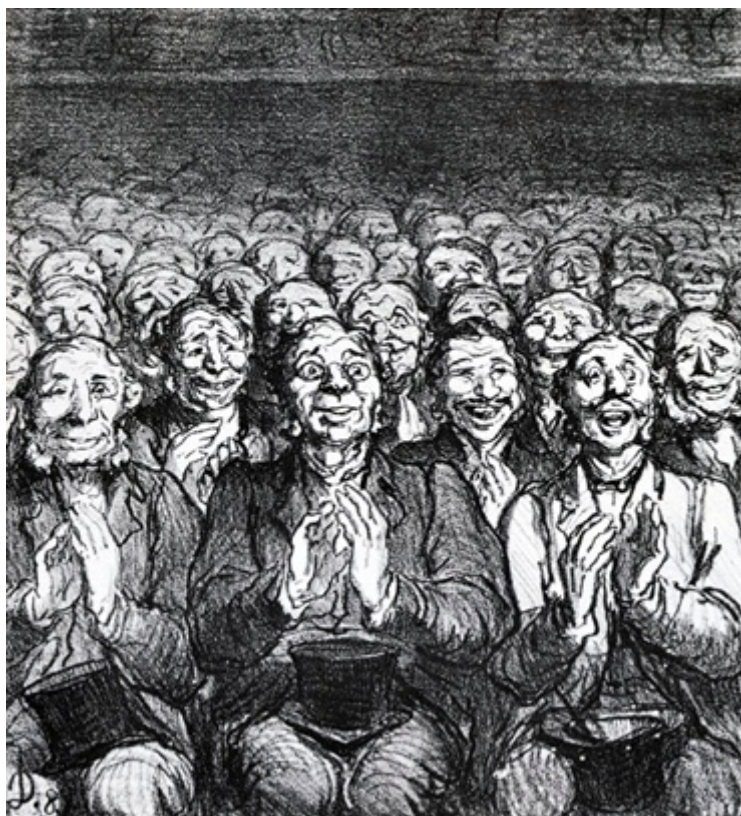


¿Auge o crisis?



Michael Roberts 08/12/2017

La semana pasada, la OCDE publicó su último Panorama Económico Mundial.

Los economistas de la OCDE estiman que “la economía mundial está creciendo a su ritmo más rápido desde 2010, con una recuperación cada vez más sincronizada entre los distintos países. Este esperado giro al crecimiento global, gracias a las políticas de estímulo, va acompañada de un aumento sólido del empleo, una moderada recuperación de la inversión y un relanzamiento del crecimiento del comercio”.

Si bien el crecimiento económico mundial se está acelerando un poco, la OCDE cree que “per cápita, el crecimiento caerá por debajo de las tendencias anteriores a la crisis en la mayoría de las economías de la OCDE y no OCDE”. Así que la economía mundial todavía no ha salido de la larga Depresión que comenzó en 2009.

La OCDE continúa: “Mientras que la mejora cíclica a corto plazo es bienvenida, sigue siendo modesta en comparación con los estándares de recuperaciones anteriores. Por otra parte, las perspectivas de continuar este crecimiento global con fuerza hasta el 2019 y asegurar las bases para

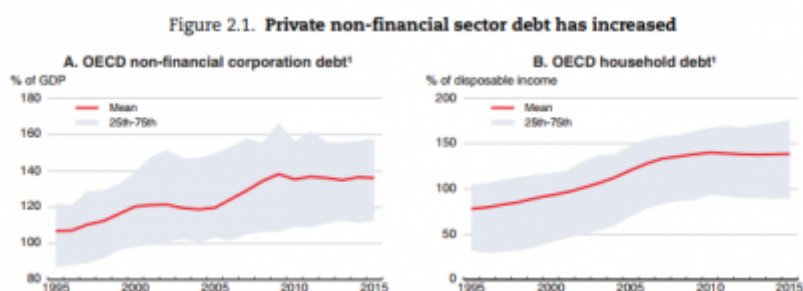
una mayor producción potencial y un crecimiento más resistente e inclusivo todavía no aparecen. Los efectos persistentes de un crecimiento por debajo de las tendencias después de la crisis financiera aún están presentes en la evolución de la inversión, el comercio, la productividad y los salarios. Se prevén algunas mejoras en 2018 y 2019, si las empresas que realizan inversiones nuevas para mejorar su capital social, pero esto no será suficiente para compensar totalmente las deficiencias del pasado, y por lo tanto las ganancias de productividad seguirán siendo limitadas”.

