

## Las coordenadas de la crisis que viene

Michel Husson, *VIENTO SUR*, 11 de Noviembre 2015

Mientras que la zona euro esboza una fase de recuperación muy moderada, los pronósticos alarmistas respecto a la trayectoria general de la economía mundial se multiplican: por ejemplo, *Le Monde* del 20 de octubre titulaba "*El crecimiento chino se ralentiza, la economía mundial sufre*". Christine Lagarde/1 enumera las "*razones para estar inquietos en torno a la situación económica*" y Jacques Attali/2 anuncia que "*el mundo se acerca a una gran catástrofe económica*".

Comencemos trazando un breve panorama de la coyuntura: el crecimiento mundial se ralentiza, principalmente en los países emergentes, salvo en India. Esta tendencia se retroalimenta con la caída de los precios de las materias primas y se transmite a los países avanzados. El comercio internacional también se ralentiza, al mismo ritmo que el PIB mundial, como si la globalización productiva hubiera tocado techo. La zona euro registra una recuperación muy tímida y desigual. Estados Unidos y el Reino Unido, siguen aprovechándose de las circunstancias (se benefician un poco) pero el crecimiento tiende a ralentizarse en un caso y en el otro resulta artificial.

En el campo de la "esfera financiera", el *quantitative easing* (flexibilidad monetaria) alimenta la burbuja de activos en lugar de alimentar la inversión productiva, que se estanca. Y la única perspectiva -hasta ahora retrasada- de un repunte del tipo de interés del *FED* (Banco Central de EE UU) pesa como una espada de Damocles hasta el punto de desestabilizar las monedas y los mercados financieros de numerosos países. En fin, "*la incertidumbre y las fuerzas complejas pesan sobre el crecimiento mundial*" para retomar la fórmula del FMI en sus últimas perspectivas/3.

De este cuadro puntilloso, se pueden extraer las tres características fundamentales de la coyuntura actual:

- La persistencia de las "secuelas de la crisis financiera mundial";
- Las perturbaciones de la economía mundial;
- La perspectiva de un "estancamiento secular".

### Las secuelas de la crisis financiera mundial

La *flexibilización monetaria* permite a un Banco Central la compra de títulos. De ese modo crea moneda que, inyectada en la economía, debería hacerle despegar. Admitamos que eso haya podido funcionar durante un tiempo en Estados Unidos. Pero el hecho nuevo es que se comienza a tomar conciencia de que este tipo de medidas tiene efectos colaterales preocupantes.

El presidente del Banco federal de Dallas, Richard Fisher (de poco peso en el seno del *FED*), resume de esta manera su escepticismo: "*el dinero que hemos impreso no se ha distribuido tan bien como lo hubiéramos deseado. Un gran cantidad ha servido para la especulación corrupta o, con más exactitud, corrosiva*"/4. Durante esa conferencia, llegó incluso a citar un poema de Jonathan Swift, fechado en 1735: "*El dinero, la sangre vital de la nación/ Se estanca e infecta en las venas/Al menos que una buena circulación/garantice su movimiento y su calor*"/5.

La ineficacia a largo plazo de las políticas monetarias se explica en función de varios mecanismos o de los efectos secundarios que pesan en la coyuntura actual. De entrada, la inyección de moneda se hace a ciegas y nada garantiza que la liquidez se vaya a utilizar para favorecer las inversiones. Por el contrario, termina por alimentar la especulación y provocar un incremento del precio de los activos que no beneficia más que a los ricos y conduce a la formación de burbujas [financieras].

#### *Tipos de interés históricamente bajos*

La *flexibilidad monetaria* conduce simultáneamente a una reducción de los tipos de interés (ver gráfico 1). También podría contribuir a la recuperación de las inversiones en vivienda y sobre todo en las inversiones productivas, puras y simples. La recuperación de las inversiones es, por otra parte, la cuestión clave para toda recuperación. Ahora bien, nos encontramos con que esta recuperación no llega porque las empresas, a falta de mercados y/o de beneficios, no invierten. Restablecen sus márgenes hacen *caja*, multiplican las fusiones y adquisiciones, distribuyen dividendos, pero sus inversiones no avanzan.

