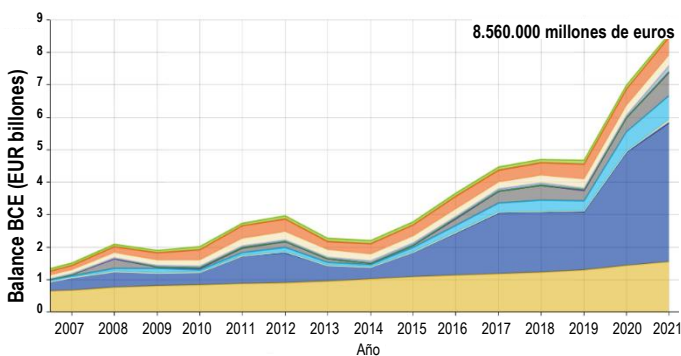
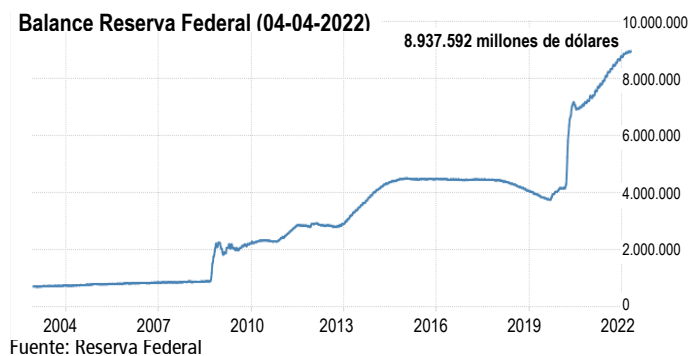


## DESARROLLO DE LA SOBREPRODUCCIÓN DE CAPITALES

### Volumen mundial de compras e inyecciones

Como punto de partida, ésta es la enorme inyección de capitalismo que se ha proporcionado el sistema capitalista a sí mismo: *“Desde que comenzó la pandemia, los bancos centrales han inyectado 32 billones de dólares en los mercados de todo el mundo, lo que, según Bank of America, equivale a comprar 800 millones de dólares de activos financieros cada hora de los últimos 20 meses. La capitalización del mercado mundial de acciones se ha disparado en 60 billones de dólares.”* (Expansión, 03-01-2022).

Los dos principales – pero no los únicos – compradores compulsivos de deuda han sido el BCE y la Fed. Recordemos sucintamente que el BCE había reiniciado en agosto de 2019 su programa de compra de activos a un ritmo de 40.000 millones de euros mensuales a lo que sumó otro programa de compra (denominado... sorpresa... de emergencia pandémica!) con el que llegó a adquirir hasta 80.000 millones de euros mensuales además del anterior programa. Al finalizar el segundo programa, a inicios del 2022, se ha incrementado el primero inicialmente hasta volver a los 40.000 millones de euros mensuales. La Fed después de una primera inyección, siguió al ritmo de compra de 120.000 millones de dólares mensuales, disminuyendo el ritmo en el último semestre de 2021, hasta frenar en marzo de 2022. El resultado de este engullimiento de deuda es el siguiente:



El balance del BCE equivale al 75% del PIB de la zona euro (8,56 billones sobre 11,41 billones de euros) y el de la Fed al 37,2% del PIB de EEUU (8,757 billones sobre 23,54 billones de dólares).

### La difícil digestión del atracón de deuda

Mientras no se reduzcan los balances de deuda engullidos, la intervención en el mercado de los grandes bancos centrales será un hecho. Los bancos centrales (Fed, BCE) han estado comprando nueva deuda para inyectar liquidez en el mercado, pero no se han limitado a esto. La deuda comprada tiene una fecha de vencimiento y si, una vez llegada esta fecha de vencimiento, no recompraran deuda por el mismo valor, la liquidez inyectada se vería contrarrestada por la liquidez extraída