La OCDE también cree que gran parte de la reciente recuperación es ficticia, que se centra en los activos financieros y los bienes inmuebles. “Los riesgos financieros también están aumentando en las economías avanzadas, con el largo periodo de bajas tasas de interés para fomentar una mayor aceptación de riesgos y nuevos aumentos en la valoración de los activos, incluso en los mercados de vivienda. Es decir, las inversiones productivas que generen los recursos necesarios para pagar las obligaciones financieras asociadas (así como cumplir otros compromisos con los ciudadanos) parecen insuficientes”.

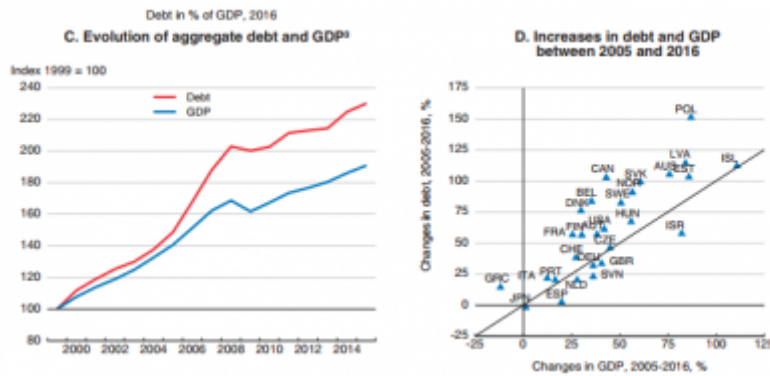
De hecho, en promedio, la inversión en 2018-19 se situará en torno a un 15% inferior al nivel requerido para asegurar que el capital productivo neto crece al mismo ritmo promedio anual que en 1990-2007.

La OCDE concluye que, si bien el crecimiento económico global será más rápido en 2017 y 2018, este será el pico. Después de eso, el crecimiento económico mundial se debilitará y permanecerá muy por debajo del promedio anterior a la Gran Recesión. Esto se debe a que el crecimiento global de la productividad (producción por persona empleada) sigue siendo bajo y el crecimiento del empleo se acerca a su pico. Se trata de una 'combustión lenta' de un crecimiento económico que se debilita.

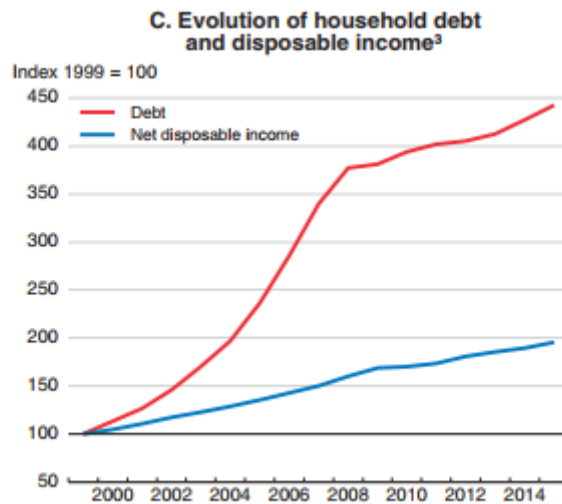
Pero aún más preocupante para el capitalismo global es la perspectiva de una nueva crisis económica, nueve años después de la última. En un capítulo de Perspectivas de la economía mundial, los economistas de la OCDE plantean el problema de los elevados niveles de deuda (tanto del sector público como del privado) desde 2009. “A pesar de algún desapalancamiento en los últimos años, el endeudamiento de los hogares y las empresas no financieras se mantiene en niveles históricamente altos en muchos países, y sigue aumentando en algunos”. La deuda de las empresas no financieras (NFC) aumentó en relación con el PIB a mediados de la década de 2000, en general, alcanzando un máximo en el inicio de la crisis financiera global y se mantiene estable desde entonces.



