,8 billones de dólares (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-09-02/japan-s-companies-are-sitting-on-record-4-8-trillion-cash-pile>).

Bonos BBB, préstamos apalancados y el crecimiento de los CLO

El crecimiento del crédito, y las deudas, genera las condiciones para el estallido de una nueva crisis financiera que tendría inevitables repercusiones sobre el

conjunto de la economía. A fin de profundizar en esta explicación, empecemos recordando cómo están conformados los mercados de crédito.

Se dividen en dos clases fundamentales. En primer lugar, están los bonos de grado de inversión, emitidos por empresas de alta calificación. Estos bonos van desde calificación AAA (la mejor) a BBB. En este segmento del mercado de crédito lo distintivo es que, tanto en EEUU como en Europa aumentó significativamente la emisión de bonos BBB. En EEUU el incremento se produjo principalmente antes de la crisis financiera; en Europa continuó después de la crisis. El resultado es que en 2018 la participación de los bonos BBB era de aproximadamente un tercio en EEUU, y la mitad en Europa. Dado que estos bonos son aptos para inversores institucionales –que están obligados a invertir en títulos con un mínimo de calificación–, un debilitamiento de la economía puede llevar a la caída de la calificación de los bonos BBB a bonos basura, lo que desataría ventas forzadas de los fondos que tienen obligación de mantener sus colocaciones en grado de inversión (véase https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1903.pdf).

El segundo tipo de mercado de crédito es el de “grado especulativo”. Está conformado por los bonos de alto rendimiento (calificación menor a BBB) y por los préstamos apalancados. Pues bien, aunque la participación de los bonos basura (los más riesgosos) ha disminuido en el total de la deuda, han crecido los préstamos apalancados. Se trata de préstamos que se otorgan a empresas que ya tienen un peso de deuda “sustancial” (típicamente cuando la deuda es cinco veces mayor que las ganancias antes de intereses, impuestos y amortización), y pobres calificaciones crediticias. Estos préstamos se realizan a tasa variable, están asegurados con colateral subyacente, y sus pagos tienen prioridad frente a bonos de alto rendimiento. *En EEUU su volumen más que se ha duplicado desde 2010. Y cada vez más se usan para fondear la toma de riesgos financieros a través de fusiones y adquisiciones, compras apalancadas, pagar dividendos y recompra de acciones.*

El crecimiento de los préstamos apalancados se debe en gran medida a su titularización (en otras notas también hemos empleado el término *securitización*) a través de la emisión de *Collateralized Loan Obligation* (obligación de deuda colateralizada). Se trata, en lo esencial, de un título

respaldado por un pool de deuda. El mismo se origina cuando un gerente de instrumentos financieros compra a un banco un paquete de préstamos apalancados, que agrupa en un paquete. Para fondear la compra, vende participaciones en el CLO a inversores. Las participaciones se dividen en tramos, que se diferencian por el riesgo implicado. Los inversores que asumen los mayores riesgos adquieren los tramos *equity* del CLO, y reciben mayor tasa; pero son los primeros que dejan de cobrar si se produce un default de los préstamos subyacentes. Los inversores que asumen menor riesgo son los que compran los tramos *senior* del CLO, y cobran primero, pero reciben menos interés. Por eso los CLO son muy similares a las CDO, las obligaciones de deuda colateralizada, que contribuyeron a inflar la burbuja inmobiliaria que terminó en el estallido financiero de 2007-9. Las CDO tenían como activo subyacente los créditos hipotecarios. Por eso, a partir de 2007 los defaults sobre las hipotecas subyacentes hicieron que los valores de los CDO se desplomaran, agudizando al extremo la crisis financiera.