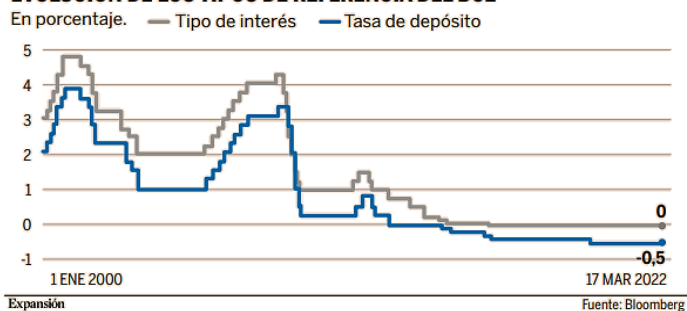
de la circulación por el cobro de las deudas a su vencimiento.

Cuando la Fed dejó su programa de compra de activos en realidad no lo dejó. Sólo dejó – temporalmente – de incrementar su balance, pero siguió recomprando deuda por el valor engullido hasta el momento. El simple intento de ralentizar esta recompra permanente hizo sonar todas las alarmas de las finanzas capitalistas mundiales. Ahora se repite la situación, pero con un punto de partida más de tres veces superior de deuda acumulada.

### Tipos de interés bancarios en negativo

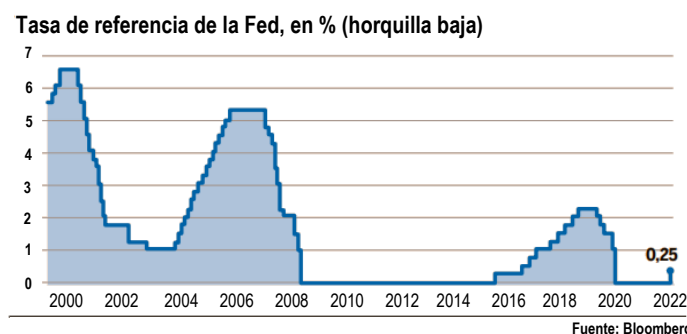
En paralelo, los tipos de interés tanto del BCE como de la Fed han estado nominalmente a cero o en negativo.

### EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE REFERENCIA DEL BCE



Recuérdese que el BCE, a través de las inyecciones de liquidez (TLTRO), ha estado **pagando a los bancos por prestarles dinero**, es decir, con un tipo de interés no sólo del 0% sino en negativo: *“Si en un primer momento ofrecían una tasa hasta del -0,5%, para el periodo comprendido entre junio de 2020 y junio de 2021 el interés mejora hasta un -1%. Esto deja una media del -0,66% para las operaciones a lo largo de sus tres años de vigencia.”* (Expansión, 09-08-2021). Esto ha producido la acumulación de un exceso de liquidez en el sistema bancario europeo de 4 billones de euros.

Por su lado, la Fed redujo el tipo de interés al 0% en 2008, trató de levantarlo entre 2015 y 2019, volviendo a caer hasta el suelo en 2020:



Estas enormes inyecciones de capital son a la vez reflejo y causa de la enorme sobreproducción de capitales que inunda el mercado especulativo mundial. Es en este contexto que el incremento del precio de la energía, de las materias primas, del transporte, de los productos intermedios se ha presentado para rebanar una parte cada vez mayor de la ganancia amenazando con estrangularla todavía más. Pero no se puede retirar la droga al adicto sin producirle un colapso, un gran síndrome de abstinencia.

Para ponderar la magnitud del potencial explosivo acumulado en la economía capitalista mundial, tendremos que reseguir todavía las manifestaciones y consecuencias de la sobreproducción de capitales.