Después de un ajuste a la baja limitado durante el período posterior a la crisis, la relación deuda-PIB de las NFC ha vuelto a aumentar.

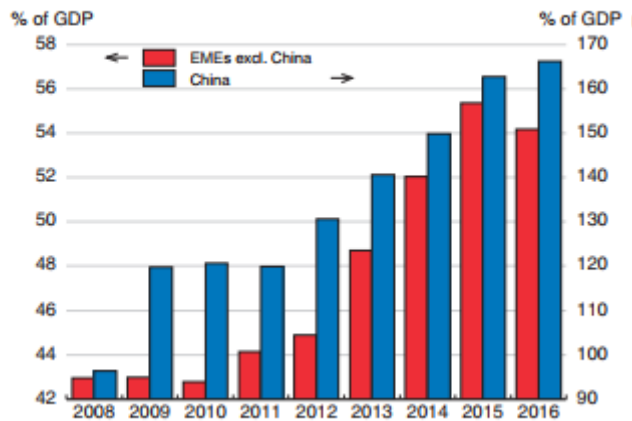


Las tasas de la deuda doméstica en relación con sus ingresos también aumentaron significativamente hasta 2007 y se estabilizaron en niveles históricamente altos en la mayoría de las economías avanzadas. El aumento del ratio deuda-ingreso fue impulsado por la aceleración de la acumulación de la deuda antes de la crisis, con un crecimiento del ingreso de los hogares dejen que ha impedido el desapalancamiento posterior.



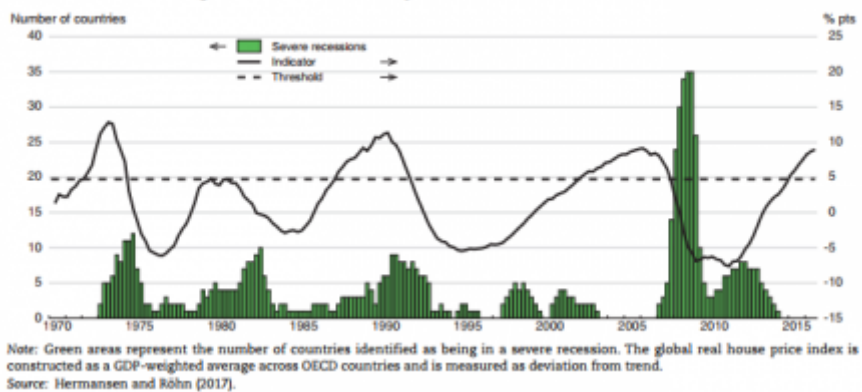
Y como ya he informado en anteriores artículos, las empresas no financieras (NFC) en las llamadas economías emergentes han aumentado considerablemente la carga de su deuda en los últimos nueve años, de modo que ahora, 'bicicletean' esta deuda a medida que madura hasta suponer cerca de la mitad de la emisión bruta de títulos de deuda internacionales en 2016. En otras palabras, cada vez más se emite deuda para pagar la deuda anterior.

A. Corporates in EMEs have accumulated significant debt



La OCDE señala que existe evidencia empírica de que el alto endeudamiento aumenta el riesgo de recesiones graves. Además, si los precios de los activos “ficticios”, como acciones o propiedades inmobiliarias, no son proporcionales en relación con el valor de los bienes de producción (es decir, la inversión de capital), es otra señal de que se acerca una recesión. Actualmente, ninguna economía de la OCDE está en recesión (definida como dos trimestres consecutivos de caída del PIB), pero el índice global de precios de la vivienda está alcanzando su nivel máximo, superior a la media tendencial de las recesiones en el pasado.