Gráfico 1  
Tipo de interés real 1972-2014



Tipos de interés de referencia de los bancos centrales (media ponderada de Alemania, EE UU, Japón). Fuente : BIS-BRI/6

Al mismo tiempo, es verdad que la inyección de moneda conduce a la inflación de activos, pero no a la inflación pura y simple, la de los precios. Tipos de interés bajos e inflación débil se combinan entonces de tal forma que los tipos de interés reales (descontada la inflación) no pueden devenir altamente negativos. Los tipos de interés nominales llevan a lo que los economistas americanos denominan ZLB (*zero lower bound*): cero como tipo base. Este límite es para algunos, como Lawrence Summers/7, el resultado del estancamiento secular, caracterizado por elevadas tasas de ahorro, una aversión al riesgo y una débil disposición a invertir. Para restablecer la situación, serían necesarios tipos de interés reales negativos para relanzar la actividad, lo que está fuera de toda perspectiva. Esta interpretación es muy discutible porque no tiene en cuenta determinantes más estructurales del eventual estancamiento secular/8.

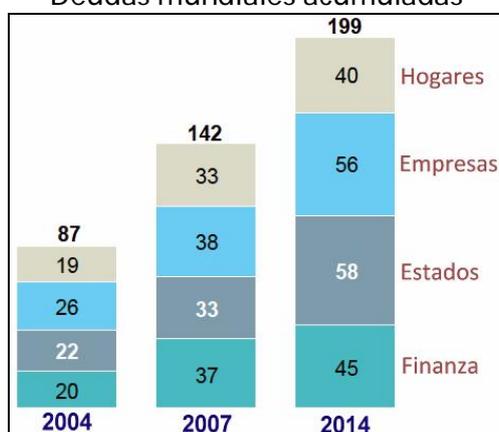
Sin embargo, Summers tiene razón en un punto cuando pone de manifiesto su temor de que *"si se produce una recesión, las autoridades monetarias no tendrían instrumentos para hacerle frente. No existe más margen para una flexibilización"*

[monetaria]". La misma preocupación la expresa Claudio Borio/9, economista del BRI (Banco de Pagos Internacional, con sede en Basilea), en la presentación de su informe anual: "Los tipos de interés han sido extraordinariamente bajos durante un tiempo extraordinariamente largo. Reflejan la respuesta de los bancos centrales y de los actores del mercado a una recuperación post-crisis inhabitualmente débil, como si estuvieran tanteando a ciegas para encontrar nuevas certitudes". Dicho de otro modo, a la política monetaria se le ha pedido más de la cuenta para relanzar el crecimiento.

### Acumulación de deudas

El resultado es una enorme acumulación de deudas privadas y públicas. Según un estudio del McKinsey Global Institute/10, *representan casi 200 billones de dólares a escala mundial; es decir el 286 % del PIB mundial, contra el 269 % en 2007, antes del estallido de la crisis. Esta progresión resulta particularmente neta para la deuda de los Estados, pero también para la de las empresas (gráfico 2)*

Gráfico 2  
Deudas mundiales acumuladas



Fuente: McKinsey Global Institute

Esta tendencia concierne especialmente a la deuda de las empresas no financieras de los países emergentes, que se ha cuadruplicado entre 2004 y 2014. El FMI se pregunta si hay que inquietarse por ello /11 y recomienda prepararse para el endurecimiento de las condiciones para la financiación. Como las economías financieras van "a normalizar sus políticas monetarias, los mercados emergentes deberían prepararse para un incremento de quiebras de empresas".

Por tanto, este panorama conduce a dos escenarios de cara al desencadenamiento de la próxima crisis. El primero fue descrito por François Morin en su último libro/12. Su punto de partida es la existencia de burbujas financieras en torno a las deudas públicas pero, también, en los mercados financieros drogados por tipos de interés muy bajos. El elemento desencadenante podría ser la quiebra de un banco sistémico, con reacción en cadena sobre otros grandes bancos.

El segundo escenario nos remite a las inquietudes del FMI en relación a los países emergentes. El elemento desencadenante sería entonces, un incremento del tipo de interés del FED de Estados Unidos; el endurecimiento de las condiciones financieras evocadas por el FMI. Esto conduciría a una explosión de las burbujas, comenzando por los países emergentes y, evidentemente, con repercusiones sobre el conjunto de las finanzas mundiales.