## Deuda con interés negativo

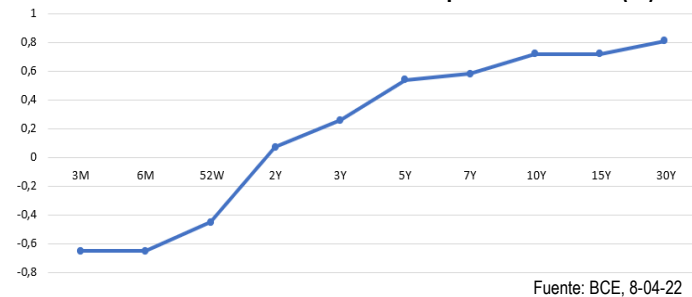
El volumen de deuda con interés nominal en negativo se había desbocado hasta los 18 billones de dólares a nivel mundial en 2021. En septiembre de 2021, cuando el total se situaba en 14,84 billones, esta deuda nominalmente en negativo se desglosaba por regiones así: Japón (32,67%), área euro sin Alemania ni Francia (23,71%), Alemania (16,21%), Francia (12,61%) y resto del mundo (14,81%); y por tipo de deuda: deuda soberana (72,54%), relacionada con el Estado (12,84%), asegurada (7,94%), corporativa (6,68%) (Financial Times, 27-09-2021). Actualmente, se ha reducido a en torno a 4,5 billones.



Pero la deuda que cotizaba con rendimiento nominal negativo no ha "desaparecido", ha caído su valor nominal y, por esto, su rendimiento ha aumentado: "En lo que va de año, la deuda europea ha perdido un 4% de su valor y se encamina hacia su segundo año consecutivo de pérdidas." (Expansión, 12-03-2022).

¿Significa esto que esta deuda ha pasado a rendir realmente en positivo? En los siguientes dos gráficos vemos los rendimientos del bund alemán según el término de vencimiento y la evolución de la inflación en la zona euro.

### Rendimiento bund alemán por vencimiento (%)



Fuente: BCE, 8-04-22

### Inflación interanual febrero de 2022: 5,9%

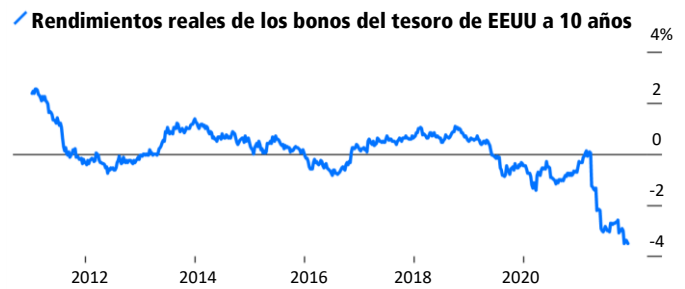
Área euro



Fuente: BCE, 17-03-2022

Si solamente la inflación interanual de febrero de 2022 es del 5,9% de promedio en la zona euro, ¿qué significa que los capitalistas estén prestando nominalmente en negativo para los vencimientos inferiores al año y ligeramente por encima del 0,7% para los vencimientos a 10, 15 y 30 años? Significa que, por el momento, **los rendimientos reales son negativos y que están realizando una inversión a pérdida.**

Y lo mismo se puede decir de los bonos de EEUU, sobre los que volveremos más adelante. Una vez descontada la inflación, siguen teniendo rendimientos negativos.