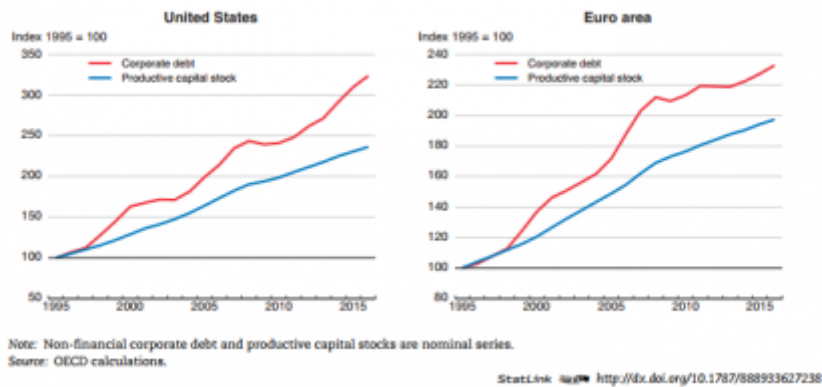
Figure 2.16. Real estate dynamics and severe recessions



Note: Green areas represent the number of countries identified as being in a severe recession. The global real house price index is constructed as a GDP-weighted average across OECD countries and is measured as deviation from trend.
Source: Hermansen and Röhn (2017).

El capitalismo necesita crédito para superar los 'bultos' cíclicos en la inversión de capital y suavizar la liquidez de efectivo. Pero, como argumenta Marx, una expansión del crédito 'excesiva' es señal de que la rentabilidad de la inversión productiva está cayendo. La OCDE lo expresa así: “Si el endeudamiento se utiliza bien, el mayor endeudamiento contribuye al crecimiento económico mediante el aumento de la capacidad productiva o de la productividad. Sin embargo, en muchas economías avanzadas, la posterior acumulación de deuda corporativa después de la crisis no se ha traducido en un aumento de inversión de capital en las empresas”.

Figure 2.18. The disconnect between debt and investment



La versión de la OCDE es que la combinación posterior a la crisis del aumento de la deuda corporativa y el aumento a niveles históricos altos de la recompra de acciones puede sugerir que, en lugar de financiar la inversión, las empresas están utilizando la deuda para devolver fondos a los accionistas. Esto refleja “el pesimismo sobre la demanda futura y el crecimiento económico, lo que lleva a las corporaciones a diferir la inversión de capital y devolver dinero en efectivo a sus accionistas por falta de oportunidades de inversión atractivas”. Por otra parte, las empresas con un persistente alto nivel de endeudamiento y bajos beneficios pueden llegar a ser crónicamente incapaces de crecer y se convierten en empresas “zombi”. Así que la “congestión” zombi puede reducir el crecimiento potencial productivo al obstaculizar la reasignación de recursos hacia las empresas más dinámicas de mayor productividad.

Así que la versión de la OCDE es que el crecimiento económico mundial se está acelerando y hay pocas señales de caída de la producción en un futuro inmediato, incluso si el crecimiento puede mantenerse muy por debajo del promedio anterior a la crisis. Pero hay riesgos por delante, dados los todavía muy altos niveles de deuda y la burbuja de especulación en activos financieros que podría desinflarse si la rentabilidad y el crecimiento caen.

Esto es casi la misma versión del FMI en el último informe del FMI sobre la estabilidad financiera mundial, al que me referí en una reciente nota. Cómo señala el FMI: “La carga del servicio de la deuda del sector privado ha aumentado en varias economías importantes en la medida que lo ha hecho el apalancamiento, a pesar de la disminución de los costes de endeudamiento. La presión del servicio de la deuda podría aumentar aún más si el apalancamiento sigue creciendo y podría conducir a un mayor riesgo crediticio en el sistema financiero”.