En resumen, actualmente están reunidos los factores de riesgo en torno a esta contradicción: de un lado, las políticas de *flexibilización monetaria* no repercuten en la economía real, alimentan las burbujas y sitúan a las finanzas mundiales en una trayectoria que no puede continuar así *sine die*. Pero el incremento de los tipos de interés provocaría la explosión incontrolada de las burbujas, en un contexto en el que los Estados apenas tienen munición para salvar de nuevo a los bancos.

#### *En defensa del capital ficticio*

Así pues, Christine Lagarde tiene razón cuando habla de las "*secuelas de la crisis financiera mundial*". Más en concreto, el esquema global es el siguiente: el periodo precedente de la crisis se caracterizó por una enorme acumulación de capital ficticio; dicho de otro modo, de derecho adquiridos sobre la plusvalía producida por la explotación del trabajo asalariado. Para que el capitalismo despegue de nuevo sobre bases sanas, hubiera sido necesario destruir ese capital ficticio (y también, sin duda, una parte del capital productivo). Ha habido pérdidas, pero las políticas desarrolladas en todo el mundo han estado guiadas por un principio básico: preservar el capital ficticio y los derechos adquiridos que representan. Esto se ha hecho de dos maneras: de una parte, a través de convertir las deudas privadas en deudas públicas y mediante una punción sobre el plus valor a través de las medidas de austeridad; de otra parte, por la inyección masiva de liquidez. En el primer caso, se puede decir que el capitalismo respeta la ley del valor porque busca ajustar la ratio capital ficticio/plusvalía aumentando la plus-valía. En el segundo, por el contrario, trata de negar o contornear la ley del valor operando sobre el numerador. Por tanto, en su sentido más profundo, la próxima crisis se podrá interpretar como una severo recuerdo de la [existencia de la] ley del valor.

Incluso si privilegia la austeridad a través de "reformas estructurales", la Europa capitalista se vuelve, con cierto atraso, hacia soluciones artificiales. Existe la *flexibilización monetaria* al estilo Juncker que patina tanto como en Estados Unidos. Pero hay más: la última gran idea de la Comisión europea fue la de lanzar una "iniciativa para la titularización"/13 como parte de un proyecto más amplio de "unión de mercados de capitales". Bajo la cobertura de su reglamentación, el objetivo real es el de relanzar la titularización/14 pero esta vez "con seguridad total", para obtener por esa vía "más de 100 mil millones de euros de financiación suplementaria"; es decir, la mitad de los niveles anteriores a la crisis. No hay que olvidar que este objetivo también lo fue del FMI en... octubre del 2009, cuando intentaba "discernir cómo la titularización podría contribuir positivamente a la estabilidad financiera y al crecimiento económico durable"/15. He aquí un ejemplo terrible de la voluntad del sistema para favorecer el crecimiento del capital ficticio.

#### La inestabilidad de la economía mundial

Antes de la crisis, la economía mundial estaba estructurada en torno al eje China-Estados Unidos, a menudo bautizada como "Chinamérica"/16. Este eje está camino de deshilacharse y es, sin duda, uno de los elementos fundamentales de la remodelación de la economía mundial.

### *El fin de la Chinamérica*

La desinversión es simétrica: de un lado, el modelo estadounidense se aleja de su funcionamiento anterior a la crisis -crecimiento a base de crédito- debido a la recuperación de la capacidad de ahorro de los hogares y de una menor dependencia energética. Estos dos factores reducen el papel de motor de la economía mundial otorgado hasta entonces a EE UU.

Por su parte China había entrado en una fase de transición, es verdad que dura y difícil, hacia un modelo centrado en la demanda interior. Y en todo caso alejada del crecimiento basado en las exportaciones: su participación en el PIB chino ha pasado del 36 % en 2006 al 26 % actualmente. La complementariedad entre las dos grandes economías se reduce y esta retracción, con sus efectos colaterales en los países emergentes y Europa, desequilibra toda la economía mundial.

Esta reorientación de la economía china se manifiesta a través de un cambio en la estructura de su comercio exterior<sup>17</sup>, que también contribuye a la ralentización del comercio mundial. Lo que constituye otro elemento inquietante para los economistas que se interrogan sobre sus causas y se plantean si se trata de un fenómeno pasajero o más estructural. Todo hace pensar que se trata de un cambio de tendencia a largo plazo<sup>18</sup>, que se corresponde con la ralentización del fraccionamiento de las cadenas de valor.