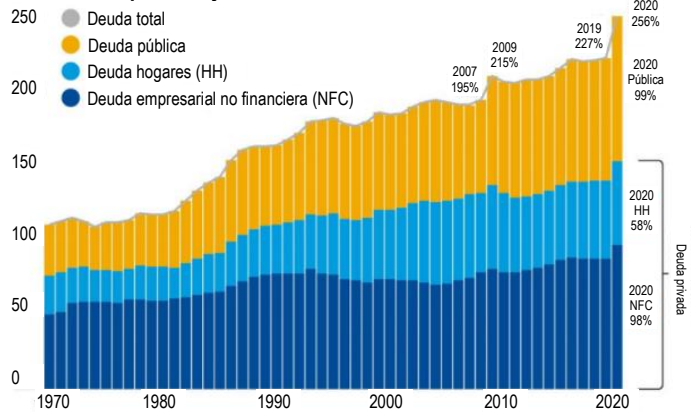


Fuente: Bloomberg

## Hinchazón del volumen total de deuda

Si tomamos ahora el volumen total de deuda a nivel mundial, según los datos del FMI, veremos que ha aumentado hasta el 256% del PIB mundial. La economía capitalista debe 2,5 veces más que lo que produce anualmente... (sin perjuicio de nuestras reservas en cuanto a la corrección del cómputo del PIB por parte de la burguesía). ¿Cuál es el efecto de la inflación y de la subida de los tipos de interés sobre esta deuda? Si se mantiene la inflación y no suben los tipos de interés, el nivel de deuda real disminuiría. Pero si por efecto de la inflación suben los tipos de interés, aunque hubiera una devaluación de la deuda, habría un encarecimiento de la refinanciación de esta deuda.

### Deuda como porcentaje del PIB



Fuente: FMI Base de datos de deuda global

El endeudamiento estatal en la zona euro ha llegado al 100,5% de su PIB pero "La Comisión Europea seguirá inundando de deuda los mercados en 2022 para financiar el Fondo de Recuperación Next Generation. (...), desplegando un arsenal de hasta 800.000 millones de euros de aquí a 2026." (Expansión, 12-12-2021). Estas subastas de deuda están teniendo una característica sintomática y es la afluencia de capitales compradores por un volumen 11 (¡once!) veces superior a la deuda subastada: "Bruselas ha captado 71.000 millones de euros en los mercados, incluidos 12.000 millones a través de su primera emisión de bonos verdes, que recibió una demanda once veces superior: 135.000 millones." (Expansión, 12-12-2021). Los capitales no saben ya donde meterse...

## Hinchazón del volumen de deuda corporativa

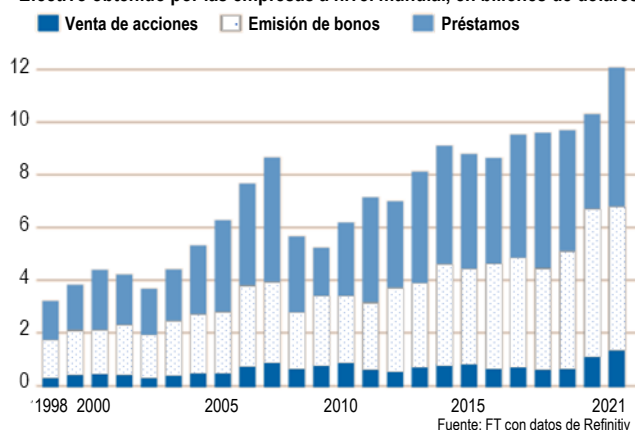
La deuda corporativa también ha continuado hinchándose, a nivel mundial, aunque prácticamente la mitad de la financiación del gráfico haya sido obtenida por empresas de EEUU.

"Las empresas captaron una cifra récord de 12,1 billones de dólares en 2021 mediante la venta de acciones, la emisión de deuda y la obtención de nuevos créditos (...) sobre todo en EEUU, donde las empresas consiguieron más de cinco billones de dólares." (Financial Times, 28-12-2021).

Esta tendencia se mantenía durante la primera semana del

año 2022: "La emisión mundial de bonos corporativos alcanzó los 101.000 millones de dólares en el año hasta el 7 de enero, y las operaciones en Estados Unidos alcanzaron un ritmo récord." (Financial Times, 11-01-2022).

Efectivo obtenido por las empresas a nivel mundial, en billones de dólares



¿De qué tipo de deuda estamos hablando? "Las ventas de bonos basura aumentaron un 17% con respecto al año anterior, hasta algo menos de 650.000 millones de dólares, mientras que las nuevas emisiones de créditos apalancados a compañías altamente endeudadas se duplicaron con creces, hasta alcanzar los 614.000 millones de dólares." (Financial Times, 28-12-2021).