Pues bien, por estos tiempos la nueva “estrella financiera” son los CLO. En los últimos años la parte de los bancos en el mercado de préstamos apalancados estadounidense bajó al 8%, mientras que la parte de las CLO aumentó del 47 al 60%. Según el Banco de Inglaterra, a fines de 2017 había, globalmente, alrededor de 750.000 millones de dólares invertidos en CLO. Un tercio estaba en manos de bancos de EEUU, Europa y Japón, y el resto pertenecía a inversores no bancarios. Entre los bancos, las entidades japonesas son las mayores inversoras. De acuerdo a informes bancarios, cuatro bancos japoneses tenían unos 108.000 millones de dólares en CLO de EEUU (M. Rodríguez Valladares, “Non-banks Are The Largest Holders Of Collateralized Loan Obligations Globally”, *Forbes*, 11/06/19).

Indudablemente, se trata de instrumentos financieros opacos, y la deuda subyacente muchas veces financia operaciones especulativas y riesgosas. Además, el aumento de su demanda ayudó a que se licuaran cláusulas de protección de los inversores, que estaban incluidas en los acuerdos de préstamos; por eso se los conoce como acuerdos con “apenas cláusulas”. Antes de la crisis los acuerdos con “apenas cláusulas” eran el 25% del total. Según Moody, hoy son el 80%. Si viene una recesión, muchas empresas van a tener muchas dificultades para pagar sus elevadas deudas. Por sobre todas las cosas

siempre debemos tener presente que, por más complejas que sean las ingenierías financieras, nada puede evitar las desvalorizaciones de los títulos cuando entre en crisis la realización de la plusvalía. Y el peligro se agudiza porque la misma opacidad de estos títulos impulsa el vértigo de la especulación, y el crecimiento de todas formas de capital ficticio. Por eso los estándares más laxos para suscribir títulos, la menor protección a los inversores, junto a una porción mayor de crédito débil, aumentan la probabilidad de tensiones y problemas, y reducen los ratios de recuperación en la eventualidad de que se endurezcan las condiciones financieras o haya un fuerte descenso en la actividad económica.

Además, dado que fondos de inversión han sido grandes compradores, por medio de CLO, de préstamos apalancados, el tener que admitir pérdidas en los valores de sus títulos puede impulsar el pedido de reembolso de fondos, llevando a ventas forzadas y a mayores caídas de los precios. Este tipo de dinámicas afectaría no solo a los inversores que tienen esos préstamos, sino a la economía más en general. Los préstamos apalancados posiblemente no dispararán la- próxima crisis, pero es muy probable que la profundicen (véase, por ejemplo, M. Greene, “Do leveraged loans pose a threat to the US economy?”, *Financial Times* 11/02/19). En este respecto es significativo que Janet Yellen, ex responsable de la FED, advirtiera, a fines de 2018, que “existe el peligro de que si algo provoca una caída de la economía, los altos niveles del apalancamiento corporativo podrían prolongar la recesión y llevar a cantidad de quiebras en el sector corporativo no financiero”. Sobre los CLO dijo que “mucho del subyacente de esa deuda es débil. Pienso que los inversores la tienen en paquetes como los paquetes *subprime* [se refiere a las hipotecas de baja calificación, subyacentes de los CDO]”. Señaló también que el endeudamiento corporativo se disparó en años recientes, pasando la deuda de 4,9 billones de dólares en 2007 a 9,1 billones (<https://www.cnbc.com/2018/12/11/janet-yellen-says-excessive-corporate-debt-could-prolong-a-downturn.html>).