Esta organización de la producción, a caballo entre diferentes zonas de la economía mundial, característica de la globalización contemporánea, está a punto de alcanzar su límite, al igual que el crecimiento del comercio mundial a un ritmo más rápido que el PIB que había impulsado. Este fenómeno afecta fundamentalmente a China, pero también a EE UU, Corea y Japón, lo que confirma que el eje China-EE UU está a punto de deshacerse.

### *Desincronización y volatilidad*

La inestabilidad de la economía mundial se agrava aún más debido a la desincronización de las coyunturas entre EE UU y la zona euro. Un estudio minucioso del FMI<sup>19</sup> muestra que estas divergencias tienen efectos colaterales (*spillovers*) importantes. Ahí también, los autores ponen de relieve su inquietud, planteándose "*si el despegue de EE UU no sólo podría reforzar el dólar frente al euro sino también incrementar los tipos de interés en la zona euro, o si la flexibilización monetaria en la zona euro podría no solo debilitar al euro, sino continuar presionando a la baja en los rendimientos de EE UU*".

El mismo documento arroja una luz interesante en lo que concierne a los países emergentes. Sus autores distinguen dos canales de transmisión. El canal "tradicional" es que los capitales van hacia la zona (EE UU o zona euro) aprovechando un repunte del crecimiento, que tendrá por efecto una apreciación de la moneda de la zona que se beneficie de esta afluencia de capitales. Pero también identifican otro canal, originado por la atracción del riesgo (*risk-appetite*): los capitales anticipan la recuperación en los países emergentes provocada por la de la zona del "centro" (EE UU o zona euro). Este flujo de capitales en los países emergentes conducirá a una apreciación de su moneda.

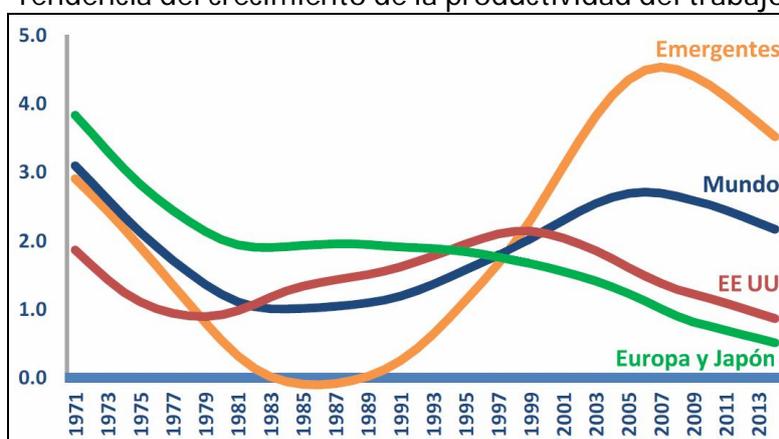
Estos análisis muestran que el funcionamiento de la economía mundial escapa a cualquier regulación y que los países emergentes están expuestos a movimientos de capitales que, salgan o entren, tienen efectos desestabilizadores. El período actual se caracteriza precisamente por un incremento de la volatilidad de estos movimientos de capitales.

### El agotamiento de los incrementos de productividad

Durante la presentación de las últimas previsiones de la OCDE, su economista-jefe, Catherine Mann, subrayó que *"la ralentización del crecimiento potencial en los países avanzados es una preocupación permanente"*/20. Christine Lagarde, por el FMI, hizo referencia a la *"nueva mediocridad"* o, dicho de otro modo, *"al riesgo de un persistente crecimiento débil"* que, según ella, se acerca.

Como base de estas afirmaciones está el agotamiento de los incrementos de productividad. Esta tendencia no es nueva, porque se desencadenó en los países avanzados a mediados de los años 1980, con fluctuaciones fuertes en el caso de EE UU. Pero, al final, los países emergentes tomaron el relevo y los incrementos de productividad que lograron pudieron ser captados en gran parte por los "viejos países capitalistas". Al inicio de la crisis, los países emergentes sostuvieron el crecimiento mundial. Pero puede ser que esta gran transformación de la economía mundial haya llegado a un punto de inflexión: en efecto, los datos más recientes del *Conference Board* muestran que el crecimiento de la productividad horaria del trabajo ha retrocedido de forma neta en los países emergentes desde el inicio de la crisis (ver gráfico 3)