Comentario del FMI: “Mientras que la acumulación de la deuda no es necesariamente un problema, una lección de la crisis financiera global es que la deuda excesiva que crea problemas en el servicio de la deuda puede provocar tensiones financieras. Otra lección es que los pasivos brutos importan. En un período de estrés, es poco probable que todo el stock de activos financieros pueda ser vendido a valores reales de mercado y algunos activos puede ser invendibles en condiciones de falta de liquidez”. Así que “si hay perturbaciones adversas, se podría formar un bucle de retroalimentación, que endurecería las condiciones financieras y aumentaría la probabilidad de incumplimiento, como ocurrió durante la crisis financiera global”.

El FMI resume el riesgo: “Una continua acumulación de cargas de la deuda y sobre-valoración de los activos podría tener repercusiones económicas globales. ... una revaloración de los riesgos podría conducir a un aumento de los diferenciales de crédito y una caída de los precios del mercado de capitales y de vivienda, descarrilando la recuperación económica y socavando la estabilidad financiera”.

El FMI plantea un escenario aún más desagradable para la economía mundial que la OCDE en 2020. Sí, la fase actual de 'boom' puede continuar. Los precios de las acciones y de la vivienda pueden continuar subiendo. Pero esto lleva a los inversores a ir más allá de sus límites de riesgo tradicionales, en la medida en que la búsqueda de rentabilidad se intensifica a pesar del aumento en las tasas de interés políticas de los bancos centrales. Y se llega a un 'momento Minsky' .

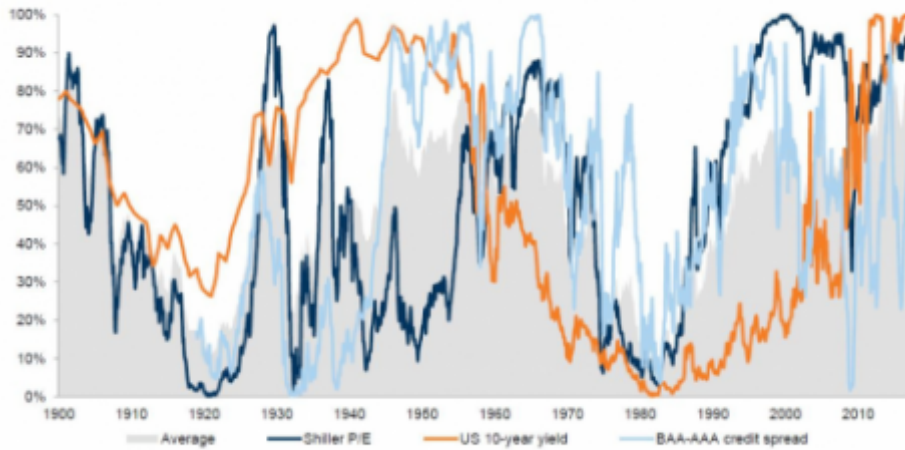
Entonces estalla la burbuja, con descensos de hasta el 15 y el 9 por ciento en la bolsa y el precios de la vivienda, respectivamente, a partir de comienzos de 2020. Las tasas de interés sube y aparecen las presiones sobre el servicio de la deuda, a medida que las ratios de deuda/ingresos hacen a los prestatarios más vulnerable a los choques. “Las vulnerabilidades subyacentes de hacen patentes y la recuperación global se interrumpe”. El FMI estima que la economía mundial podría tener una caída grave equivalente a un tercio de la crisis financiera global de 2008-9, con una reducción de la producción mundial de un 1,7 por ciento a partir de 2020 de 2022, relativa a la tendencia de crecimiento.

¿El alto nivel de deuda en el sector empresarial a nivel mundial finalmente derribará el castillo de naipes del capital ficticio y generará una nueva crisis mundial? ¿Cuando es excesivo el crédito y el precio de los activos financieros una burbuja?