Por este camino, una cantidad importante de empresas han sustituido la (ausente) ganancia fruto de su propia actividad por un retorno artificial basado en la obtención de financiación a tipos de interés irrisorios o incluso negativos: "De este modo, cualquier fabricante o comerciante individual puede eludir la necesidad de disponer de un fuerte fondo de reserva y **sustraerse también a la necesidad de depender del reflujo efectivo de su capital.** Pero, por otro lado, debido en parte al mecanismo de las letras de cambio libradas sin cesar y en parte a las operaciones de mercancías realizadas con el fin de tener una base para la simple fabricación de letras, todo este proceso se complica de tal modo, que **la apariencia de una industria muy sólida y de un reflujo seguro del capital sólo puede subsistir tranquilamente una vez que el reflujo del capital se consigue, en parte a costa de estafar a los prestamistas de dinero y en parte a costa de estafar a los productores. Por eso es precisamente en vísperas de un crack cuando los negocios parecen desarrollarse de un modo casi exageradamente sólido.**" (El Capital, Libro III, Sección 5ª, Capítulo XXX, K. Marx).

### Hinchazón bursátil simultánea a la caída de las acciones de la mayoría de empresas

Durante los últimos meses de 2021 bajo la superficie de la euforia especulativa se empezaban a manifestar caídas masivas de los precios de las acciones, enmascaradas detrás de la subida global.

"Las bolsas de Estados Unidos vuelven a navegar hacia máximos históricos. Pero bajo la superficie, una fuerte marea está arrastrando los precios de las acciones de cientos de compañías a sus niveles más bajos de los últimos 12 meses. (...) Días más tarde, cuando el S&P 500 alcanzó su primer precio de cierre récord en tres semanas y amplió su ganancia en lo que va de año hasta el 25%, más de 210 valores del índice cotizaban al menos un 10% por debajo de sus máximos de las últimas 52 semanas. (...) En el índice tecnológico Nasdaq Composite, las cifras son aún más sorprendentes, ya que más de 1.300 valores han caído un 50% o más desde su máximo del último año.

Y aproximadamente el 80% de los más de 3.000 valores de

la Bolsa han perdido al menos un 10%. (...) Sólo cinco valores – Apple, Microsoft, Nvidia, Tesla y la matriz de Google, Alphabet – han representado más de la mitad de la rentabilidad del S&P 500 desde abril." (Financial Times, 16-12-2021).

Y si la caída no se manifestó más abruptamente es por la recompra sistemática de acciones por parte de las mismas empresas: "(...) las adquisiciones de títulos propios en los principales parques occidentales se situaron el año pasado en 1,17 billones de dólares, es decir, algo más de un billón de euros, un récord histórico. Las recompras en Estados Unidos crecieron en 2021 un 25% respecto a 2020, alcanzando los 910.000 millones de dólares. El salto en Europa fue del 51%, hasta 263.000 millones de dólares. Estas operaciones convierten a las propias cotizadas en una de las principales fuerzas compradoras en el parque. Por comparación, los flujos de dinero colocados en Bolsa por los fondos de inversión globales el año pasado llegaron a 950.000 millones de dólares." (Expansión, 12-01-2022).

### El intento de la Fed de subir los tipos de interés

La avalancha de mercancías desde Asia, el incremento de los precios de su transporte, la congestión de los puntos de entrada de la circulación, el aumento del precio de la energía por el mantenimiento de la producción por debajo de la demanda, la escasez de la mercancía fuerza de trabajo, la caída de precios en el periodo anterior, etc. Todo esto, empujaba hacia arriba los índices de la inflación y se ponía encima de la mesa la receta clásica: abandonar el programa de compra de activos, subir los tipos de interés e incluso empezar a pensar en reducir el balance acumulado por la Fed.

Recordemos que "el precio de estos títulos y valores **aumenta o disminuye en razón inversa al tipo de interés.**" (El Capital, Libro III, Sección 5ª, Capítulo XXIX, K. Marx). Por lo tanto, la subida de los tipos de interés pincharía la burbuja del mercado de deuda fija, golpearía duramente la Bolsa, dificultaría enormemente la refinanciación de las empresas altamente endeudadas a través de bonos basura y créditos apalancados, afectando de un modo especialmente sangrante a las empresas estadounidenses. Por el momento, la Fed anunció un aumento del 0,5% en febrero y el aumento realmente ejecutado fue del 0,25%.