En términos más generales, y según el BIS, el financiamiento apalancado –comprendiendo los bonos de alto rendimiento y las finanzas basadas en préstamos apalancados- se ha duplicado desde la crisis financiera (*BIS Quarterly Review*, septiembre 2018). Además de destacar el carácter pro-cíclico de los préstamos apalancados, el informe señala que en los últimos años muchos

de esos préstamos se utilizaron para refinanciar deuda. En EEUU, desde 2015, la refinanciación de deuda ha representado el 60% de la emisión institucional de préstamos apalancados. El hecho de que los bancos encuentren mayores facilidades para titularizar y vender esos préstamos a través de CLO, *contribuye al crecimiento de los préstamos apalancados*. Y a medida que avanzó el ciclo de negocios, aumentó la tasa de default de estos préstamos: pasó, en EEUU, del 2% a mediados de 2017 al 2,5% en julio de 2018. Pero además, dado que son a tasa variable, la situación puede empeorar en la medida en que las tasas de interés recuperen a niveles más normales. El informe del BIS también llama la atención sobre el aumento de tomadores de préstamos con calificación BBB, al que nos referimos más arriba; y advierte que una eventual rebaja en la calificación de estos deudores puede llevar a que muchos inversores se descarguen de la deuda.

Interludio: recordando el rol de los CDO en los 2000

Introduzco un breve paréntesis para recordar, al menos parcialmente, la dinámica especulativa de la titularización que desembocó en la crisis. En 2009 escribíamos: “La titularización y la extensión de los mercados monetarios y de capitales debilitaron las posibilidades de supervisión del banco central [nos referíamos principalmente a la FED] sobre el sistema. En el sistema tradicional el banco debía cumplir con ciertos requisitos a la hora de decidir en qué activos colocar el dinero de los depositantes, y hasta cierto punto, esto podía ser supervisado por el banco central. Pero las titularizaciones que actualmente realizan los bancos son operaciones por fuera de balance... En este aspecto los balances de los bancos y de otras instituciones ya no proveen información suficiente sobre el verdadero estado financiero. Además, el crecimiento de los créditos estructurados implica que nadie sabe bien qué está comprando ni cómo se evalúa el riesgo. Cuando alguien compra un tramo *senior* o *super senior* de CDO... no puede calcular qué valor real está adquiriendo. El problema se agrava porque es de interés de los manager de las firmas que organizan estas operaciones ocultar la verdadera naturaleza de lo que están haciendo. No olvidemos que ganan por administrar fondos y por presentar ganancias, aunque estas estén infladas y sean puramente nominales” (pp. 84-5, *El Capitalismo roto. Anatomía de la crisis económica*, Madrid, 2009, La linterna sorda)

La situación en China

Dados los límites de esta nota, solo señalamos que otro foco de atención es China. Recordemos que cuando se produjo la crisis financiera el gobierno chino destinó un paquete por valor de 586.000 millones dólares a estimular la economía. Ese estímulo se dirigió esencialmente a inversión en infraestructura (72% del paquete) y a fomentar un boom en inversión fija. La mayor parte del gasto en infraestructura fue realizada por gobiernos locales, los cuales se financiaron en buena medida, a través de la “banca en la sombra” (*shadow banking*), esto es, operaciones que promueven los bancos por fuera de sus balances. Por eso, la implementación del paquete de estímulo disparó un rápido crecimiento en inversión fija, y de la banca en la sombra.

El aumento de la inversión fija compensó, al menor parcialmente, la caída de la demanda provocada por la caída de las exportaciones. Sin embargo, hacia 2012-13 la economía enfrentaba crecientes riesgos debido a sobrecapacidad, aumento de las deudas locales y muy especialmente el crecimiento de la banca en la sombra. En noviembre de 2014 el Ministro de Finanzas, Zhu Guangyao alertó que la banca en la sombra era el principal peligro para la economía. Pero el gobierno trató de controlarla, no suprimirla. Después de todo, la banca en la sombra proveía liquidez que fondeaba el crecimiento económico. Así, los gobiernos locales siguieron financiándose con la banca en la sombra para sostener proyectos de inversión, a pesar de que fueran de baja rentabilidad. Incluso se construyeron ciudades que no fueron habitadas.