Gráfico 3  
Tendencia del crecimiento de la productividad del trabajo



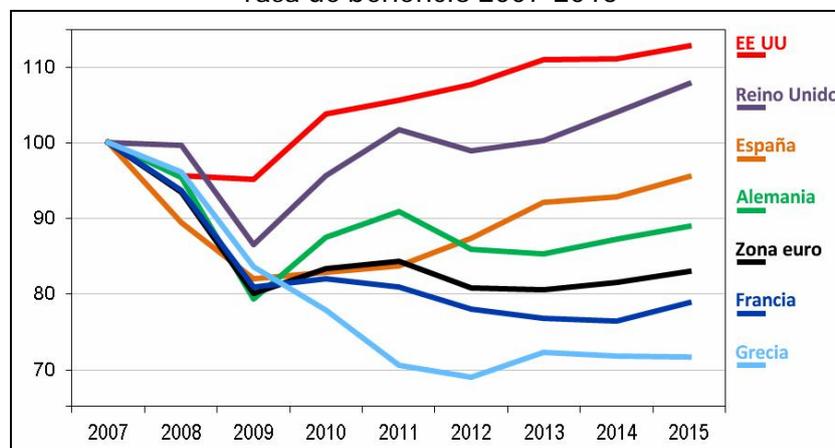
Fuente : The Conference Board/21

Ahora bien, la productividad y, más en concreto, la productividad global de los factores es un elemento fundamental en la dinámica de la tasa de beneficio. Sin embargo, esta última se ha recuperado en los principales países capitalistas a pesar del agotamiento de la productividad/22. Esta proeza sólo ha sido posible por la puesta en pie de toda una serie de dispositivos: financiarización, endeudamiento, desigualdades, reducción de las rentas salariales, etc. Al mismo tiempo, la rarificación de las oportunidades para inversiones rentables ha conducido a un estancamiento de las tasas de inversión productiva.

### Discrepancias en las tasas de beneficio

El capitalismo no tiene otra alternativa que encarrilar el modelo neoliberal intentando, para ello, reducir los factores de desequilibrio. Evidentemente, en esta búsqueda de una salida para la crisis, la cuestión clave es la recuperación de la tasa de beneficio que, fundamentalmente, no puede pasar más que por el incremento de la tasa de explotación. Ahora bien, lo que resulta chocante es la dispersión de los panoramas. Entre los países avanzados, asistimos a un desmembramiento de las tasas de beneficio, a la vez entre EE UU y la zona euro y en el interior de ésta última (ver gráfico 4). Este fenómeno implica un endurecimiento de la competencia entre las multinacionales, que es susceptible de derivar en un repliegue general de las tasas de beneficio. En todo caso, es lo que anuncia el Instituto McKinsey/23, que prevé que los beneficios de las transnacionales (*global corporate profit*) pasen del 9,8 % mundial en 2013 al 7,9 % en 2025, situándose más o menos al nivel de 1980.

Gráfico 4  
Tasa de beneficio 2007-2015



Base 100 en 2007. Fuente : Ameco, 'Net returns on net capital stock: total economy'. \* ver el [infográfico](#) mas detallado .

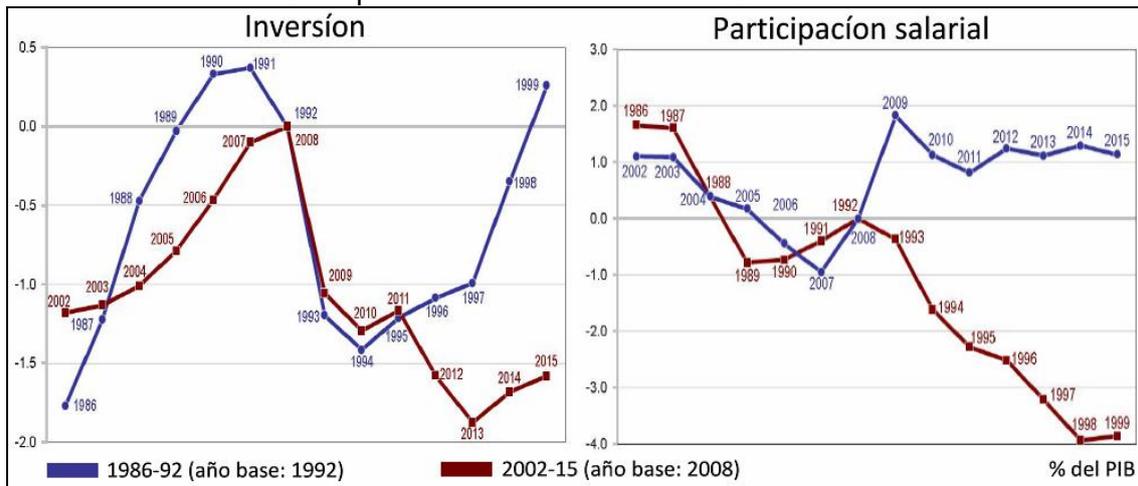
### No hay beneficios, no hay recuperación