### La inversión de la curva de rendimientos

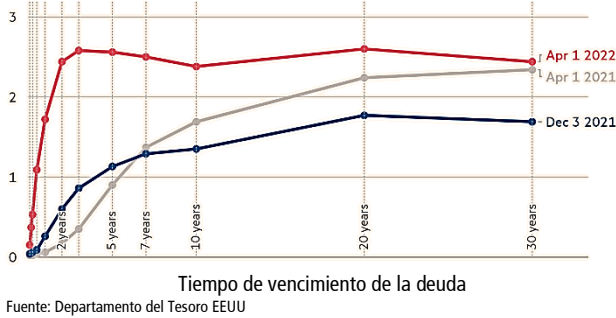
Hemos visto que el sistema capitalista sólo consigue acercarse a volver a unas coordenadas nominalmente "normales" en el plano financiero administrándose colapsos, convulsiones, parálisis y destrucciones una a continuación de la otra.

La expectativa normal para los capitalistas es que los tipos de interés a que se presta el dinero a corto plazo sean menores que los tipos de interés a que se presta el dinero a medio o a largo plazo. En febrero de 2000, diciembre de 2005 y agosto de 2019 la diferencia entre el tipo de interés de los bonos de 2 años y los de 10 años se invirtió, lo que fue preludeo respectivamente de 2001, 2008 y 2020.

En "El Comunista" nº64 (pág. 11) decíamos que la burguesía tenía menos confianza en su futuro inmediato a que la situación pudiera mejorar en un futuro indeterminado. Añadimos que también se puede ver que, puestos a tener una pérdida segura, la burguesía prefiere anotarla a 10 o 20 años en lugar de 2.

Pues bien, la burguesía estadounidense va camino de ver por cuarta vez cómo sus coordenadas "normales" son puestas del revés justo en el momento en creían estar caminando hacia la normalidad.

### Evolución de la curva de tipos en EEUU



Fuente: Departamento del Tesoro EEUU

Según las previsiones de Morgan Stanley "Los rendimientos a dos, cinco y 10 años terminarán el año 2022 en el 2,75%, el 2,50% y el 2,40% respectivamente, con curvas invertidas en todo el espacio del Tesoro (...)" (Bloomberg, 18-03-2022). Esto es lo mismo que decir que la expectativa de los especuladores estadounidenses y de sus teóricos y representantes es la de una **tendencia decreciente de sus ganancias...**

### Desplazamiento especulativo hacia China

Hay otro motivo por el que la Fed siente el impulso de subir los tipos de interés. La cronificación de los bajos tipos de interés en Europa, Japón y EEUU han empujado a una cantidad mayor de capital especulativo a buscar salida en China comprando una cantidad creciente de acciones y bonos chinos. El diferencial entre el bono chino a 10 años y su equivalente estadounidense llegó a superar los 200 puntos básicos, determinando el siguiente desplazamiento de capitales: "El resultado fue un aumento del 62% en las tenencias de acciones locales en el extranjero con respecto al año anterior, hasta 3,4 billones de yuanes (520.000 millones de dólares), un impulso del 47% en el mercado de bonos, hasta 3,3 billones de yuanes, y el mejor trimestre de la moneda china en más de una década. Los inversores extranjeros compraron otros 53.500 millones de dólares netos de deuda china en enero y febrero de este año, según Gavekal Dragonomics (...). El mercado de acciones de 10,9 billones de dólares y el mercado de bonos de 18 billones de dólares de China convierten al país en un objetivo obvio." (Bloomberg, 06-04-2021).

En el plano inmediato las subidas de los rendimientos de los bonos estadounidenses combinados con el ligero descenso del de los bonos chinos han reducido la diferencia entre ellos, motivando que "los inversores extranjeros se deshicieron en marzo de una cantidad récord de 51.800 millones de yuanes (8.000 millones de dólares) de deuda soberana china, reduciendo sus tenencias a 2,43 billones de yuanes, según cálculos de Bloomberg basados en datos de Chinabond." (Bloomberg, 08-04-2022).