La clave para mí, como saben mis lectores, es lo que suceda a la rentabilidad del capital en las principales economías. Si la rentabilidad aumenta, a continuación, la inversión empresarial y el crecimiento económico seguirán - pero también viceversa. Pero si la rentabilidad y los beneficios caen, la deuda acumulada se convertirá en una carga importante. Finalmente, los zombis comienzan a quebrar, la crisis se difunde en todos los sectores y se produce una depresión. Los precios financieros colapsarán rápidamente hacia el valor real de sus activos productivos subyacentes.

De hecho, según los economistas de Goldman Sachs, los precios de los activos financieros (bonos y acciones) se encuentran actualmente en su nivel más alto ¡desde 1900!

Exhibit 12: Valuation frustration - both bonds and equities appear expensive
Valuation percentile (since 1871 for S&P 500 & US 10-year yields, 1919 for BAA spreads)



Source: Shiller, Goldman Sachs Global Investment Research

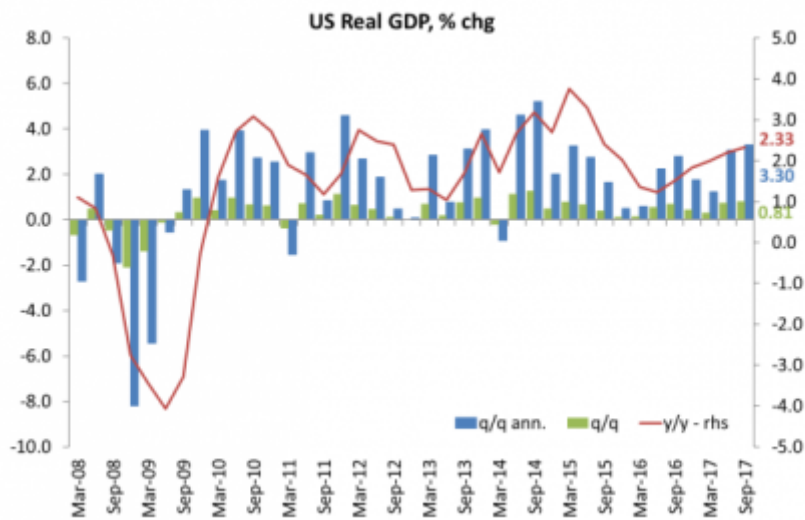
Lo que los informes de la OCDE y el FMI muestran es que si hay un descenso en la rentabilidad, la próxima recesión será severa, dado que la deuda privada (tanto de empresas como de familias) no ha sido 'desapalancada' en los últimos nueve años - de hecho, ha ocurrido lo contrario. Como ya he dicho, en mi papel sobre la deuda en 2012: "El capitalismo queda ahora con una enorme carga de deuda, tanto en el sector público como en el privado, que llevará años desapalancar para recuperar la rentabilidad. Por lo tanto, en contra de algunas de las conclusiones de la teoría económica convencional, la deuda (la deuda del sector privado, en especial) sí importa".

Por ahora, la economía mundial está haciendo una modesta recuperación del estancamiento que parecía dominar de finales de 2014 hasta mediados de 2016. El área económica de la zona euro está experimentando una aceleración del crecimiento con la tasa más alta desde el final de la Gran Recesión.