Estas divergencias se pueden ilustrar a través de un análisis más detallado de la coyuntura en la zona euro. Este ejercicio lo ha llevado a cabo recientemente la Comisión europea/24: en él se comprara la tímida "recuperación" actual con otros episodios de la recuperación. Los resultados de este estudio están ilustrados en el gráfico 5, que compara el ciclo 2002-2015 con el precedente de 1996-1999. En ambos casos, el año de referencia es el año que precede al punto más bajo (1992 y 2008, respectivamente). Se examinan dos variantes claves en la dinámica del capitalismo: las inversiones y la parte de los salarios. En los dos casos, el beneficio es comparable en lo que respecta a la fase del ciclo que precede a la recesión. Pero lo que ocurre después nos lleva a dos historias muy diferentes.

Tras la recesión de 1993, la inversión cae, pero se restablece progresivamente y, al cabo de seis años, recupera el nivel previo a la crisis. La participación salarial [en la renta nacional] , que comenzó a aumentar ligeramente a partir de su punto más bajo en 1989, vuelve a una inexorable tendencia a la baja y retrocede casi cuatro punto del PIB entre 1992 y 1999. Se trataba de una buena salida de la recesión para el capitalismo, con una mejora de la rentabilidad y una recuperación de la acumulación.

Pero lo que acontece tras el estallido de la última crisis no tiene que ver con un ciclo clásico. La parte salarial aumentó fuerte en 2009, después bajó y hoy en día está estabilizada en un nivel superior en dos puntos del PIB a su nivel previo a la crisis. Dicho de otro modo, no se ha restablecido la rentabilidad del capital. Y vemos los efectos sobre la inversión: comenzó a repuntar en 2011, siguiendo el perfil de la precedente recesión. Después, la intensificación de las políticas de austeridad condujo a la caída doble (*double dip*) del crecimiento y la inversión retrocedió de nuevo antes de recuperarse en 2014. Pero actualmente continúa siendo inferior en un punto y medio del PIB en relación a su nivel previo a la crisis.

Gráfico 5  
Dos episodios de la recesión en la zona euro



### Causas financieras y efectos reales

Comprender como interactúan la finanza y la producción es una tarea fundamental pero difícil. Un reciente estudio de los economistas del BRI/25 (Banco de pagos internacional) permite aclarar esta cuestión a partir de un modelo que relaciona las "causas financieras" y sus "efectos reales". Los autores construyen un índice a partir de lo que contribuye el reparto sectorial del empleo al crecimiento medio de la productividad. Después muestran que este índice está significativamente correlacionado (negativamente) a los booms financieros. Dicho de otro modo, cuando el crédito aumenta más rápido que el PIB, el empleo se desplaza hacia sectores con una productividad inferior. También muestran que el valor de este índice antes de una crisis financiera determina la trayectoria posterior de la productividad. Y ese mecanismo se retroalimenta porque el recurso al crédito alimenta [la tendencia] que estaría tratando de contrarrestar; a saber, la ralentización de la productividad. Esta modelización de la relación entre la eficacia productiva y las derivas financieras parece especialmente pertinente para analizar la crisis de la zona Euro.

### La crisis que viene

Después de este análisis somero una cosa es segura: la "Gran recesión" ha abierto un período de "regulación caótica" a escala mundial. Hoy en día la perspectiva de una nueva crisis parece casi inevitable y es difícil discernir donde se dará el punto de ruptura (¿la bolsa, la banca, la deuda, el tipo de cambio?), pero este episodio será en todo caso la expresión de profundas contradicciones estructurales.