Sin embargo, finalmente el crecimiento de la deuda impuso la necesidad de limitar a la banca en la sombra. Según el FMI, se endurecieron las regulaciones financieras, y el control sobre las inversiones por fuera de presupuesto de los gobiernos locales, lo cual redujo el ritmo de aumento de la deuda y ayudó a contener el incremento de riesgo en el sector financiero (“Informe Revisión artículo 4, agosto 2019”). Por eso disminuyó el ritmo de crecimiento de los activos bancarios (del 15% a mediados de 2016 al 7% a mediados de 2018) y se recortó la emisión de vehículos de inversión por fuera de balance. Muchos bancos los incorporaron a sus balances. Las medidas tuvieron éxito en reducir el apalancamiento en el mercado financiero. Sin embargo, la deuda total del sector no financiero todavía crece a un ritmo más rápido que lo que lo hace el PBI

nominal. El informe de la OCDE, que hemos citado más arriba, dice: “China sigue siendo una fuente de preocupación, en la medida en que el despliegue de herramientas monetarias, fiscales y cuasi-fiscales no solo tiene efectos inciertos sobre la actividad, pero podría continuar alimentando la deuda corporativa no financiera, que ya se encuentra en un nivel récord”. En este contexto se desarrolla, además, la guerra comercial con EEUU.

A modo de conclusión: las condiciones para una crisis global

El crecimiento del capital dinero, la acumulación de liquidez en manos de las empresas, ha ido a alimentar los mercados de crédito y deuda, sin traducirse en un aumento significativo de la acumulación productiva. Como señaló Marx, refiriéndose a las coyunturas de plétora del capital, las mismas constituyen una demostración de los límites de la producción capitalista. Escribía en *El Capital*: “... si esta nueva acumulación tropieza con dificultades en su aplicación, si choca con la falta de esferas de inversión, es decir, si se opera una saturación de los ramos de producción y una sobreoferta de capital en préstamo, esta plétora de capital dinerario prestable no demuestra otra cosa que las limitaciones de la producción capitalista (...) La acumulación del capital de préstamo consiste, simplemente, en que el dinero se precipita como dinero prestable. Este proceso es muy diferente de la transformación real en capital, es solo acumulación de dinero en una forma en la cual puede ser transformado en capital” (p. 654, t. 3, edición Siglo XXI).

En términos de la economía argentina, hemos tenido una muestra de esta dinámica en la entrada de inversiones de cartera que realizaron grandes ganancias mediante el mecanismo del *carry trade* —consiste en endeudarse a baja tasa baja en una moneda, para invertir en otra moneda aprovechando los diferenciales de tasas de interés—, sin que contribuyeran en lo más mínimo al desarrollo de la economía. Peor aún, no solo no hubo desarrollo, sino su la retirada a partir de 2018 provocó devastación económica e infinitas penalidades a la población.

Para terminar esta actualización, subrayamos también una cuestión sobre la que hemos insistido desde hace tiempo, en oposición a la llamada “tesis de la financiación”: las crisis son un resultado de las contradicciones del capital de conjunto; no del dominio de una forma del capital (el financiero) sobre otra

forma del capital (el productivo), como generalmente se piensa en los ambientes del progresismo izquierdista, siempre inclinado a encontrar virtudes en un tipo de capital contra otro tipo de capital (base ideológica para aconsejar a los trabajadores el conciliacionismo de clase). La realidad es que los circuitos del crédito y la deuda son inseparables de la esfera productiva. Como alguna vez también lo expresó Marx, no hay que olvidar que el crédito “es una forma inmanente del modo de producción capitalista” (p. 781, *ibid.*). Dicho de otra manera, capital financiero y capital productivo son formas que se subsumen en una unidad esencial: la hermandad de la explotación del trabajo. Pero por esto mismo, una economía no puede crecer indefinidamente en base a deuda en aceleración creciente. Esta es la base sobre la cual *se desarrollan los elementos que, tarde o temprano, desembocarán en una nueva crisis global*. Lo que subyace, enfatizamos, es la debilidad del proceso productivo.