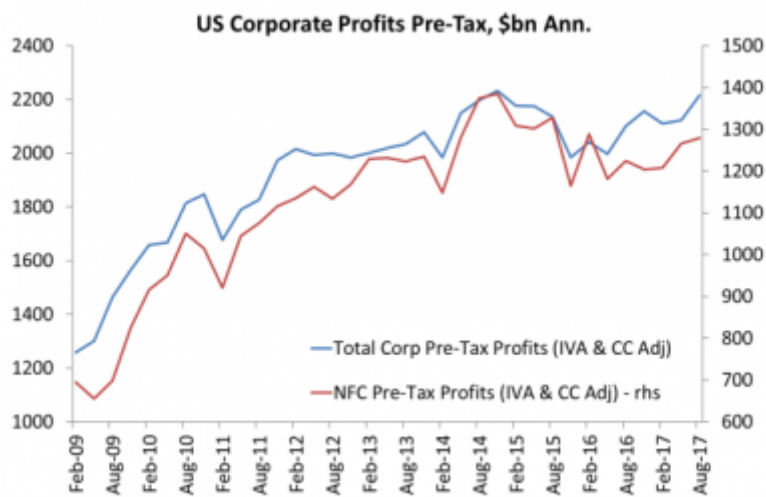


SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | EUROSTAT

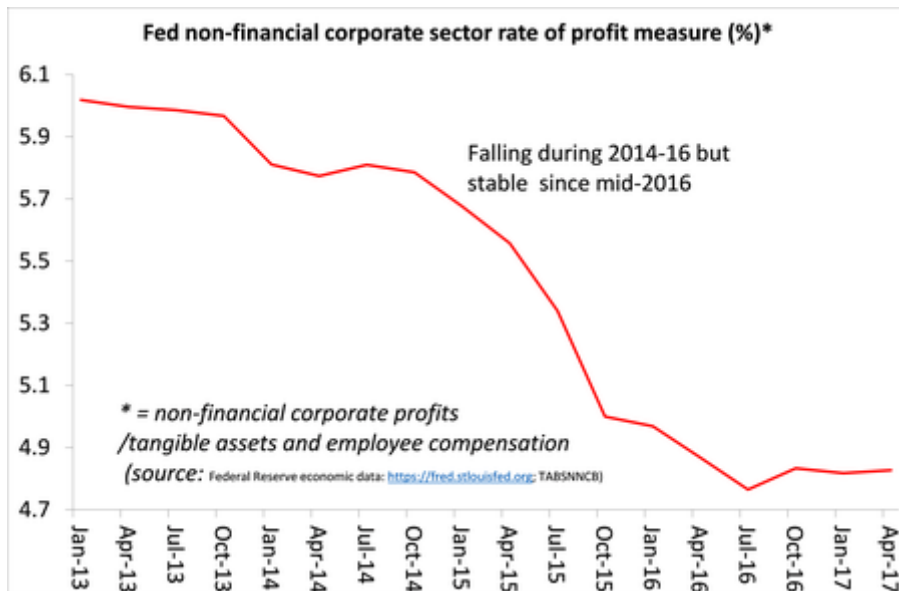
Japón también se está acelerando, sobre la base de una divisa débil que está favoreciendo las exportaciones. Y las últimas cifras de los EE.UU. muestran un aumento anualizado del 3,3% en el tercer trimestre de 2017, situando el crecimiento anual en el 2,3%, todavía por debajo de las tasas alcanzadas en 2014, pero mucho mejor que en 2016 (1,6%). Y la previsión para este trimestre actual es similar.



En cuanto a los beneficios empresariales y la inversión, los datos más recientes muestran que los beneficios de las empresas estadounidenses estaban aumentando en más del 5-7% anual antes de impuestos, aunque excluyendo las ganancias ficticias, sobre todo del sector financiero, es evidente que la masa de beneficios es aún muy inferior al pico de finales de 2014.

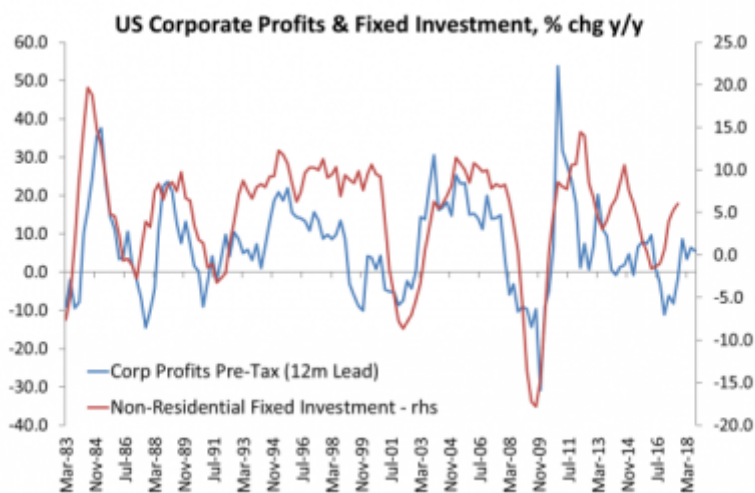


Y como he mostrado en una nota reciente, la rentabilidad ha disminuido desde 2014.