Hoy en día el capitalismo mundial se encuentra sometido a una tensión fundamental. De un lado, la gestión de la crisis que estalló en 2008 se abordó según dos principios fundamentales: no arreglar las cuentas (sus "secuelas"), y reconstituir el modelo neoliberal previo a la crisis tratando de controlar sus efectos más nocivos. En la práctica se trata de garantizar los derechos adquiridos por el "1 %" y la libertad de acción de los bancos y las multinacionales. Pero, actualmente, el mecanismo fundamental del dinamismo del capitalismo, a saber los incrementos de productividad, está agotándose.

Esta configuración conduce a interacciones complejas entre las evoluciones que se dan en el seno de la esfera productiva y el manejo de los instrumentos financieros y monetarios. Por ello, como en 2007-2008, el punto de desencadenamiento de la próxima crisis no bastará para sacar a la luz sus causas profundas.

[Les coordonnées de la crise qui vient](#), *A l'encontre*, 23 Octobre 2015

Traducción VIENTO SUR

Notas

1/ Christine Lagarde, "[Gérer la transition vers une économie mondiale plus saine](#)", 30/09/2015.

2/ Jacques Attali, "[La crise, Acte 2](#)", 17/08/2015.

3/ FMI, "[Uncertainty, Complex Forces Weigh on Global Growth](#)", World Economic Outlook, octubre 6, 2015.

4/ Richard Fisher, "[Monetary Policy and the Maginot Line](#)", julio 16, 2014.

5/ *Money, the life-blood of the nation / Corrupts and stagnates in the veins / Unless a proper circulation/ Its motion and its heat maintains.*

6/ BIS, "[85th Annual Report](#)", junio 2015.

7/ Lawrence Summers, "[The global economy is in serious danger](#)", *The Washington Post*, octubre 7, 2015.

8/ Michel Husson, "[Estancamiento secular: un capitalismo empantanado?](#)" en VIENTO SUR, junio 2015

9/ Claudio Borio, "[Media briefing on the BIS Annual Report 2015](#)", 24/06/2015.

10/ McKinsey Global Institute, "[Debt and \(not much\) deleveraging](#)", febrero 2015.

11/ FMI, *Global Financial Stability Report*, October 2015. Capítulo 3: "[Corporate leverage in emerging markets—a concern?](#)".

12/ François Morin, "[L'hydre mondiale : l'oligopole bancaire](#)", *Lux*, 2015 ; ver [este vídeo](#) del autor.

13/ Comisión europea, "[Initiative sur la titrisation](#)", septiembre 2015.

14/ Comisión europea, "[Capital Markets Union](#)", flyer, septiembre 2015.

15/ FMI, *Global Financial Stability Report*, October 2009. Capítulo 2: "[Restarting Securitization Markets: Policy Proposals and Pitfalls](#)".

16/ Michel Husson, "[Chine-USA. Les lendemains incertains de la crise](#)" *Nouveaux Cahiers Socialistes* n° 2, Montréal, septiembre 2009 ; "[États-Unis : la fin d'un modèle](#)", *La Brèche* n° 3, 2008.

17/ Michel Husson, "[La fin de l'émergence du Sud?](#)", *A l'encontre*, 22/03/2015.

18/ Sébastien Jean, "[Le ralentissement du commerce mondial annonce un changement de tendance](#)", *La lettre du Cepii* n° 356, septiembre 2015.

- 19/ ["Big Players Out of Synchrony: Spillovers Implications of US and Euro Area Shocks"](#), IMF Working Paper, septiembre 2015.
- 20/ Catherine Mann, ["Puzzles and uncertainties"](#), *OECD Interim Economic Outlook*, septiembre 2015.
- 21/ The Conference Board, ["Productivity Brief 2015"](#).
- 22/ Michel Husson, ["Los límites del keynesianismo"](#) en VIENTO SUR, febrero 2015.
- 23/ McKinsey Global Institute, ["The new global competition for corporate profits"](#), septiembre 2015.
- 24/ ["The euro area recovery in perspective"](#), European Commission, *Quarterly Report on the Euro Area*, nº 3, 2015.
- 25/ Claudio Borio *et al.*, ["Labor Reallocation and Productivity Dynamics: Financial Causes, Real Consequences"](#), BIS, mayo 2015.