Aún así, la tendencia a medio largo plazo será la reanudación del proceso de flujo de capitales iniciado anteriormente, como demuestran las reuniones representantes empresariales de EEUU con representantes chinos al margen del gobierno de EEUU en agosto de 2021: "Un contingente de veteranos de Wall Street y funcionarios de alto nivel del gobierno chino se preparan para entablar conversaciones de nuevo, ya que los líderes empresariales trabajan al margen de la administración Biden para lograr un mayor acceso al país más poblado del mundo (...). Lo que está en juego es una parte del mercado de servicios financieros de China, que asciende a 54 billones de dólares, y hasta 30 billones de dólares en activos de fondos globales que se gestionarán dentro de tres años." (Bloomberg, 25-08-2021).

"Mientras aumentaban las tensiones entre Estados Unidos y

China el verano pasado, el director general de JPMorgan Chase & Co. hacía saber que quería ir a Hong Kong lo antes posible. (...) también fue un recordatorio del compromiso de la empresa con el territorio, así como con la China continental, donde JPMorgan tiene una exposición de unos 20.000 millones de dólares, principalmente por préstamos, depósitos, comercio e inversiones.

Algunos políticos estadounidenses han pedido a las empresas que se alejen de China, por motivos de seguridad nacional y derechos humanos. Pero los bancos de Wall Street están estrechando sus lazos. En agosto, JPMorgan se hizo con el control total de una empresa conjunta de valores con una compañía china, y ahora quiere hacer lo mismo con un negocio de gestión de activos que posee parcialmente. Morgan Stanley pretende obtener cinco nuevas licencias bancarias en China continental en 2022, mientras que Goldman Sachs Group Inc. ha duplicado su plantilla. Citigroup Inc. solicitó en diciembre un permiso de comercio de valores y banca de inversión y tiene previsto solicitar una licencia de futuros en 2022, añadiendo 100 empleados en el país en total." (Bloomberg, 05-01-2022).

### El banco central chino inicia la senda que intenta dejar la Fed

Si el Banco de Japón inauguró la bajada de tipos de interés y la compra masiva de activos en 1999, la Fed siguió sus pasos en 2008. Cuando la Fed dejaba esta senda, el BCE empezó su turno en el mismo sentido y ambos se han zambullido completamente en ella durante 2020 y 2021. Ahora que la Fed intenta volver a salir de la inyección continua de capital al capitalismo, el Banco Central Chino lleva unos meses dando tímidos y no tan tímidos pasos hacia el mismo camino, pasos que deberemos ver si se consolidan o se desvanecen.

"El martes, el gobernador del Banco de China, Yi Gang, dijo que su objetivo será igualar la expansión de la oferta monetaria y el crecimiento económico nominal". (Bloomberg, 24-08-2022).

"Por su parte, el Banco Central de China inyectó ayer otros 9.200 millones de euros al sistema bancario, con lo que el total introducido en la semana asciende a 61.000 millones." (La Vanguardia, 25-09-25).

"Los rendimientos de referencia a 10 años cayeron al nivel más bajo en más de un año a finales de diciembre, cuando el BPC inyectó 650.000 millones de yuanes netos en el sistema financiero a través de acuerdos de recompra inversa en las dos últimas semanas del mes." (Bloomberg, 03-01-2022).

### Tipo de interés del Banco de China



Fuente: Trading Economics | Banco de China

"El Banco Popular de China redujo el tipo de interés de los préstamos a un año en 5 puntos básicos, hasta el 3,80 de abril de 2020 (...). La medida siguió a una decisión anticipada del banco central de reducir la ratio de requerimiento de reservas en 50 puntos básicos, que entró en vigor el 15 de diciembre y liberó 1,2 billones de yuanes de liquidez a largo plazo." (Trading Economics, 05-01-2022).