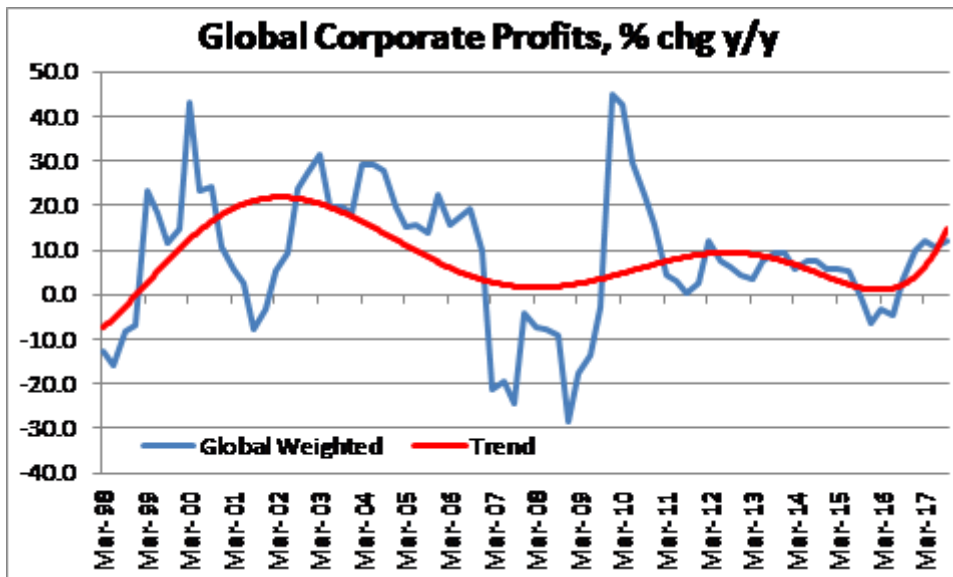


Hay una alta correlación y causalidad entre el movimiento de las ganancias y la inversión productiva.

Y así se confirma en los datos más recientes de los EEUU. A medida que las ganancias corporativas se han recuperado de la crisis de 2015-16, la inversión empresarial ha tenido una mejora modesta.



En cuanto a los beneficios de las empresas globales, no tenemos todos los datos para el T3 de 2017, pero parece que seguirán siendo ascendentes.



Así que, en general, el crecimiento económico mundial ha mejorado en 2017 y, hasta el momento, parece probable que lo haga en 2018 también. Las ganancias corporativas están aumentando y deben ayudar a la inversión empresarial. Sin embargo, la rentabilidad del capital sigue siendo débil y cerca de los mínimos de la posguerra, mientras que la deuda de las empresas nunca ha sido mayor.

Cualquier repunte sostenido de los costes de las tasas de interés (y la Reserva Federal de Estados Unidos continúa aumentándolas) incrementará la carga del servicio de la deuda. Así que si las ganancias corporativas alcanzan su punto máximo y caen en un año o dos, tendremos una recesión importante.

Michael Roberts

es un reconocido economista marxista británico, que ha trabajado 30 años en la City londinense como analista económico y publica el blog The Next Recession.

Traducción G. Buster **Fuente:**

<https://thenextrecession.wordpress.com/2017/12/01/boom-or-bust/>

URL de origen (Obtenido en 23/10/2018 - 13:22):

<http://www.sinpermiso.info/textos/auge-o-crisis>